



Перспективы и вызовы для белорусской экономики в среднесрочном периоде (2018-2020 гг)

Дмитрий Крук, 2018

BEROC Policy Paper Series, PP no.54

Коды JEL: E37, E66, O52, P47

Ключевые слова: равновесный рост, экономическая политика, долговой кризис, прогноз, экономика Беларуси

Резюме

Данная аналитическая записка посвящена перспективам функционирования национальной экономики в 2018-2020 годах. В работе показано, что в среднесрочной перспективе наиболее вероятным экономическим сценарием для Беларуси является колебание роста выпуска вокруг своего среднесрочного равновесного уровня. В качестве компромиссной (усредненной) оценки последнего в данной работе рассматривается среднегодовой темп прироста в 2.5% в год. Сценарий более высоких темпов прироста выпуска в рассматриваемый период ассоциируется преимущественно с внешними благоприятными шоками. Однако даже при продолжительном периоде воздействия таких шоков устойчивость экономического роста будет оставаться под вопросом. При росте вблизи равновесного, а также при стабилизации инфляционных ожиданий, высока вероятность стабилизации и монетарной среды. В этом случае, инфляция будет находиться вблизи таргетируемых Национальным банком значений, а базовые процентные ставки (МБК) в диапазоне 7-11% годовых. Вместе с тем, на фоне растущего спроса, ценовое давление в ближайшие годы несколько усилится. Поэтому сдерживание инфляции вблизи таргетируемых значений затребует от Национального банка больших усилий (нежели в 2017 году). В работе показано, что высокий уровень долговой нагрузки, как фирм, так и государства, делает их уязвимыми к негативным изменениям конъюнктуры. При этом тесная взаимосвязь между различными видами долгов обуславливает актуальность для Беларуси риска широкомасштабного долгового кризиса. Такой сценарий представляется ключевой среднесрочной экономической угрозой для национальной экономики.

1. Исходные условия и предпосылки среднесрочного развития

1.1 Среднесрочная макроэкономическая динамика в Беларуси, наиболее вероятно, будет характеризоваться нахождением основных макроэкономических показателей на уровне близком к своему естественному (равновесному). Основопологающим фактором, задающим такую динамику, является декларируемая и преимущественно реализуемая (с 2015 г.) экономическими властями приверженность макроэкономической стабильности. Последнее подразумевает, что экономические власти будут воздерживаться/существенно ограничат использование инструментов искусственного стимулирования роста выпуска. Если экономическая политика будет соответствовать этому шаблону, то большинство макроэкономических показателей будет стремиться к своему равновесному уровню, и их фактические значения будут находиться вблизи равновесных.

1.2 Цикличность в макродинамике сохранится, но она станет более «естественной». Циклические колебания будут обусловлены преимущественно «естественными» шоками (например, внешними), а амплитуда и частота циклических колебаний будут сравнительно небольшими.

1.3 В случае Беларуси приверженности властей макростабильности может оказаться недостаточно для ее поддержания. При прочих равных условиях, нацеленность экономической политики на макростабильность можно считать во многом достаточным условием для ее обеспечения. В Беларуси вследствие недальновидности экономической политики периода 2009-2014 гг. накоплен ряд экономических диспропорций, нейтрализовать которые экономические власти пока не в состоянии.

1.4 Важным фактором риска является низкий уровень ликвидности в иностранной валюте (агрегировано правительства, нефинансовых фирм и банков). В течение 2009-2014 гг. макроэкономическая политика была призвана «подстегнуть» рост выпуска, поскольку его естественный темп прироста существенно и быстро ослабевал. Указанная задача обуславливала активное использование мер по искусственному стимулированию внутреннего потребительского и инвестиционного спроса. Для этого использовался широкий спектр разных видов экономической политики: мягкая монетарная политика, фискальные стимулы, прямое административное стимулирование (директивные кредиты и директивное стимулирование роста заработной платы). Для того, чтобы нейтрализовать/ослабить влияние избыточного спроса на цены и обменный курс, монетарные власти проводили политику в режиме фиксированного обменного курса (с модификациями). В результате фактический уровень обменного курса и цен перманентно отклонялись от своих равновесных уровней. Для поддержания такой ситуации необходимы были внешние заимствования в иностранной валюте.

1.5 Точкой уязвимости является высокий уровень долговой обремененности правительства. В значительной мере задачу «поставки» иностранной валюты для национальной экономики правительство решало самостоятельно, привлекая внешние заимствования в иностранной валюте и наращивая государственный долг. Указанные заимствования смогли ненадолго продлить период завышенного роста и «дорогого» рубля, но после их неизбежного завершения сами стали вызовом для макростабильности. После масштабного обесценения рубля (поскольку практически вся внешняя задолженность номинирована в иностранной валюте) и рецессии 2014q4-2016q3 показатели долговой нагрузки резко возросли и остаются на опасно высоком уровне вплоть до настоящего

времени. Причем имеющийся потенциал роста выпуска и предпосылки для динамики обменного курса в среднесрочном периоде делают маловероятным ее существенное снижение. Таким образом, высокая долговая нагрузка по внешним обязательствам (в первую очередь, по государственным) является перманентной угрозой для макростабильности.

1.6. Точкой уязвимости является высокая долговая нагрузка фирм. В период 2009-2014 гг. экономические власти создали стимулы, для привлечения внешних долгов финансовыми (банками) и нефинансовыми (фирмами) компаниями. Кроме того, нефинансовые фирмы как государственные, так и частные, активно привлекали кредиты внутри страны. При этом значительную часть кредитов фирмы внутри страны привлекали в иностранной валюте. Поэтому в указанный период доля заемных средств в пассивах фирм быстро росла. Масштабное привлечение кредитов виделось целесообразным при допущении о том, что белорусская экономика продолжит прирастать относительно большими темпами, а реальная стоимость (эффективный курс) белорусского рубля не будет существенно обесцениваться. После же рецессии (2014-2016) и масштабной девальвации в этот период долговая нагрузка на многие фирмы стала чрезмерной.

Таким образом, основным сценарием для макроэкономической динамики в Беларуси видятся колебания вблизи траектории равновесного роста. Однако, в случае актуализации долговых проблем и/или ограниченности доступа к рефинансированию в иностранной валюте, может иметь место резкое отклонение от этой траектории.

2. Бизнес-цикл в 2018-2020 гг.

2.1 Компромиссной (усредненной) оценкой равновесного темпа прироста выпуска, который может генерировать белорусская экономика в среднесрочном периоде, является 2.5% в год. Оценки равновесного темпа прироста для национальной экономики несколько разнятся в зависимости от используемой методологии. Однако практически все соответствующие оценки находятся в коридоре от 0 до 3.5% в год, с доминированием оценок внутри коридора от 2 до 3% в год. Кроме того, практически все методологические подходы свидетельствуют о том, что равновесный темп прироста быстро и устойчиво снижался с 2007 г., достигнув минимума в 2016 г., и с 2017 г. начав постепенно возрастать и стремится к своему устойчивому среднесрочному значению (около 2.5%).

2.2 Одной из иллюстраций ограниченности потенциала роста можно проиллюстрировать назвать ограниченную неценовую конкурентоспособность национальных производителей. Это приводит к устойчиво высокой импортостойкости экспорта и внутреннего спроса. При имеющихся сегодня в Беларуси значениях импортостойкости, можно показать математически, что **выпуск может устойчиво расти** без нарушения стабильности торгового баланса (что является важной частью макростабильности), только **темпом близким к темпу роста физического объема экспорта. Оценки равновесного темпа прироста экспорта в среднесрочном периоде также сводятся к величине 2.5% в год.**

2.3 Поскольку макроэкономические власти демонстрируют возросшую приверженность макроэкономической стабильности, **в 2018-2020 гг. темп прироста выпуска будет, при прочих равных условиях, стремиться к своему равновесному уровню в 2.5%.** Склонность властей к макростабильности означает, что они не намерены не только

самостоятельно «подгонять» рост выпуска, но и намерены сглаживать влияние внешних шоков на динамику выпуска¹.

2.4 Отклонения темпа роста выпуска от равновесного будут предопределяться шоками, которые экономические власти сглаживают постепенно или же в полной мере не смогут/не захотят сглаживать. Потенциальные шоки, в зависимости от их природы, и от наиболее вероятной реакции на них экономических властей, можно разделить на два основных вида: (i) внутренние шоки, влияющие на цикличность в поведении фирм и домашних хозяйств; (ii) внешние шоки, которые помимо прямого воздействия на внешний спрос, могут косвенно – через ожидания и т.п. – влиять на внутренний спрос.

2.5 Наиболее вероятно, что **экономические власти не будут склонны самостоятельно генерировать новые внутренние шоки** (например, через директивное стимулирование роста зарплаты или искусственное занижение процентных ставок). Более того, вероятно, экономические власти при угрозе ценовой стабильности будут сглаживать подобные шоки, порождаемые независимыми от них причинами (кредитным бумом, ожиданиями, и т.п.). При таком сценарии, потенциал влияния внутренних шоков на экономическую динамику будет ограниченным. При прочих равных условиях, подобные шоки смогут привести к отклонению темпа прироста выпуска от равновесного на ± 1.5 процентного пункта. Отсюда, коридор колебаний годового темпа прироста выпуска при наличии лишь таких шоков будет составлять 1%-4%.

2.6 Наиболее вероятно, что **экономические власти будут не склонны сглаживать/нейтрализовать внешние благоприятные шоки, надеясь на то, что улучшение внешней конъюнктуры может принять устойчивый характер**. Поэтому такие шоки могут оказывать большее влияние на динамику выпуска, приводя к относительно большим и продолжительным отклонениям темпа прироста выпуска сверх равновесного. Реалистичными примерами таких шоков могут стать: (i) рост спроса на экспорт из России вследствие ускоренного роста на фоне более дорогой нефти; (ii) улучшение условий торговли (соотношения экспортных и импортных цен); (iii) усиление устойчивого притока капитала в страну, например, благодаря инвестициям, связанным с деятельностью ПВТ.

2.7 **Внешние шоки** (реалистичного по сегодняшним оценкам масштаба) **могут обеспечить симметричные отклонения темпа роста выпуска от равновесного в пределах ± 2.5 процентных пунктов**. Эта оценка основана на предположении о том, что внешняя конъюнктура (глобальные цены на сырьевые товары, темп прироста выпуска в России) сегодня находится вблизи своего нового равновесного уровня и в периоде 2018q1-2020q4 во внешней среде будут иметь место лишь циклические колебания. В этом случае, любые изменения во внешней среде предполагают последующий «откат» к равновесным значениям, что означает, что коридор потенциальных колебаний является симметричным. Таким образом, **при наличии внешних шоков** (с учетом их влияния на внутренний спрос) **коридор колебаний годового темпа прироста выпуска** в среднесрочной перспективе может расширяться до **0-5%**.

2.8 Экстремальные (по масштабу) внешние шоки (в силу ожидаемой ограниченности этого масштаба) смогут воздействовать на выпуск лишь в течение 1-2 кварталов кряду.

¹ Изменение этой установки экономической политики является одним из рисков в среднесрочной перспективе. Однако ее сохранение видится все же более вероятным сценарием, а потому в данной аналитической записке рассматривается как предпосылка прогноза.

Остальные периоды, даже при наличии внешних шоков, отклонения от равновесного выпуска, при указанных условиях, будут находиться в диапазоне ± 1.5 процентного пункта. Таким образом, в целом **коридор ± 1.5 процентного пункта от равновесного выпуска можно считать «нормальной» и наиболее вероятной областью значений для темпа прироста выпуска в 2018-2020 гг.** В свою очередь, коридор ± 2.5 процентных пунктов можно классифицировать как область, в которую темп прироста может попадать на непродолжительный период (1-2 квартала).

2.9 Основным риском для указанного сценария динамики выпуска представляется актуализация долговых проблем. Можно выделить большое количество гипотетических сценариев начала и развития долгового кризиса, отличающихся в масштабах и последствиях для экономики (см. раздел 5). Экспертной оценкой (автора) потерь выпуска от «тяжелого» сценария долгового кризиса является 7.5% процентных пункта (по сравнению с базовым сценарием). Это означает, что **при долговом кризисе экономика может перейти в фазу спада с темпом до 5% в год.**

2.10 Описанные выше особенности экономической среды могут быть резюмированы графически в виде коридоров темпа прироста выпуска, в зависимости от воздействия того или иного шока (см. рис.1).

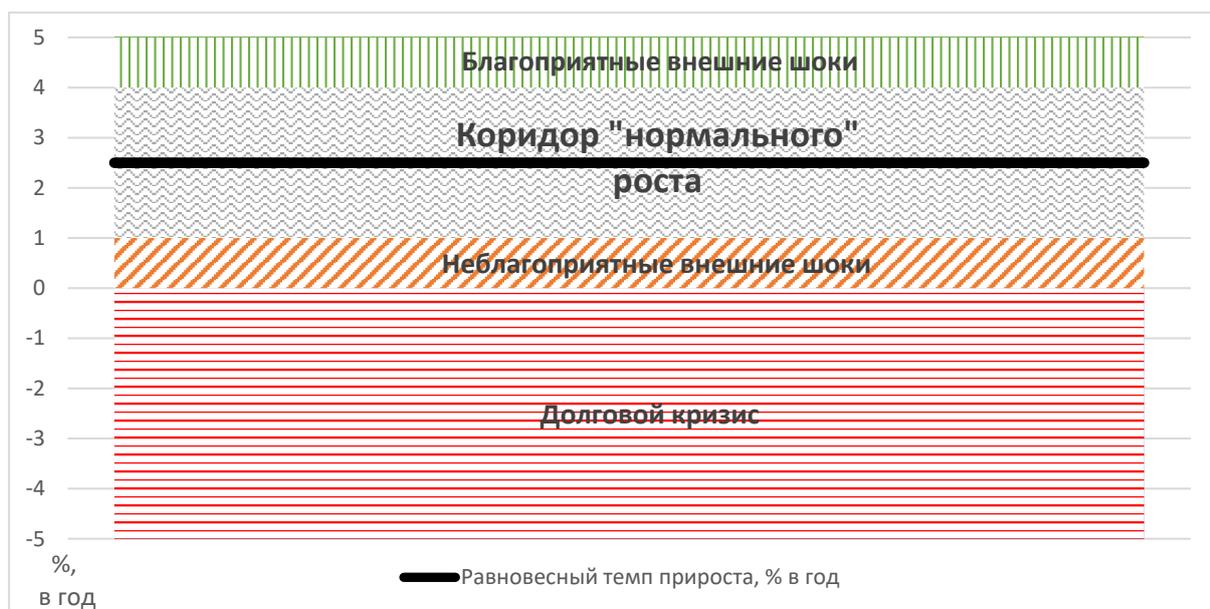


Рис. 1. Динамика выпуска в макросреде 2018-2020, % в год

3. Цены, процентные ставки и обменный курс в 2018-2020 гг.

3.1 Декларируемая направленность политики Национального банка на **обеспечение ценовой стабильности вызывает доверие.** С 2015 г. Нацбанк ощутимо изменил направленность своей политики. С 2018 г. он начал постепенный переход к новому режиму проведения монетарной политики – таргетированию инфляции. При этом практически все декларации о намерениях Национального банка в период 2015-2018 гг. подкреплялись действиями. **Вместе с тем, вынужденное или же целенаправленное отклонение Нацбанка от такой политики по-прежнему является серьезным риском.** В случае, если фактическая политика Нацбанка будет отличаться от декларируемой, то это приведет к пропорциональному усилению давления на цены и обменный курс.

3.2 Таргетируемый Нацбанком уровень инфляции, при предсказуемой динамике бизнес-цикла и стабильных ожиданиях, следует рассматривать как основу для прогноза. При указанных условиях арсенал инструментов Национального банка достаточен для воздействия на ценовые шоки.

3.3 Таргетируемый Нацбанком уровень инфляции целесообразно рассматривать как равновесное значение, к которому будет стремиться инфляция, тогда как **фактический показатель может колебаться в коридоре** вокруг равновесного значения. Для 2018 г. этот коридор составляет от 4% до 7.5%, для 2019-2020 гг. от 3.5% до 7% годовых. Национальный банк намерен таргетировать инфляцию в режиме «не более» заявленной цели (6% в 2018 году, с понижением целевого уровня до 5% в 2020 году). Это означает, что отклонения в меньшую сторону – по экспертной оценке (автора) в пределах 2 процентных пунктов - не вызовут автоматического противодействия со стороны Нацбанка. Кроме того, наиболее вероятно, что в период, который Национальный банк классифицирует как переходный (до полноценного таргетирования инфляции, то есть, период 2018-2019 гг.), вполне вероятно Нацбанк не будет задействовать весь имеющийся у него арсенал инструментов при незначительном (1-1.5 процентных пункта) отклонении фактического уровня инфляции от целевого.

3.4 Равновесный уровень базовой реальной процентной ставки в среднесрочном периоде составляет около 3.5% годовых². Равновесную номинальную базовую ставку (ставку рынка МБК) можно рассчитать как сумму равновесной реальной процентной ставки и прогнозируемой (ожидаемой) инфляции. С учетом прогноза по инфляции, **равновесный уровень номинальных базовых процентных ставок в 2018-2020 гг. можно определить в диапазоне от 7% до 11% годовых.**

3.5 В 2018 г., при прочих равных условиях, процесс конвергенции ставок к равновесному уровню завершится, и в дальнейшем базовые процентные ставки (ставки МБК) будут находиться в рамках указанного коридора, которые можно считать равновесным. В 2017 г. закончился период сверхвысоких процентных ставок (2012-2016 гг.), который имел место вследствие нестабильности и высокого уровня инфляционных ожиданий. К сегодняшнему дню эти ожидания ощутимо сократились и базовые процентные ставки (ставки рынка МБК) приблизились к своему равновесному уровню.

3.6 Базовые процентные ставки можно рассматривать как предопределяющие другие ставки финансового рынка (кредиты, депозиты), с поправкой на риск-премии. С этой позиции важно понимать, что ставки по кредитам/депозитам в определенном сегменте рынка могут за счет колебания риск-премий быть более волатильными (относительно ставок МБК), а потому коридоры их значений могут отличаться и быть существенно шире коридоров для базовой процентной ставки.

3.7 Средний темп реальной девальвации при равновесном росте выпуска около 2.5% составит около 2% в год³. Поддержание ценовой конкурентоспособности для Беларуси является чрезвычайно важным подспорьем для роста экспорта при дефиците факторов неценовой конкурентоспособности. Поэтому в долгосрочном периоде Беларусь демонстрирует устойчивое удешевление одного из главных показателей ценовой конкурентоспособности – реального эффективного обменного курса (за последние 17 лет он

² Оценка по алгоритму Лаубаха-Вильямса (Laubach and Willaims, 2003).

³ Оценка основана на моделировании взаимосвязи между динамикой общефакторной производительности в Беларуси и реальным эффективным обменным курсом.

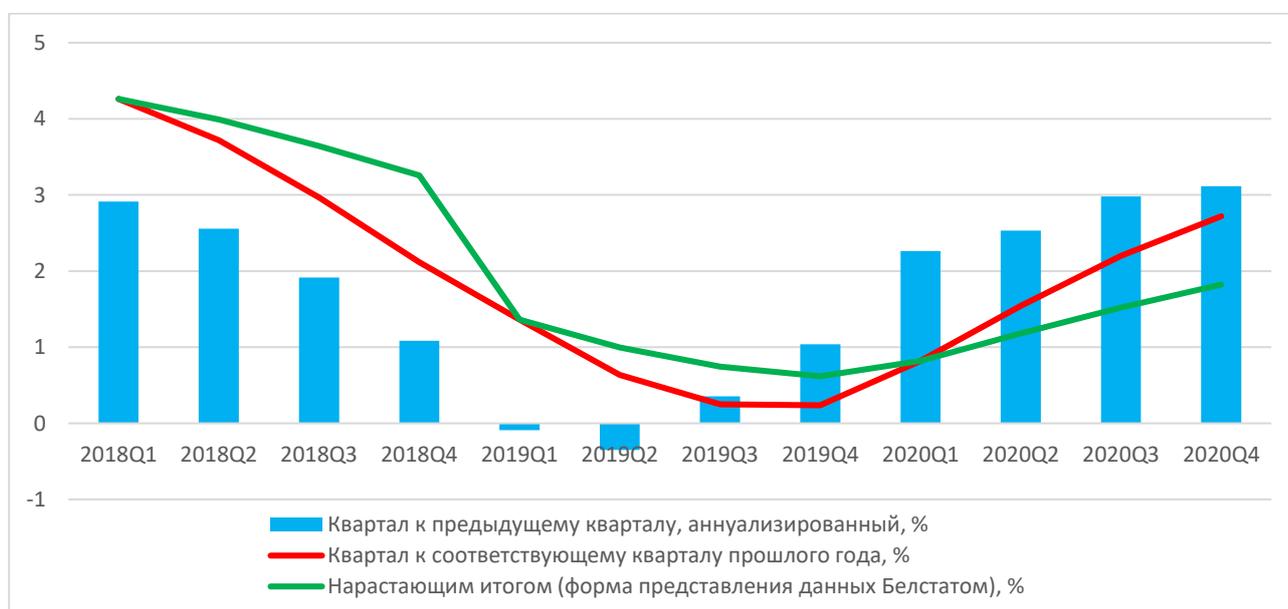
в среднем дешевел на 3% в год). При прочих равных условиях, такая направленность сохранится и в дальнейшем.

3.8 В номинальном выражении белорусский рубль (то есть его номинальный эффективный обменный курс) будет дешеветь с темпом практически идентичным темпу инфляции. Такая взаимосвязь формируется в связи с тем, что прогнозируемый темп реальной девальвации практически совпадает с ожидаемым темпом роста цен в странах – торговых партнерах. Исходя из алгебраической взаимосвязи номинального и реального эффективных обменных курсов, такое условие порождает описанное выше правило примерного равенства между темпами инфляции и девальвации.

3.9 При относительной стабильности курсов EUR/USD и USD/RUB (что можно рассматривать как наилучший исходный прогноз), белорусский рубль будет дешеветь к доллару США со средним ежегодным темпов близким к темпу инфляции. В общем случае ожидаемый темп обесценения номинального эффективного обменного курса некорректно переносить на какой-либо двусторонний курс (например, к доллару США), поскольку условие 3.8 может порождать множество комбинаций в соотношениях двусторонних обменных курсов. Поэтому прогноз двустороннего курса к конкретной валюте, зависит не только от динамики номинального эффективного курса, но и от соотношения курсов валют стран – торговых партнеров между собой. Среди последних для Беларуси наиболее важны курс EUR/USD и USD/RUB. Но в отношении последних есть основания ожидать среднесрочной стабильности.

4. Прогнозные значения динамики выпуска и цен

4.1 Поквартальные прогнозные значения темпа прироста ВВП в 2018-2020 гг. на основе описанного базового сценария представлены на рис.2



Примечание: Представленные прогнозные значения рассчитаны на основе квартального сезонно скорректированного ряда ВВП. Поэтому, даже в представлении данных нарастающим итогом (аналогично представлению данных Белстатом) будут иметь место некоторые отличия от официального темпа прироста ВВП, так как последний рассчитывается на основе ряда без сезонной корректировки. Данные за 2018q1 являются оценкой на основе опубликованных Белстатом предварительных статистических данных по ВВП.

Рис. 2. Прогнозные темпы прироста выпуска в 2018-2020 гг., % в год

4.2. С учетом исходной диспозиции состояния потребительского и инвестиционного спроса, можно ожидать, что **в 2018-2020 гг. расходы на конечное потребление домашних хозяйств будут расти относительно устойчивым темпом близким к темпу роста выпуска, тогда как инвестиции будут демонстрировать опережающий (выпуск) рост.** Структура совокупного спроса приближается к своему равновесному состоянию. В связи с этим, темпы прироста составляющих спроса в *среднесрочном периоде* будут отличаться от темпа прироста выпуска не столь существенно. На краткосрочных же промежутках, темпы прироста инвестиций традиционно будут демонстрировать большую волатильность относительно темпы прироста выпуска, тогда как темпы прироста расходов на потребление домашних хозяйств меньшую.

4.3 Поквартальные прогнозные значения инфляции в 2018-2020 гг. на основе описанного базового сценария представлены на рис.3



Примечание: Представленные прогнозные значения рассчитаны на основе квартального сезонно скорректированного ряда ИПЦ. Поэтому в сравнении с официально публикуемыми темпами инфляции могут иметь место отличия, так как последние рассчитываются на основе ряда без сезонной корректировки. Данные за 2018q1 являются оценкой на основе опубликованных Белстатом статистических данных по ИПЦ.

Рис. 3. Прогнозные значения инфляции в 2018-2020 гг., % в год

5. Угроза актуализации долговых проблем в Беларуси: причины, механизмы, последствия

5.1 Долговая проблема в сегодняшней белорусской экономике многогранна: **многие долги связаны друг с другом и/или потенциально могут трансформироваться в госдолг. Это обуславливает широкий перечень сценариев развития потенциального долгового кризиса и его быстрого распространения по всей экономике.** Потенциальными источниками долговых проблем на сегодня являются: (i) госдолг (см. пп. 5.3-5.7); (ii) долги местных органов власти (см. п.5.8), (iii) валютные облигации Национального банка, держателями которых являются коммерческие банки; (iv) частные долги (преимущественно госпредприятий) перед коммерческими банками и Банком развития (см. пп. 5.8). Все эти долги связаны друг с другом и при актуализации в одном из секторов могут достаточно быстро распространиться на другие секторы.

5.2 Исходной причиной формирования долгового навеса в национальной экономике стали **экономически необоснованные заимствования с принятием заемщиком на себя валютного риска** (то есть при номинале долга в иностранной валюте). Такими заимствованиями были заимствования государства в период 2007-2014 гг. (они были нацелены на поддержание искусственно завышенных уровней внутреннего спроса и обменного курса), а также массовые заимствования госпредприятий в период 2010-2014 гг. в рамках кампании модернизации. Последние призваны были стимулировать рост производительности в национальной экономике и за счет этого обеспечить возможность погашения обязательств. Однако отдача от кампании модернизации на макроуровне не ощущается до сих пор, тогда долговое давление может усилиться.

5.3 **Прямой государственный долг** (в расширенном определении) в среднесрочной перспективе (при базовом сценарии) **будет находиться в диапазоне 45-50% от ВВП, обуславливая необходимость ограничительной фискальной политики.** Номинал госдолга (в расширенном определении) на сегодня составляет около USD 26 млрд, причем свыше 95% этого долга номинировано в иностранной валюте. Это означает, что при сценарии низкого роста, сопровождаемого перманентным ослаблением национальной валюты, коэффициент долговой нагрузки (долг по отношению к ВВП) будет оставаться относительно стабильным, сохраняя лишь слабый потенциал для сокращения. Более того, при реализации рисков, представленных в пп. 5.4-5.7, долговая нагрузка может резко возрасти.

5.4 **Риском для устойчивости госдолга является отсутствие (экстренного) доступа к внешнему финансированию.** Важной характеристикой в обслуживании госдолга является недостаток собственных валютных доходов бюджета для обслуживания и погашения госдолга. На сегодня устойчивыми в среднесрочной перспективе (при наиболее оптимистичных допущениях) можно считать лишь не более USD 2 млрд валютных поступлений бюджета, тогда как потребность в иностранной валюте для обслуживания обязательств по долгу в ближайшие годы будет устойчиво превышать USD 3 млрд. В случае, если какой-то из планируемых притоков внешних ресурсов окажется недоступным, это может актуализировать череду негативных импульсов в рамках долговой проблемы на макроуровне.

5.5 **Устойчивость госдолга чувствительна к обменному курсу национальной валюты: непредвиденное существенное обесценение рубля является ощутимым риском.** Доминирование в составе госдолга валютных обязательств обуславливает подверженность валютному риску: при девальвации национальной валюты нагрузка на бюджет автоматически возрастает, усиливая сдерживающий эффект для роста ВВП.

5.6 **Ухудшение макроэкономической динамики является риском для устойчивости госдолга.** При существующем уровне долговой нагрузки устойчивость госдолга критически зависит от темпа экономического роста и его устойчивости. Если, например, предположить, что экономика погрузится в новую рецессию, обусловленную, например, внешними факторами, то это обусловит автоматический рост долговой нагрузки на бюджет.

5.7 **Невозможность восстановить платежеспособность предприятий, держателем долга которых является государство, негативно скажется на устойчивости госдолга.** Государство приняло на себя все риски, связанные с перспективами восстановления платежеспособности ряда госпредприятий. Исполнение обязательств по части госдолга

(валютные облигации, принадлежащие банкам в размере около USD 2.0 млрд) связано/зависит от исполнения обязательств госпредприятий перед бюджетом. Неисполнение обязательств госпредприятий перед государством означает необходимость поиска дополнительных источников иностранной валюты, то есть государство усиливает свою подверженность рискам, перечисленным в пп.5.2-5.5.

5.8 Долг, держателем которого являются местные бюджеты (BYN 5.3 млрд, из которых ощутимая часть также номинирована в иностранной валюте), де-факто являются скрытым госдолгом и на них распространяются соответствующие риски (пп. 5.3-5.7). Использование в механизме разрешения долгового кризиса среди сельскохозяйственных предприятий облигаций местных органов власти позволяет де-юре избежать наращивания госдолга. Однако этот механизм является лишь ширмой, за которой де-факто происходит накопление госдолга. Кроме того, местные органы власти в этой ситуации вынужденно становятся уязвимыми к конъюнктурным колебаниям.

5.9 Проблемные долги, держателем которых являются банки (в первую очередь, государственные), вполне вероятно недооценены, а также по-прежнему велика уязвимость качества этих долгов к макроэкономической конъюнктуре. Официальная статистика по проблемным кредитам в банковском секторе свидетельствует о том, что проблема заморожена и, по крайней мере, не разрастается. Однако, во-первых, следует учитывать, что важным фактором улучшения текущего состояния стало благоприятная макро конъюнктура. При этом, маловероятно, что ее улучшение будет носить устойчивый (в среднесрочном периоде) характер. Во-вторых, в ряде случаев исполнение обязательств по долгам стало возможным за счет благоприятного для заемщиков пересмотра условий кредитования. По мере наступлений периодов пиковых платежей проблема с неисполнением обязательств в ряде случаев может актуализироваться вновь. Наконец, в-третьих, следует иметь в виду, что потенциальный объем проблемных долгов в банковском секторе (например, при ухудшении конъюнктуры) может оказаться выше текущего регулятивного уровня. В качестве ориентира потенциального объема проблемы могут использоваться оценки индивидуально обесцененных кредитов по МСФО для госбанков. Такие оценки свидетельствует о том, что потенциал разрастания проблемы существенно выше регулятивных оценок проблемных кредитов.

5.10 Вероятными «спусковыми крючками» для долгового кризиса могут стать: ухудшение макроэкономической конъюнктуры, в частности, замедление роста/рецессия и/или существенное обесценение национальной валюты; отсутствие доступа к (экстренному) рефинансированию по госдолгу; приближение пиковых выплат по долгам госпредприятий. При этом, неплатежи по долгам могут распространяться как от госдолга к (формально) частному долгу, либо же наоборот. Например, коммерческие банка как крупные держатели валютных гособлигаций напрямую пострадают от проблем с выплатами по госдолгам при наличии таковых. В свою очередь, правительство, как владелец государственных банков или прямой держатель долга предприятий будет испытывать воздействие невыплат по частным долгам, при наличии таковых.

5.11 Ослабление указанных отдельных предпосылок и нейтрализация угрозы долгового кризиса в целом, видятся приоритетной задачей для кратко- и среднесрочной политики экономических властей, а также и институциональной политики.