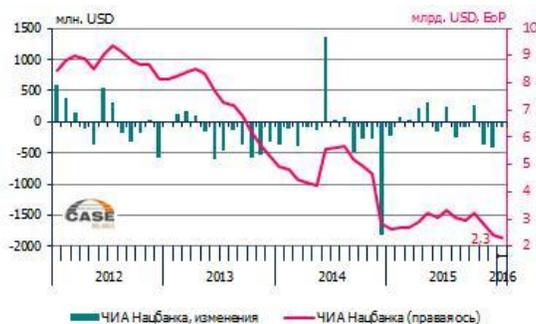


## АНАЛИЗ СЕКТОРАЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ БАЛАНСОВ КАК ОДИН ИЗ ИНСТРУМЕНТОВ ДИАГНОСТИКИ СОСТОЯНИЯ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ (НА ПРИМЕРЕ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ)

Акулич Владимир Алексеевич, Сушкевич Дарья Вячеславовна  
Белорусский государственный экономический университет

Дисбаланс в экономике Беларуси сохраняется на уровне 15% к ВВП. 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. 1), сократившись за последние три 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.



**Рисунок 1 – ЧИА Национального банка**

Примечание – Источник: [1]

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.

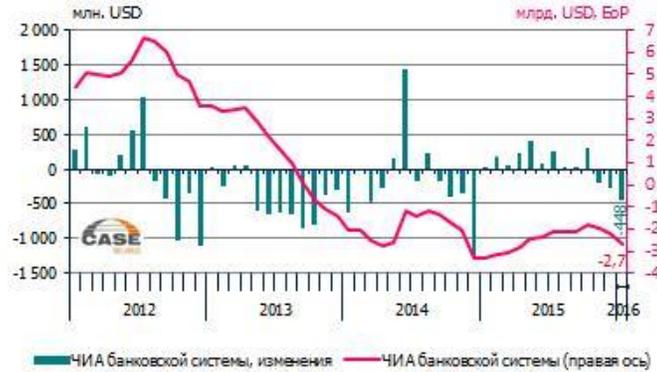
Позабыв про нормативы финансовой стабильности, Нацбанк рекомендовал банкам при установлении зарплаты своим топ-менеджерам учитывать объемы привлеченного ими иностранного капитала. В итоге был сломлен полуторагодовой тренд оттока иностранного капитала из банков. В январе был снова зафиксирован приток иностранного капитала в банковскую систему через коммерческие банки, который составил 351 млн. USD (рис. 2).



**Рисунок 2 – ЧИА коммерческих банков**

Примечание – Источник: [1]

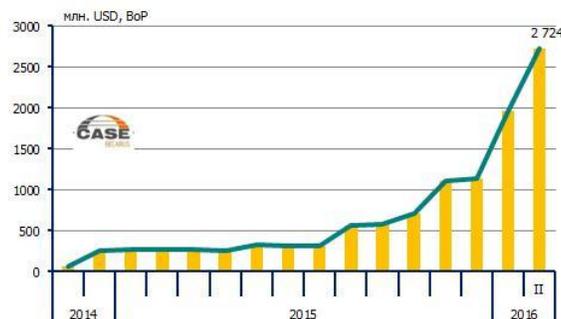
Учитывая, что Нацбанк порядка 100 млн. USD привлек самостоятельно, то общий приток финансовых ресурсов от нерезидентов в банковскую систему Беларуси составил в январе 450 млн. USD. (рис. 3).



**Рисунок 3 – ЧИА банковской системы**

Примечание – Источник: [1]

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. 4).



**Рисунок 4 – Валютные облигации Нацбанка в портфеле банков**

Примечание – Источник: [1]

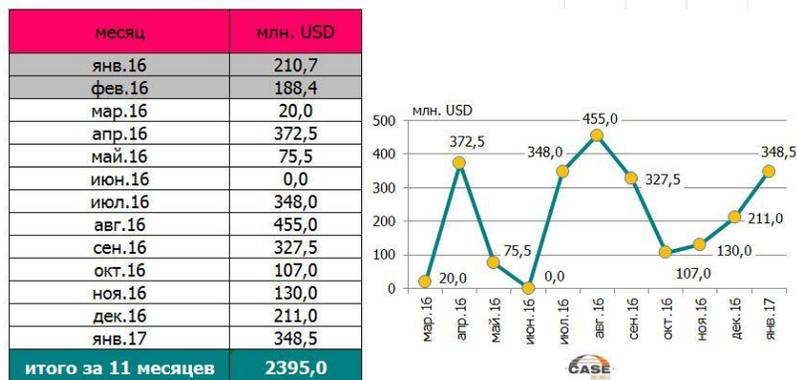
Интересно, что валютные облигации Нацбанка не включаются ни в денежную базу, ни в широкую денежную массу. Отвлечение значительных объемов финансовых ресурсов из коммерческих банков и направление их на погашение внешнего госдолга (часть, правда, направляется на погашение валютной составляющей внутреннего 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 [2].

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 или после привлечения средств от выпуска евробондов.

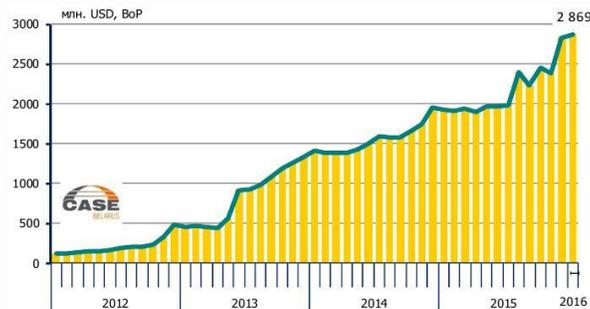
А если средства привлечь не удастся? Где Нацбанк возьмет 2,4 млрд. USD? А ведь еще предстоит погашать и внешний госдолг? Единственное, где их может взять Нацбанк самостоятельно (если не брать во внимание, например, население или банки), то это купить на бирже, если предложение валюты будет превышать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

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



**Рисунок 5 – График предстоящих Нацбанку выплат по погашению валютных облигаций**  
Примечание – Источник: [1]

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. 6).

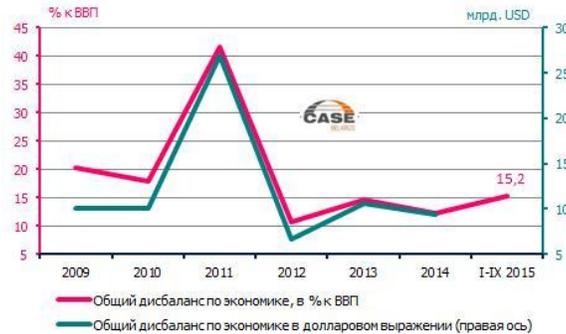


**Рисунок 6 – Валютные облигации Минфина в портфеле банков**  
Примечание – Источник: [1]

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.

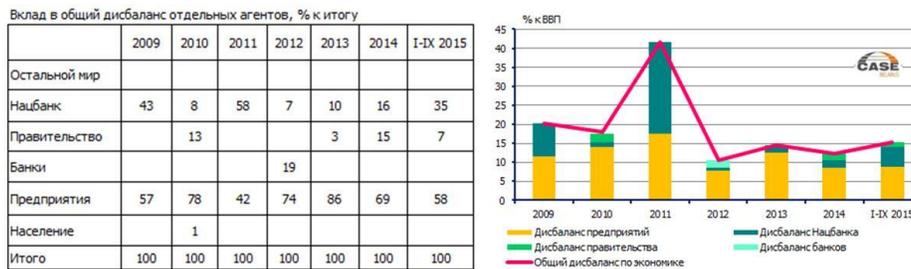
Таким образом, Нацбанк – это экономический агент в Беларуси, который наравне с предприятиями, конкурирует за ресурсы банков.

Более того, именно Нацбанк, помимо предприятий, постоянно вносит вклад в общий дисбаланс в экономике. Общий дисбаланс в экономике Беларуси за январь-сентябрь 2015 года составил 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 (рис. 7).



**Рисунок 7 – Дисбаланс в экономике Беларуси**  
Примечание – Источник: [1]

Причем вклад Нацбанка в общий дисбаланс в январе-сентябре 2015 г. составил 35%, вклад предприятий – 58%, вклад правительства – 7% (рис. 8).



**Рисунок 8 – Кто создает дисбалансы в экономике (потребляет ресурсов больше, чем создает)**

Примечание – Источник: [1]

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 экономики. 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.

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. 9). 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.



**Рисунок 9 – Кто финансирует дисбалансы в экономике (создает ресурсов больше, чем потребляет)**

Примечание – Источник: [1]

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. 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.

#### Литература:

1. Macroeconomic Review of Belarus – January-December 2015 / (with Uladzimir Akulich, Darya Sushkevich, Uladzimir Valetka and etc). Working paper, CASE Belarus. Issue 4. February 2016. 33 p.
2. Экономические тенденции в Беларуси / Акулич В., Валетко В., и др. Выпуск 1. Март 2016. Варшава: CASE Belarus – Центр социально-экономических исследований Беларусь. – 20 с.