

**Belarusian Economic Research and  
Outreach Center**



**Policy Paper Series**

BEROC PP No. 008

**БУДУЩЕЕ СИСТЕМЫ ДИРЕКТИВНОГО КРЕДИТОВАНИЯ  
В БЕЛАРУСИ**

Дмитрий Крук

Январь 2012

**Будущее системы директивного  
кредитования в Беларуси**

Дмитрий Крук

BEROC

Минск, Январь 2012

**Belarusian Economic Research and Outreach Center is created in Kyiv as a joint project of the Stockholm Institute of Transition Economics, the Kyiv School of Economics, the Kyiv Economics Institute and the Economics Education and Research Consortium.**

**It is financed jointly by the Swedish International Development Cooperation Agency (SIDA) and by the United States Agency for International Development (USAID) through the Eurasia Foundation.**



**USAID**  
FROM THE AMERICAN PEOPLE



## Будущее системы директивного кредитования в Беларуси

Дмитрий Крук\*

### Резюме

Данная аналитическая записка посвящена проблемам директивного кредитования в Беларуси и поиску возможных механизмов его реформирования. В работе показаны основные особенности системы директивного кредитования в Беларуси и выделены каналы ее воздействия на экономический рост. Среди проблем, которые обуславливает директивное кредитование с позиции долгосрочного роста, выделяются потери в эффективности распределения, снижение производительности основного капитала, потери в эффективности финансового посредничества. Кроме того, в краткосрочном периоде директивное кредитование может стать причиной шоков на денежном рынке и их распространения в национальной экономике. Для того, чтобы устранить или, по крайней мере, минимизировать негативное влияние директивного кредитования приводится перечень рекомендаций по реформированию существующей системы.

Коды JEL: E37, E43, E61, G28, O41, O42.

Ключевые слова: директивное кредитование, финансовая репрессия, экономический рост.

\*Белорусский Экономический Исследовательско-образовательный Центр, e-mail: [kruk@beroc.by](mailto:kruk@beroc.by)

## **1. ВВЕДЕНИЕ**

Директивное кредитование определяется как вмешательство государства в деятельность банков, связанное с распределением ресурсов среди заемщиков. Оно является инструментом, посредством которого правительство пытается способствовать росту производительности в национальной экономике, перераспределяя ресурсы в пользу фирм, которые, по мнению правительства, могут генерировать положительные внешние эффекты. Кроме того, посредством директивного кредитования правительство может пытаться также решать и задачи социального характера (обеспечение занятости, повышение обеспеченности жильем, устранение региональных диспропорций и т.п.). Однако широкое распространение директивного кредитования в течение продолжительного периода приводит к целому перечню неблагоприятных последствий для национальной экономики. Директивное кредитование может стать причиной снижения экономической эффективности, недостатка инвестиций в основной капитал. Кроме того, оно может создавать или усиливать проблемы в банковской и/или валютной сфере.

Схожая дилемма актуальна на сегодня для Беларуси. С одной стороны, сохраняется желание использовать этот инструмент для достижения ряда экономических и социальных целей. С другой стороны, масштаб искажений в национальной экономике, связанных с системой директивного кредитования, достаточно велик и обуславливает, как минимум, необходимость реформирования этой системы.

Данная аналитическая записка посвящена проблемам директивного кредитования в Беларуси и поиску возможных механизмов его реформирования. Во втором разделе приводится обзор международного опыта директивного кредитования, а также формулируются основные каналы его влияния на национальную экономику. В третьем разделе рассматриваются особенности становления и развития системы директивного кредитования в Беларуси. В четвертом разделе приведены результаты эмпирического исследования влияния директивного кредитования на долгосрочный экономический рост в Беларуси. Пятый раздел посвящен механизмам реформирования системы директивного кредитования в Беларуси. В шестом разделе приведено резюме рекомендаций для экономической политики.

## **2. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ И КАНАЛЫ ВЛИЯНИЯ ДИРЕКТИВНОГО КРЕДИТОВАНИЯ НА НАЦИОНАЛЬНУЮ ЭКОНОМИКУ**

Значительный опыт в попытке стимулирования экономического роста посредством системы директивного кредитования был накоплен в 80-90-ые гг. азиатскими странами: Индией, Южной Кореей, Индонезией, Малайзией, Тайландом, Тайванем. Системы директивного кредитования во всех этих странах предполагала предоставление приоритетным с точки зрения правительства секторам экономики кредитов с льготной процентной ставкой, что подразумевало ожидания высокой отдачи от кредитуемых инвестиционных проектов. Однако для того, чтобы такая система функционировала экономические власти должны были обеспечить стимулирование или принуждение банковского сектора к участию в ней. Как правило, это осуществлялось посредством льготной процентной ставки, по которой рефинансировались банки, предоставляющие директивные кредиты. Этому инструменту часто сопутствовало установление повышенного норматива резервных требования, который компенсировал излишнее денежное предложение, а также позволял центральному банку целенаправленно направлять основной объем ресурсов банкам, предоставляющим директивные кредиты. Наряду с этим инструментом использовались такие инструменты как ограничение кредитной активности банков в отношении неприоритетных секторов, введение минимальных требований относительно участия банков в системе директивного кредитования, а также предоставление прямых бюджетных субсидий. Наконец, в итоге все это зачастую приводило к быстрому размножению финансовых институтов, которые специализируются на том или механизме предоставления директивных кредитов, и соответственно, к сегментации кредитного рынка.

Результаты использования системы директивного кредитования с позиции содействия долгосрочному росту неоднозначны. Например, ряд эмпирических работ для азиатских стран свидетельствуют о том, что директивное кредитование может способствовать росту ВВП в кратко- и среднесрочном периодах, хотя в долгосрочном периоде наблюдается обратный эффект.

Ожидание благоприятного воздействия директивного кредитования на динамику ВВП, как правило, основано на посылке о том, что заемщик и кредитор при получении ресурсов руководствуются исключительно ожидаемым для себя уровнем рентабельности от реализации кредитуемого проекта. Поэтому, при прочих равных условиях, банк профинансирует тот проект, который обусловит наиболее высокую рентабельность. Однако реализация инвестиционного проекта может предполагать также положительные внешние эффекты, которые не принимаются в расчет ни банком, ни заемщиком при совершении кредитной сделки. Поэтому может оказаться, что в масштабе всей экономики профинансированный банком инвестиционный проект не будет обеспечивать наибольшую отдачу, хотя он будет самым высокодоходным с точки зрения индивидуальной отдачи.

Негативное воздействие на экономический рост, как правило, связано, во-первых, со снижением эффективности распределения ресурсов в экономике: инвестиционные проекты с высокой отдачей сталкиваются с недостатком финансирования, наряду с «переинвестированием» в низкокачественные проекты. Во-вторых, в процессе директивного кредитования искажаются цены факторов производства, в результате чего заемщики, имеющие доступ к более дешевому капиталу, склонны повышать капиталоемкость своего производства, что автоматически приводит к снижению качества (производительности) накапливаемого капитала. В-третьих, имеет место снижение эффективности финансового посредничества, измеряемого через норму потерь в процессе трансформации финансовой системой сбережений в инвестиции. В-четвертых, каналом снижения эффективности финансового посредничества может быть снижение объема предоставления ликвидности вследствие снижения нормы сбережения на фоне относительно низких процентных ставок для держателей депозитов. Все эти искажения, помимо снижения экономической эффективности, могут также приводить к снижению общего объема инвестиций и недостаточному накоплению капитала.

Наконец, продолжительное функционирование системы директивного кредитования может стать фактором дестабилизации денежного рынка, ослабления банковской системы вследствие накопления проблемных кредитов, и в результате способствовать формированию предпосылок для финансового

кризиса. Подобные проблемы стали одной из важных причин финансового кризиса в конце 90-х гг. в азиатских странах (Индонезия, Южная Корея)..

### **3. ОСОБЕННОСТИ СИСТЕМЫ ДИРЕКТИВНОГО КРЕДИТОВАНИЯ В БЕЛАРУСИ**

#### **3.1. Цели и задачи директивного кредитования**

В качестве основной причины формирования системы директивного кредитования в Беларуси, вероятно, можно рассматривать желание максимизировать возможные положительные внешние эффекты от инвестиций в традиционные отрасли национальной экономики. Подобные ожидания вплоть до сегодняшнего дня могут быть объяснены высоким физическим и моральным износом основного капитала. Эта особенность национальной экономики обуславливает высокую норму амортизации и задает тренд на снижение капиталоемкости в белорусской экономике.

На первых этапах, директивные кредиты предоставлялись преимущественно для поддержки инвестиционной активности промышленных и сельскохозяйственных предприятий, на которые приходилась значительная доля в формировании валовой добавленной стоимости. Данный подход предполагал, что директивные кредиты для финансирования инвестиционных проектов крупных предприятий будут способствовать росту их производительности, что благоприятно скажется на перспективах долгосрочного роста всей национальной экономики. Другим словами, такой подход можно рассматривать как ориентированный на сторону предложения экономики. Механизм же его реализации де-факто можно интерпретировать как создание системы мягких бюджетных ограничений для бенефициаров директивных кредитов.

Основными проблемами при таком механизме реализации системы директивного кредитования становятся потенциальные потери в эффективности на макроуровне (в эффективности распределения ресурсов), а также снижение качества вновь вводимого капитала.

Снижение эффективности распределения может иметь место вследствие финансирования низкоэффективных проектов, поскольку значительная часть директивных кредитов может предоставляться исходя из мотивов отличных от

максимизации производительности и наличия положительных внешних эффектов. Например, такими мотивами могут быть обеспечение занятости, рост платежей в бюджет и т.п.

Снижение производительности капитала может стать следствием восприятия предприятиями директивных кредитов как одной из форм мягких бюджетных ограничений. В этом случае их стимулы к реализации всего потенциала того или иного инвестиционного проекта будут снижаться. Кроме того, для них искажается относительная цена между трудом и капиталом, и они получают стимул повышать капиталоемкость своего производства, несмотря на снижающуюся производительность вводимого в эксплуатацию капитала.

Начиная примерно с 2000-х гг., наметились определенные изменения в целях, преследуемых политикой директивного кредитования. К цели повышения производительности бенефициаров добавилась цель стимулирования инвестиционного спроса. Последняя стала реализовываться через предоставление кредитов не столько производителям, чья производительность была долгосрочной целью, а их потенциальным покупателям. Учитывая, что в большинстве своем крупные промышленные предприятия производят инвестиционные товары, то при такой схеме могли возникать ожидания расширения благоприятного эффекта как во времени, так и в пространстве. Во-первых, в долгосрочном периоде ожидалось, что как минимум сохранится, а возможно и усилится эффект роста производительности за счет нового класса заемщиков – потребителей инвестиционных товаров. За счет директивных кредитов последние обновляли и увеличивали запас капитала, что давало основания для ожидания роста их производительности. При этом сохранялось благоприятное воздействие и на крупные предприятия, чья продукция выступала объектом кредитуемой сделки. Они по-прежнему получали выгоды, но уже не через прямое кредитование, а через механизм создания им нового платежеспособного спроса. Во-вторых, в краткосрочном периоде такой механизм автоматически увеличивал выпуск за счет финансирования дополнительного инвестиционного спроса.

Изменения в «идеологии» директивного кредитования подразумевало и изменения в структуре заемщиков. Например, в рамках первого подхода типичным заемщиком были промышленные экспортоориентированные

предприятия. Второй подход существенно увеличил долю, например, сельскохозяйственных предприятий, которые в рамках данной системы приобретали отечественную продукцию сельскохозяйственного машиностроения, а также домашних хозяйств, посредством спроса которых стимулировалась строительная отрасль.

При таком к директивному кредитования потери в эффективности распределения и производительности капитала могут ощутимо усиливаться вследствие создания «гарантированного внутреннего спроса», который может превратиться в альтернативу внешнему спросу. Предприятие, которому «гарантируется» спрос на внутреннем рынке, посредством кредитования покупки его продукции в директивном порядке, уже не столь сильно заинтересовано в повышении своей конкурентоспособности на внешнем рынке, где уровень конкуренции ощутимо выше. Соответствующее ослабление стимулов проявится и в дополнительных потерях в эффективности распределения и производительности капитала. Более того, если бенефициар кредита при таком подходе также не может в достаточной мере повысить свою производительность (вновь вследствие недостатка стимулов и/или низкого качества приобретенного инвестиционного товара), то экономика несет еще большие потери в эффективности.

### 3.1. Директивное кредитование и финансовое посредничество

С позиции банка, являющегося участником системы директивного кредитования, он сталкиваются с двумя аспектами, обуславливающими отличия от стандартной процедуры кредитования: (i) предоставление заданного объема кредитных средств определенному классу экономических агентов; (ii) предоставление заемщикам кредита по ставке ниже рыночной с последующей компенсацией банку.

Вмешиваясь в функционирование кредитного рынка посредством отбора конкретных заемщиков, определения величины кредитов, а также уровня процентной ставки, правительство искажает изначальное рыночное равновесие. Правительство отбирает из полного пула агентов, предъявляющих спрос на кредитные ресурсы, определенную его часть и удовлетворяет спрос этой части агентов по ставке ниже рыночной. С позиции банков, это означает

необходимость израсходовать часть своих ресурсов<sup>1</sup>, что обуславливает снижение ими предложения кредитных ресурсов на рыночных условиях (сдвиг соответствующей кривой влево при графическом представлении кредитного рынка). Это приводит к тому, что заемщики, не попавшие в перечень бенефициаров директивных кредитов, смогут получить в свое распоряжение меньшее количество кредитных ресурсов по более высокой процентной ставке.

Кроме того, после выдачи директивных кредитов банки могут принимать дополнительные меры, направленные на улучшение качества своего портфеля за счет непривилегированных заемщиков. Такими мерами могут стать предъявление более высоких требований доступа к кредитным ресурсам (через обеспечение, сроки, график погашения и прочие условия кредитного договора) и уровню процентных ставок. При графическом представлении кредитного рынка это означает, что кривая предложения кредитных ресурсов не только сдвинется влево, но и увеличится ее угол наклона.

Альтернативным вариантом для банка является снижение процентной ставки по депозитам, что в определенной мере позволит им компенсировать потери, связанные с директивным кредитованием. Однако это возможно, как правило, лишь в случае наличия большого объема доступных источников ресурсов, альтернативных депозитам (например, средства центрального банка, правительства), то есть при чрезмерно мягкой монетарной и фискальной политике. При таком сценарии негативные последствия директивного кредитования могут вновь проявиться в дестабилизации денежного рынка и высоких темпах инфляции и девальвации. Гипотетически относительно безболезненное снижение процентной ставки по депозитам без радикального смягчения экономической политики может иметь место в случае очень низкой эластичности сбережений, и в частности банковских депозитов, по процентной ставке. Но такая ситуация представляется маловероятной поскольку помимо психологических особенностей поведения домашних хозяйств, проявляемых в высокой склонности к сбережениям и низкой их эластичности по процентной

---

<sup>1</sup> В случае если ресурсы для директивного кредитования предоставляются в полной мере центральным банком и/или правительством сверх имеющихся в распоряжении банка ресурсов, то фокус проблем смещается в сферу стабильности денежного рынка и инфляционных и девальвационных последствий.

ставке, требует также фактического отсутствия альтернатив такой форме сбережения как банковский депозит.

Наконец, еще одним вероятным механизмом, который может привести к существенному искажению на кредитном рынке, является рacionamento кредитов. В случае если высокие процентные ставки ассоциируются для банка с возрастающими рисками (вследствие ухудшения пула заемщиков и качества инвестиционных проектов), то он может предпочесть отказ в выдаче кредита повышению процентной ставки, несмотря на потенциальную готовность заемщика получать кредит по такой процентной ставке.

Таким образом, если банки активно вовлечены в систему директивного снижения качества финансового посредничества и/или ограничение его масштабов представляются неизбежными. Последствия директивного кредитования могут проявляться в повышении процентной ставки по кредитам и снижении величины предложения кредитных ресурсов, ужесточении условий доступа вплоть до рационирования для непривилегированных заемщиков, снижении объема привлекаемых в банковскую систему сбережений, повышении нормы потерь финансового посредничества, а также дестабилизации функционирования денежного и кредитного рынков. Поскольку масштаб и эффективность финансового посредничества являются важными факторами, способствующими экономическому росту, то соответствующие искажения будут негативно сказываться на его темпах. Поэтому искажения в финансовом посредничестве являются еще одним потенциальным каналом ограничения долгосрочного роста вследствие директивного кредитования.

#### **4. Влияние директивного кредитования на экономический рост в Беларуси: результаты эмпирических оценок<sup>2</sup>**

Вышеприведенные посылки дали основания для формулирования двух конкурирующих гипотез относительно воздействия директивного кредитования на экономический рост в Беларуси.

1. Директивное кредитование способствует ускорению роста посредством более быстрого накопления капитала и/или посредством направления средств

---

<sup>2</sup> Приведенные в данном разделе результаты основаны на эмпирических оценках в работе Kruk (2011).

на финансирование проектов с наибольшей социальной отдачей, которые обуславливают благоприятные внешние эффекты в экономике.

2. Директивное кредитование тормозит рост вследствие потерь в эффективности финансового посредничества, снижения инвестиций в масштабе национальной экономики и/или вследствие излишнего финансирования неэффективных инвестиционных проектов.

Эмпирические оценки позволяют сделать вывод о том, что директивное кредитование генерирует разнонаправленные эффекты с точки зрения экономического роста: оно может способствовать более быстрому накоплению капитала в течение определенного периода, но приводит к потерям в эффективности.

Вследствие директивного кредитования потенциальный выпуск в течение определенного временного интервала может увеличиваться за счет более быстрого накопления основного капитала, но, одновременно, испытывать негативное воздействие вследствие снижения эффективности (измеряемую через общефакторную производительность). Поэтому политику директивного кредитования можно рассматривать как благоприятную до тех пор пока выигрыш от увеличения запаса капитала превышает потери в общефакторной производительности (то есть эффективности).

Такая ситуация может иметь место в случае достаточно высокой эластичности выпуска по капиталу (которая зависит от производительности капитала и капиталоемкости выпуска). Высокая норма производительности капитала может иметь место в рамках промежуточного периода, то есть в рамках периода, когда запас капитала ниже своего стационарного уровня и экономика не вышла на сбалансированный путь развития, характеризующийся неизменной капиталоемкостью (равными темпами роста выпуска и капитала). В этом случае, экономические власти могут стремиться повысить темпы роста посредством увеличения (нейтрализации снижения) капиталоемкости выпуска. Подобная ситуация наблюдалась в Беларуси в последнее десятилетие: экономические власти посредством директивного кредитования пытались смягчить снижение капиталоемкости выпуска (что происходило вследствие устаревания основных фондов и потому высокой нормы амортизации). В

результате с точки зрения среды долгосрочного роста имели место потери в эффективности, хотя они компенсировались избыточным накоплением капитала.

Однако такой механизм компенсации вряд ли может долго остаться актуальным для будущих периодов (даже в рамках промежуточного периода до выхода экономики на сбалансированный путь развития). Это связано с тем, что более продолжительное функционирование механизма директивного кредитования может приводить к снижению производительности капитала (при прочих равных условиях). В итоге потери в производительности капитала превысят выигрыш от роста капиталоемкости выпуска, и эластичность выпуска по капиталу начнет снижаться.

При добавлении в модель предпосылки о снижающейся эластичности выпуска по капиталу, результаты свидетельствуют о превышении потерь в экономической эффективности над выигрышем от накопления капитала с точки зрения потенциального выпуска. В долгосрочном же периоде, механизм директивного кредитования перестанет генерировать какие-либо выгоды с позиции долгосрочного роста, поскольку сбалансированный рост подразумевает стабильную капиталоемкость экономики, и соответственно, директивное кредитование не сможет обеспечить более высокие темпы накопления капитала. Вместе с тем, потери в производительности капитала и потери в эффективности распределения будут по-прежнему актуальны, что обусловит негативный эффект директивного кредитования на экономический рост.

Наконец еще одним важным аргументом, свидетельствующим о необходимости осторожного применения механизма директивного кредитования, является его стимулирующая роль для внутреннего спроса. Вследствие этого, директивное кредитование может являться источником увеличения амплитуды макроэкономических колебаний, приводя к перманентным бумагам и рецессиям.

## **5. Направления реформирования системы директивного кредитования**

Прогрессирующие потери в эффективности, а также признаки того, что дальнейшее использование системы директивного кредитования будет

тормозить экономический рост, свидетельствуют о неизбежности реформирования этой системы. Кроме того, необходимость реформирования становится очевидной и с точки зрения краткосрочного периода, поскольку валютный кризис 2011 г. во многом стал следствием избыточного директивного кредитования на основе кредитной эмиссии Национального банка.

Во втором полугодии 2011 г. де-факто экономические власти признали неизбежность реформирования системы директивного кредитования, используя инструменты по ограничению предоставления новых кредитов. Однако на основе тенденций 2011 г. можно скорее говорить об изменении инструмента, с помощью которого обеспечивается функционирование системы директивного кредитования, а не о ее кардинальном реформировании. С одной стороны, в 2011 г. Национальный банк существенно ограничил объемы рефинансирования коммерческих банков, что обусловило замедление роста кредитования. С другой стороны, правительство вернулось к практике поддержания значительных объемов средств на счетах в коммерческих банках.

Подобный подход – сохранение директивного кредитования в качестве важнейшего механизма распределения ресурсов в экономике при некотором ограничении его объемов и изменении инструментов, поддерживающих его функционирование – наиболее вероятно, сохранится и в 2012 г. Ключевым вопросом при таком сценарии станет масштаб ограничения роли директивного кредитования в общем объеме кредитования. В случае если остатки средств правительства на счетах в коммерческих банках увеличатся в 2012 г. на сумму не более анонсированных экономическими властями BYR 7 трлн, а другие инструменты по обеспечению источников средств для директивного кредитования не будут использоваться, то негативные последствия, связанные с директивным кредитованием, будут не столь остры.

Еще одним новшеством в системе директивного кредитования в 2012 г. должно стать изменение института, ответственного за предоставление и управление портфелем таких кредитов. Планируется, что соответствующие функции будут переданы в компетенцию Банка развития, который получит в свое управление проблемные активы, сгенерированные в рамках системы директивного кредитования.

## **Вставка 1. Банк развития и перспективы его деятельности**

В июне 2011 г. был принят Указ президента «О создании открытого акционерного общества «Банк развития республики Беларусь». Данный указ определяет цель и задачи учреждения данного Банка, а также основы его создания и функционирования.

Целью создания данного банка называется развитие системы финансирования государственных программ и социально значимых инвестиционных проектов. Основными задачами провозглашаются:

- Финансирование проектов, включенных в государственные программы путем предоставления кредитов на их реализацию от своего имени и за свой счет в порядке, установленном правительством.
- Приобретение кредитов банков, выданных последними до 1 января 2011 г. по решениям президента или правительства.

Указ наделяет Банк развития правом проводить следующие банковские операции: кредитовать проекты, включенные в государственные программы; привлекать средства бюджета в депозиты; открывать и вести счета юридических лиц, участвующих в реализации соответствующих проектов; проводить безналичные расчеты через корреспондентские и иные счета, открываемые в Национальном банке и других банках. Он получает статус банка-агента правительства по обслуживанию и погашению внешних государственных займов и внешних займов, привлеченных под гарантии правительства для финансирования проектов в рамках государственных программ. Кроме того, к Банку развития переходит ряд функций банка-кредитора при приобретении им указанных выше активов на основе договоров уступки требования, включая возможность проведения реструктуризации задолженности по таким активам. Наконец, он получил право привлекать займы и кредиты, выпускать ценные бумаги (с определенными преференциями). При этом Банк развития получает особый правовой статус, подразумевающий, что он не является банком или небанковской кредитно-финансовой организацией и на него не распространяется большинство положений, регулирующих деятельность таких институтов.

Ресурсы Банка развития, в соответствии с указом, формируются за счет вкладов в уставный фонд, средств республиканского бюджета, платежей в счет погашения задолженности по приобретенным у банков активам, доходов от деятельности Банка, а также добровольных взносов, грантов и т.п.

Большинство мер, предусмотренных в Указе, де-факто не выполнены к запланированному сроку (1 января 2012 г). Это связано, главным образом, с необходимостью перевести значительную часть бюджетных средств, находящихся на счетах правительства в государственных банках, в Банк развития в случае перехода к нему всех полномочий по управлению директивными кредитами (как новыми, так и уже выданными). Такой шаг может обусловить нехватку ресурсов у коммерческих банков, поскольку для них это важный источник ресурсов (около 10% ресурсной базы банковской системы). Кроме того, проблемным видится вопрос оценки справедливой стоимости директивных кредитов на балансах государственных банков для их выкупа Банком развития, и соответственно, распределения убытков в случае, если их справедливая стоимость окажется существенно меньше номинальной.

Намерения создать новый институт, имеющий эксклюзивное право на предоставление директивных кредитов и управление уже выданными, свидетельствуют об осознании негативных последствий, связанных с гипертрофированной ролью такого механизма распределения ресурсов в национальной экономике, и нацеленности на реформирование существующей системы. Однако проблемы, с которыми столкнулись экономические власти в сфере создания нового института, свидетельствуют о том, большая часть планируемых реформ затрагивает преимущественно технические аспекты функционирования механизма директивного кредитования. Вместе с тем, решение ряда сопутствующих проблем концептуального характера видится неизбежным для того, чтобы минимизировать негативные последствия директивного кредитования, а не просто локализовать их на непродолжительный период. В рамках предлагаемого комплексного подхода к реформированию системы директивного кредитования мы акцентируем внимание на проблемах разного уровня, рассматривая, в том числе, уже продекларированные (в указе о Банке развития), но еще не реализованные положения.

На наш взгляд, проблемы реформирования системы директивного кредитования уместно рассматривать на трех уровнях. На первом – концептуальном уровне – уместно сосредоточиться на вопросе о целесообразности системы директивного кредитования как таковой и оценке возможных негативных последствий. Второй уровень подразумевает определение системы целей и приоритетов механизма директивного кредитования, что может позволить минимизировать негативные последствия. Наконец, на третьем – техническом – уровне стоит рассматривать процедурные аспекты управления портфелем директивных кредитов и выдачи новых кредитов, определять источники ресурсов и инструменты обеспечения функционирования всего механизма.

Результаты моделирования (см. Раздел 4) позволяют поставить под вопрос перспективы системы директивного кредитования как таковой. Причем если в прошлые периоды негативные эффекты директивного кредитования в полной мере компенсировались положительными эффектами (в контексте долгосрочного роста), то в будущем сохранение такого «статус-кво» видится

маловероятным (вследствие прогрессирующих потерь в эффективности и снижении производительности капитала). Поэтому, на наш взгляд, исходной целевой установкой в отношении системы директивного кредитования должно стать стремление к демонтажу данной системы и переходу на стандартные механизмы кредитования как основе распределения ресурсов в экономике.

Стоит отметить, что такая логика сочетается и с международным опытом. Большинство стран, прибегавших к использованию подобных механизмов, в полной мере использовав преимущества от директивного кредитования на начальных этапах развития, впоследствии от него отказывались вовсе или же радикально сокращали его масштабы.

Вместе с тем, быстрый и оперативный демонтаж системы директивного кредитования в Беларуси представляется не самым вероятным сценарием. Такое развитие событий существенно изменило бы среду деятельности для государственных банков, лишив их источника дешевых ресурсов. С позиции всего банковского сектора это могло бы стать достаточно болезненным шоком, приведя к резкому ухудшению кредитной дисциплины и росту проблемных кредитов. Кроме того, демонтировав эту систему, экономические власти окажутся не в состоянии напрямую оперативно воздействовать на инвестиционный спрос в национальной экономике, что в Беларуси традиционно рассматривается как важный инструмент экономической политики.

Данные аргументы могут являться обоснованием для постепенного сворачивания системы директивного кредитования. В этом случае, фокус реформ в краткосрочном периоде целесообразно перемещать на второй уровень – систему целей и приоритетов в рамках механизма директивного кредитования.

Эмпирические результаты свидетельствуют, что актуальными для Беларуси каналами потерь с точки зрения долгосрочного роста являются: неэффективность распределения («переинвестирование в низкокачественные проекты»), снижение производительности вводимого капитала, потери в эффективности финансового посредничества.

Потери в эффективности распределения и производительности накапливаемого капитала могут являться следствием провала государства в

попытке профинансировать проекты с наибольшей социальной отдачей и/или искажений в стимулах для бенефициаров директивных кредитов и создания для них мягких бюджетных ограничений. Причем второй фактор может приводить к потерям даже если государство потенциально смогло верно определить проекты, которые могут принести наиболее высокую социальную отдачу. Но создаваемые при этом мягкие бюджетные ограничения приводят к тому, что бенефициары не (в полной мере) реализуют потенциал благоприятного эффекта для национальной экономики.

Свести указанные потери к нулю представляется малореальной задачей. Однако их можно существенно снизить, задав четкие критерии отбора проектов, претендующих на статус проектов с максимальной социальной отдачей. Минимизация подобных потерь, на наш взгляд, возможна в случае, если «судьей» относительно пригодности/непригодности проекта для финансирования будет являться внешний рынок, на который экономические власти воздействовать не могут. Даже рассматривая дешевые ресурсы как элемент системы мягких бюджетных ограничений, предприятие, ориентированное на экспорт, сохраняет стимулы к конкуренции, дабы не утратить свои позиции на внешнем рынке. Таким образом, на наш взгляд, ориентация предприятия (и непосредственно самого проекта, претендующего на финансирование) на внешний рынок должна являться одним из важнейших условий допуска к финансированию в рамках нового механизма директивного кредитования. А одним из главных критериев, по которому можно оценивать степень успешности инвестиционного проекта, являются темпы прироста экспорта и доля внешнего рынка предприятия-бенефициара.

Стоит подчеркнуть, что с точки зрения долгосрочного периода измерение социальной отдачи через экспортированный объем продукции, а не через выпуск в целом, видится более корректным и целесообразным для белорусской экономики. В предыдущие 7-8 лет рост производительности в Беларуси достигался исключительно на основе внутреннего спроса, тогда как чистый экспорт перманентно ухудшался. Это привело к накоплению существенных дисбалансов в национальной экономике, которые во многом нивелировались за счет масштабной девальвации. В этих условиях соотношение между отдачей проектов, ориентированных на внутренний рынок и внешний, до и после

девальвации приводило бы к принципиально иным результатам. Постдевальвационные оценки эффективности в этом случае в большей мере соответствуют задаче ее оценки в долгосрочном периоде. Дабы не столкнуться с такой проблемой при оценке эффективности проектов в будущем, видится оправданным ориентироваться на меры внешней конкурентоспособности, то есть связанные с экспортом. Наконец, подобный подход является и «страховкой» в будущем от чрезмерного стимулирования внутреннего спроса на основе системы директивных кредитов.

Еще одним важным новшеством в системе отбора проектов для кредитования, направленным на минимизацию потерь в эффективности, может стать принцип конкуренции между потенциальными бенефициарами директивных кредитов. Эта конкуренция может происходить на основе необходимости для предприятия «визуализировать» потенциальные внешние эффекты и социальную отдачу от предлагаемого проекта. Кроме того, для усиления конкуренции между бенефициарами могут применяться процедуры конкуренции на основе объемов, стоимости и сроков предоставления ресурсов.

Ряд мер, направленных на минимизацию потерь для долгосрочного роста, а также на предотвращение накопления макроэкономических дисбалансов, можно реализовать на техническом уровне системы директивного кредитования. Намеченные экономическими властями направления реформ в сфере директивного кредитования (в рамках Указа о Банке развития) преимущественно ориентированы как раз на этот уровень. Приоритетными задачами реформ системы директивного кредитования здесь, на наш взгляд, должны стать: минимизация потерь финансового посредничества для долгосрочного роста, изменение инструмента обеспечения функционирования механизма директивного кредитования, что необходимо для предотвращения новых негативных шоков для макроэкономической стабильности, а также избежание превращения значительной части директивных кредитов в проблемные.

Потери в эффективности финансового посредничества могут ассоциироваться и выражаться в повышении банками уровня процентной ставки для неприоритетных заемщиков, рациионировании кредитов, искажении соотношения ставок по кредитам и депозитам, искажении временной структуры

процентных ставок в экономике, а также в снижении нормы сбережений в экономике. Соответствующие искажения, как правило, являются следствием дробления кредитного рынка на множество сегментов, каждый из которых связан с одной из программ в рамках механизма директивного кредитования. Сегментация, как правило, усиливается за счет быстрого роста институтов, ответственных за реализацию той или иной программы директивного кредитования. Это приводит к тому, что все большее количество финансовых институтов в своей деятельности вынуждены учитывать воздействия портфеля директивных кредитов, и соответственно, адаптировать свою деятельность по другим направлениям. В результате масштаб искажений, обусловленных программами директивного кредитования, увеличивается в рамках национальной кредитно-финансовой системы.

Достаточно простой практической рекомендацией для минимизации соответствующих искажений является их локализация в пределах одного финансового института. Другими словами, принцип распределения программ директивного кредитования между банками в зависимости от их функциональной и отраслевой специализации целесообразно заменить на принцип предоставления и обслуживания директивных кредитов одним финансовым учреждением.

Более того, чтобы минимизировать искажающее воздействие на национальную банковскую систему, такое финансовое учреждение должно быть максимально отдалено в своей деятельности от коммерческих банков. Это может быть достигнуто в случае, если де-факто данное учреждение будет являться квазифискальным и на него не будут распространяться принципы деятельности банка: оно не должно иметь право привлечение средств в депозиты от физических и юридических лиц, а также право на рефинансирование в Национальном банке<sup>3</sup>.

Подобные функции видится целесообразным возложить на созданный Банк развития. Однако для того, чтобы соблюсти все условия, оговоренные выше,

---

<sup>3</sup> Подобные подходы реализованы в Указе о Банке развития. Однако пока не очевидно, что Банк развития станет учреждением с эксклюзивными полномочиями в сфере директивного кредитования. Сохранение части портфелей в распоряжении коммерческих банков вследствие их желания сохранить доступ к размещению средств правительства на своих счетах может обусловить лишь частичное снижение потерь в финансовом посредничестве.

данное учреждение должно де-факто стать эксклюзивным агентом правительства по управлению и предоставлению директивных кредитов. Последнее означает, что к Банку развития должны перейти не только функции по предоставлению новых кредитов, но и на его баланс должны перейти все уже выданные директивные кредиты. Это в свою очередь требует решения принципиальных и достаточно дискуссионных вопросов: определение процедуры и принципов оценки справедливой стоимости директивных кредитов, которые на сегодняшний день находятся на балансе государственных банков; определение источника средств, за счет которых Банк развития сможет приобретать данные активы; определение пропорции распределения убытков, в случае отличия справедливой стоимости директивных кредитов от их балансовой стоимости и источника погашения этих убытков. Такой подход позволит существенно ограничить потенциал роста проблемной задолженности в банковской системе, например, на фоне ограничения государственной поддержки определенных предприятий и отраслей.

Для комплексного решения проблем директивного кредитования неизбежным также видится изменение инструмента, который обеспечивает функционирование системы директивного кредитования. Негативное воздействие на макроэкономическую стабильность рефинансирования банков со стороны Национального банка и размещения средств правительства на счетах в коммерческих банках для предоставления директивных кредитов достаточно очевидно проявилось в 2011 году. В Указе о Банке развития среди источников его ресурсов акцент делается на остатки средств республиканского бюджета. Де-факто, вероятно, подразумевается, что существующая практика размещения временно свободных средств бюджета в коммерческих банках будет сохранена, но основным бенефициаром ресурсов станет Банк развития. Однако такой подход не в полной мере признает квазифискальный характер директивного кредитования, де-факто сохраняя практику эмиссионной подпитки агента, выдающего директивные кредиты, и ассоциированные с этой практикой риски для национальной экономики. С этой позиции, перечисление Банку развития не временно свободных ресурсов бюджета, а средств в качестве отдельной статьи бюджета позволит решить широкий перечень проблем. Во-первых, в экономике де-факто исчезнет квазибюджетный дефицит, что

позволит повысить прозрачность государственных финансов. Во-вторых, снизится острота потребности в эмиссионных вливаниях для финансирования такого дефицита, что благоприятно скажется на стабильности денежного сектора. В-третьих, прямое получение средств из бюджета в виде субсидий и/или ссуд в большей мере стабилизирует финансовые потоки Банка развития.

Поэтому, на наш взгляд, приоритетным источником средств для обеспечения функционирования системы директивного кредитования должны являться бюджетные средства, предоставляемые Банку развития в виде бюджетных субсидий и/или ссуд и займов. Кроме того, для выдачи новых кредитов уместно также использовать средства, полученные от погашения старых кредитов.

В отношении компенсации части процентных платежей, на наш взгляд, нынешний механизм, подразумевающий использование бюджетных средств, может быть преимущественно сохранен. Однако целесообразно изменить процедуру компенсации, встроив в нее принцип конкуренции посредством объемов, стоимости и сроков финансирования со стороны бенефициаров, что существенно снизит нагрузку на бюджет.

Предложенный механизм функционирования механизма директивного кредитования, предполагающий его постепенное сворачивание, на наш взгляд, позволяет с минимальными издержками решить основные проблемы, к которым он привел банковскую систему и национальную экономику в целом. Кроме того, предложенный механизм будет обуславливать существенно меньшие потери в эффективности, а потому не будет являться серьезным препятствием с позиции долгосрочного экономического роста. Наконец, в случае если правительство сможет эффективно отбирать инвестиционные проекты с наибольшей социальной отдачей среди предлагаемых бенефициарами, то такой механизм в течение определенного периода может даже оказать благотворное влияние на темпы экономического роста.

## **6. Резюме рекомендаций для экономической политики**

- Основной целью реформ в сфере директивного кредитования должен стать переход к стандартным механизмам кредитования как основе распределения ресурсов в экономике.

- Базовым условием доступа предприятий к получению ресурсов в рамках системы директивного кредитования должна стать экспортная ориентация самого предприятия и предлагаемого инвестиционного проекта. Главным критерием оценки эффективности (социальной отдачи) и успешности финансируемого инвестиционного проекта должны стать показатели, связанные с внешней конкурентоспособностью бенефициара: темпы прироста физического объема экспорта и динамика доли внешних рынков.
- Механизм отбора проектов для финансирования в рамках данного механизма должен быть основан на принципе конкуренции между потенциальными бенефициарами директивных кредитов через показатели объема, стоимости, сроков запрашиваемого финансирования, а также визуализации положительных внешних эффектов от реализации проекта.
- Реформированный механизм целесообразно базировать на принципе предоставления и обслуживания всех директивных кредитов исключительно в одном финансовом учреждении (Банке развития), которое должно быть квазифискальным, без права приема средств в депозиты и рефинансирования в Национальном банке.
- На баланс Банка развития должны перейти все уже выданные директивные кредиты. Для этого необходимо определить процедуру оценки справедливой стоимости таких активов, по которой они должны выкупаться специализированным финансовым учреждением (Банком развития), источники средств для выкупа этих активов, а также пропорцию распределения убытков при отличии справедливой и номинальной стоимости таких активов.
- Источником средств для Банка развития должны являться бюджетные средства, предоставляемые ему в виде субсидий и/или ссуд и займов. Для выдачи новых кредитов уместно также использовать средства, полученные от погашения старых кредитов. Для субсидирования процентной ставки целесообразно изменить процедуру компенсации, встроив в нее принцип конкуренции посредством объемов, стоимости и сроков финансирования со стороны бенефициаров.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Demetriades, P., Luintel, K. (1997). 'The direct costs of financial repression: evidence from India', *The Review of Economics and Statistics*, Vol.79, No. 2, pp.311-320
2. Demetriades, P. and Fattouh, B. (2001) '*Unproductive*' Credit and the South-Korean Crisis', Discussion Papers in Economics, 01/2, Department of Economics, University of Leicester
3. Fry, M.J. (1995) *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Baltimore and London: John Hopkins University Press
4. King, R. and Levine, R. (1993) 'Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right', *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No.3, pp. 717–737
5. Korosteleva, J. and Lawson, C. (2009) '*The Belarusian Case of Transition: Whither Financial Repression?*', University of Bath Department of Economics Working Paper, No. 4/09
6. Kruk, D. (2011) '*The Impact of Directed Lending on Long-Run Growth in Belarus*', Belarusian Economic Research and Outreach Center Working Paper, WP No. 014, [http://beroc.by/docs/WP\\_14.pdf](http://beroc.by/docs/WP_14.pdf)
7. Levine, R. (2002) 'Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better', *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, No.4, pp. 398–428
8. Reinhart, C., Kirkegaard, J., Sbrana, B. (2011). '*Financial repression redux*', Munich Personal RePEc Archive, MRPA Paper No. 31641, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/31641/>
9. Roubini, N. and Sala-i-Martin, X. (1992) 'Financial Repression and Economic Growth', *Journal of Development Economics*, Vol. 39, No.1, pp. 5–30
10. Stiglitz, J. and Weiss, A. (1993) 'Credit Rationing in Markets with Imperfect Information', *The American Economic Review*, Vol. 71, No.3, pp. 393–410
11. Stiglitz, J.E., Jaramillo-Vallejo, J., and Park, Y.C. (1993) '*The Role of the State in Financial Markets*', Proceedings of the World Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C., World Bank, pp. 41–46
12. Чубрик, А. (2002). 'Отдача от масштаба производственной функции и общефакторная производительность: пример Польши и Беларуси', *ЭКОБЕСТ*, Вып.2, No. 2, стр. 252-275