

**РАСШИРЕНИЕ БАЛАНСОВ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ:
ПОРОЧНЫЙ КРУГ НАКОПИТЕЛЬСТВА**

В статье проанализированы основные факторы расширения балансов центральных банков стран с формирующимися рынками. Особое внимание уделено изменениям в структуре баланса Национального банка Беларуси. Выявлено, что основной причиной роста баланса является наращивание центральными банками развивающихся стран золотовалютных резервов. Показано, что накопление золотовалютных резервов, стимулируя экономический рост, превращается в замкнутый процесс своего самовоспроизведения.

Ключевые слова: расширение балансов центральных банков, наращивание золотовалютных резервов, таргетирование валютного курса, денежно-кредитная политика.

В последние годы в большинстве развитых стран и ряде стран с формирующимися рынками наблюдалась тенденция значительного роста балансов центральных банков.

Так, за период с 2007 по 2011 год общая сумма актива баланса ФРС выросла в 3,19 раза. Консолидированный баланс Евросистемы в 2011 году в сравнении с 2006 годом увеличился на 81,3%. Существенный рост баланса центральных банков наблюдался в Великобритании, Японии и других развитых странах. Расширение баланса центральных банков в этих странах знаменовало принципиальное изменение их роли. Центральные банки в рамках борьбы с кризисом выступали не только как кредиторы последней инстанции, но и использовали свой баланс для достижения финансовой и общеэкономической стабильности. Рост баланса происходил в рамках программ количественного и кредитного смягчения посредством широкомасштабного приобретения внутренних активов и усиленной кредитной поддержки финансового и нефинансового секторов.

В противоположность этому в быстро растущих странах Азии, в частности в Индии и Китае, рост баланса центральных банков в течение последнего десятилетия был связан с беспрецедентными темпами наращивания золотовалютных резервов после азиатского кризиса конца 1997–1998 годов. Одним из центральных уроков этого кризиса было осознание «сложности удержания фиксированного обменного курса перед лицом крупных и волатильных потоков капитала и существенных изменений на строений» [7, с. 50].

В развитых странах даже в период наиболее активно предпринимаемых мер по борьбе с кризисом в конце 2008 – начале 2009 годов балансы центральных банков достигали пика в соотношении с ВВП на уровне от 15 до 23%. Для развивающихся стран Азии в настоящее время средним по региону значением является 35%, что существенно выше уровня развитых стран.

Рост иностранных активов в балансе центральных банков развивающихся стран, как правило, влечет за собой рост обязательств. В большинстве случаев центральные банки фондировали рост активов в иностранной валюте на своем балансе широким использованием обязательных резервов, введением платы по избыточным резервам и выпуском ценных бумаг.

**Баланс Национального
банка Беларуси: факторы роста
и инструменты стерилизации**

В Республике Беларусь в течение последнего десятилетия также наблюдается тенденция роста баланса центрального банка и изменение его состава и структуры. Так за период с 2002 по 2011 год соотношение актива баланса Национального банка и ВВП увеличилось на 18,5 п. п., достигнув значения 28,8% от ВВП¹. В долларовом измерении сумма актива баланса выросла в 14,7 раза (рисунок 1).

Если условно разделить активы Национального банка на иностранные и внутренние и проанализировать структуру баланса по данному критерию, можно увидеть увеличение удельного веса иностранных активов в свобод-

¹ В Российской Федерации соотношение суммы баланса Банка России и номинального ВВП, рассчитанного с использованием дефляционного метода, остается примерно постоянным – на уровне 26%.

но конвертируемой валюте за период с 2001 по 2011 год с 37,8 до 55%.

Теоретически увеличение доли иностранных активов центральный банк страны может компенсировать сокращением внутренних активов, сдерживая суммарную величину баланса. Для подтверждения или опровержения данного предположения относительно действий Национального банка Республики Беларусь проанализируем состав и структуру активов Национального банка за анализируемый период (рисунок 2).

За исследуемый период наибольшие изменения претерпела статья «Средства в банках». Ее удельный вес в структуре баланса увеличился на 26,3 п. п. Однако при детальном анализе этой статьи выявляется, что 98,8% от общей суммы средств в банках в 2011 году приходится на средства на счетах в банках-нерезидентах.

Существенно снизился удельный вес кредитов клиентам (-20,7 п. п.), что объясняется, прежде всего, снижением в течение анализиру-

емого периода в абсолютном и в относительном выражении кредитов органам государственного управления, что отражает снижение влияния бюджетного фактора на денежное предложение. Вместе с тем, за истекший период сократился и удельный вес кредитов банкам-резидентам.

Отдельного рассмотрения заслуживают такие статьи баланса как долгосрочные финансовые вложения, вложения в ценные бумаги и прочие активы.

До 2004 года включительно долгосрочные финансовые вложения занимали незначительный удельный вес в структуре активов баланса Национального банка, что является традиционным для баланса центрального банка. Однако, начиная с 2005 года, их доля стала стремительно нарастать, достигнув максимального значения в 2008 году – 12,4% от общей суммы баланса. В период с 2007 по 2009 год долгосрочные финансовые вложения являлись второй по величине статьей актива баланса после средств в бан-

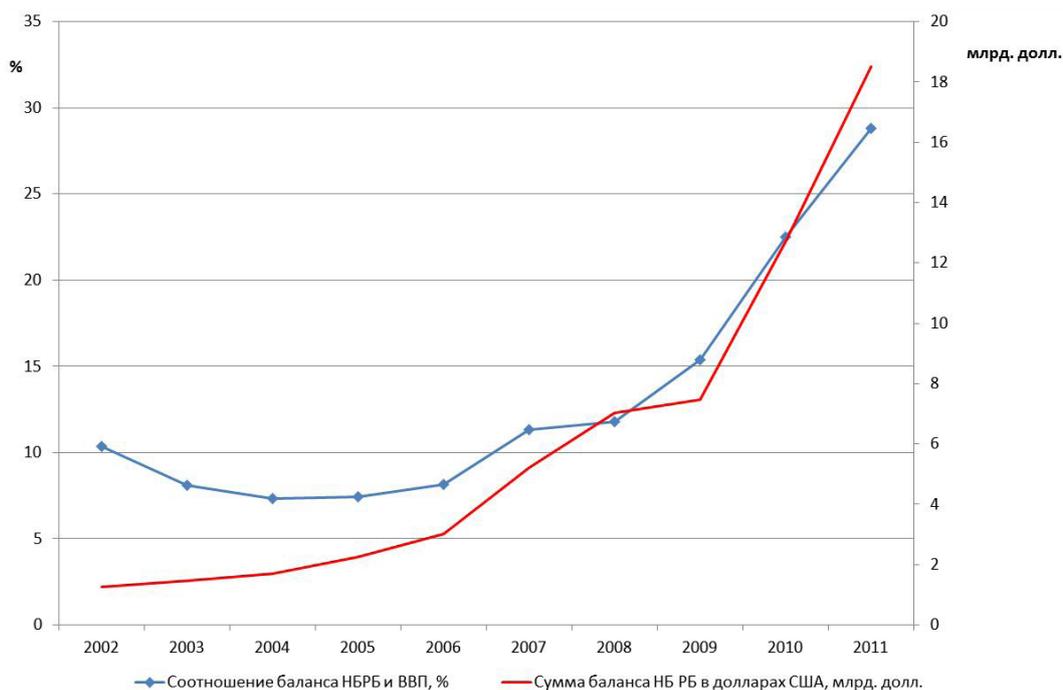


Рисунок 1. Динамика величины баланса Национального банка Республики Беларусь в 2002–2011 гг.²

²Источник: составлено автором на основании данных Национального банка Республики Беларусь [1], [2].

Расчет показателя соотношения активов Национального банка и ВВП производился на основе следующего дефляционного метода: $0,5 \cdot \frac{At \cdot Pet + At - 1 \cdot Pet - 1}{ВВП_t / Pat}$, где At и $At - 1$ – активы Национального банка на конец периода, Pet и $Pet - 1$ – индекс потребительских цен на конец периода (декабрь к декабрю), $ВВП_t$ – валовый внутренний продукт, полученный за период t , Pat – среднегодовой индекс потребительских цен.

ках. При этом до 88,7% вложений Национального банка в уставные фонды юридических лиц приходилось на сельскохозяйственные организации. И только в 2011 году в рамках предпринимаемых по требованию международных финансовых организаций мер по освобождению баланса от непрофильных активов удельный вес этой статьи существенно сократился.

Вложения в ценные бумаги до 2006 года не играли значимой роли в структуре активов Национального банка Республики Беларусь. Однако с 2005 года по настоящее время удельный вес портфеля ценных бумаг увеличился на 12,4 п. п. Казалось бы, подобная тенденция находится в русле тех изменений, которые происходят в денежно-кредитной политике в рамках борьбы с финансовым кризисом. Так, например, в балансе ФРС доля активов, приобретенных на открытом рынке по операциям аутрайт, достигла на конец 2012 года 97,3%. Существенно изменилась и структура портфеля ценных бумаг ФРС. Значительно вырос удельный вес неказначейских ценных бумаг, главным образом агентских и ипотечных ценных бумаг. Только за 2009 год их удельный вес в портфеле ФРС вырос с нуля до 48,6%.

В Республике Беларусь до 2010 года в структуре портфеля преобладали государственные ценные бумаги. В 2010 году портфель ценных бумаг Национального банка вырос в 11,6 раза. Однако этот рост произошел в основном за счет приобретения облигаций банков-резидентов. В 2011 году доля вложений в ценные бумаги выросла до 16,5% суммы баланса, и основной удельный вес в структуре портфеля ценных бумаг Национального банка уже занимали облигации созданного в июне 2011 года Банка развития (67,9%). Подобная трансформация портфеля ценных бумаг существенно отличается от изменений, произошедших в портфеле центральных банков развитых стран, и свидетельствует об эмиссионной направленности вложений.

Статья «Прочие активы» на начало 2012 года стала второй по величине в структуре баланса, достигнув 17,2%. Изучение состава данной статьи позволило определить, что главным фактором ее роста явилось изменение справедливой стоимости производных финансовых инструментов по сделкам СВОП в иностранной валюте с банками-резидентами в результате почти трехкратной девальвации 2011 года.

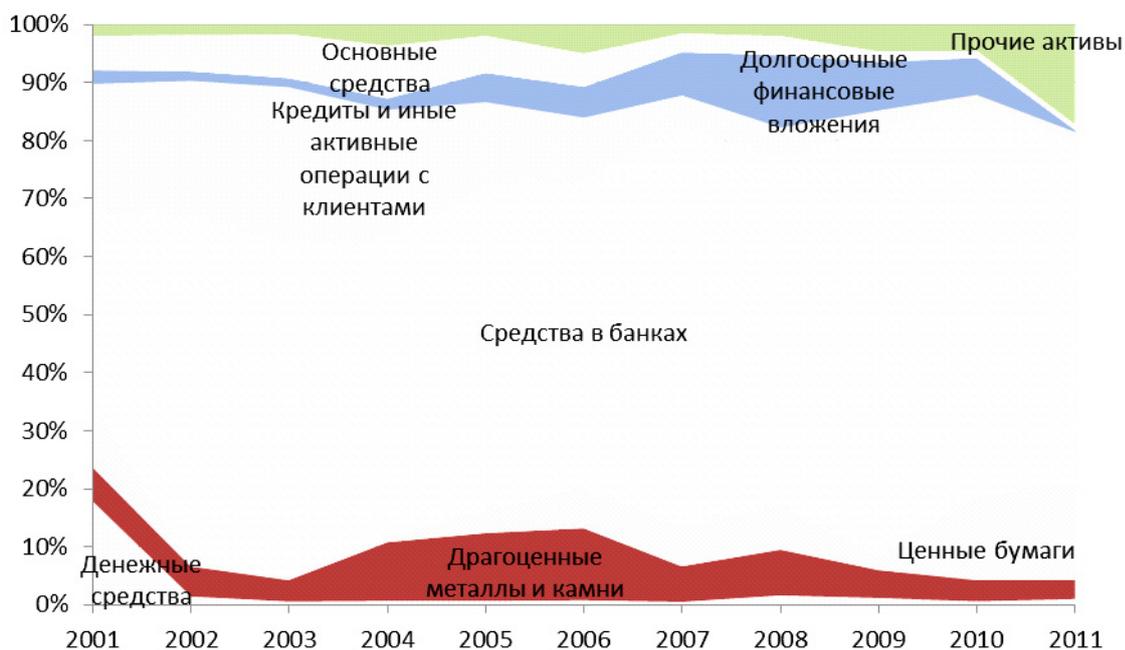


Рисунок 2. Динамика структуры актива баланса Национального банка Республики Беларусь в 2001–2011 гг.*

* Составлено автором на основании данных Национального банка Республики Беларусь [2].

Таким образом, произведенный анализ структуры активов баланса Национального банка Республики Беларусь позволяет сделать вывод о том, что расширение баланса Национального банка происходило главным образом за счет увеличения доли иностранных активов.

В странах с формирующимися рынками, в том числе и в Республике Беларусь, существуют экономические и политические ограничения по сокращению внутренних активов. Это приводит к тому, что рост иностранных активов в балансе фондируется за счет расширения обязательств центрального банка.

В частности в большинстве развивающихся стран Азии накопление иностранных активов обеспечивается резким возрастанием денежных средств в обращении и банковских резервов. В целом наиболее широко применяемыми инструментами стерилизации являются норма обязательных резервов и выпуск ценных бумаг центральным банком [7]. При сравнении этих двух инструментов абсорбирования ликвидности центральные банки развивающихся стран отдают предпочтение обязательным резервам как более дешевому варианту изъятия, поскольку по ним начисляется низкий процентный доход, а чаще не начисляется вовсе.

Анализ пассива баланса Национального банка Беларуси позволяет сделать вывод о том, что главными инструментами абсорбирования ликвидности за исследуемый период являлись депозиты правительства и производные финансовые инструменты по операциям с банками-резидентами. Вторая статья показывает рост задолженности Национального банка перед банками-резидентами по операциям СВОП в иностранной валюте.

Порочный круг наращивания ЗВР

Проанализированные изменения баланса Национального банка являются неизбежным следствием режима таргетирования валютного курса, проводимого в Республике Беларусь в исследуемый период и связанного с ним процесса накопления золотовалютных резервов.

Как правило, высокие темпы наращивания золотовалютных резервов рассматривают в контексте применения режима таргетирования валютного курса в той или иной форме. Ведь

для выполнения таргетов по динамике или уровню валютного курса денежно-кредитные власти страны осуществляют покупку или продажу международных резервов.

Однако в последнее десятилетие процесс аккумуляции золотовалютных резервов в странах с формирующимися рынками начинает играть не только служебную роль в денежно-кредитной политике. В настоящее время можно выделить следующие функции золотовалютных резервов:

- выполнение задачи самострахования и преодоления дефицита внешнего финансирования;
- инструмент стимулирования внешнего спроса в условиях ограниченности внутреннего спроса или в условиях необходимости ограничения последнего;
- поддержка устойчивости национальной валюты в условиях проциклического поведения мировых финансовых рынков и девальвационных ожиданий населения и субъектов хозяйствования.

В последнее время функция стимулирования экономического роста посредством наращивания золотовалютных резервов во многих развивающихся странах становится доминирующей (рисунок 3).

В правом верхнем углу рисунка расположены страны с высокими темпами прироста золотовалютных резервов и ВВП. Это группа стран с формирующимися рынками и развивающихся стран³. В левом нижнем углу группа высокоразвитых стран мира с высоким уровнем резервов, но темпы прироста золотовалютных резервов и темпы экономического роста значительно ниже, чем в первой группе стран. Рисунок показывает явную зависимость между темпами роста золотовалютных резервов и темпами роста ВВП.

И хотя Беларусь является страной с недостаточными по международным критериям размерами золотовалютных резервов, выраженными в месяцах импорта, последние годы характеризуются высокими темпами их наращивания. Национальный банк Беларуси до 2011 года декларировал и фактически реализовывал с той или иной степенью успешности режим фиксированного валютного курса. Ориентиры изме-

³ На страны БРИКС приходится в настоящее время 39,9% мирового объема золотовалютных резервов.

нения обменного курса базировались в основном на состоянии платежного баланса Республики Беларусь, для которого характерно отрицательное сальдо счета текущих операций⁴. Все иные индикаторы и инструменты (денежное предложение в белорусских рублях, процентные ставки, резервные требования и другие) должны были формироваться на уровнях и в соотношениях, обеспечивающих достижение намеченного ориентира по обменному курсу.

В связи с валютным кризисом 2011 года [4] Национальный банк Беларуси оказался перед угрозой истощения золотовалютных резервов и вынужден был перейти к более мягкой форме фиксации валютного курса – валютному пегу (pegged exchange rate). В результате только за 2011 год курс белорусского рубля девальвировал к корзине валют в 2,71 раза.

Начиная с этого времени, Национальный банк отказался от определения количественных ориентиров по поддержке валютного курса. В Основных направлениях денежно-кредитной

политики было заявлено, что валютные интервенции будут проводиться в ограниченном объеме и только в целях сдерживания резких колебаний рублевой стоимости корзины иностранных валют [5]. В качестве основной цели денежно-кредитной политики было обозначено снижение инфляции. И это укладывается в контекст известной трилеммы для стран с открытой экономикой: стабильность валютного курса, мобильность капитала и независимость денежно-кредитной политики. Та или иная степень фиксации обменного курса требует отказа от независимой денежно-кредитной политики. Если же центральный банк декларирует цель по ограничению инфляции, то ей должно быть подчинено и валютное регулирование. Тем не менее, объявленные цели не всегда реализуются на практике. При оценке их по данному критерию необходимо проанализировать динамику накопления международных резервов.

При провозглашении центральным банком цели по инфляции и действительной реализа-

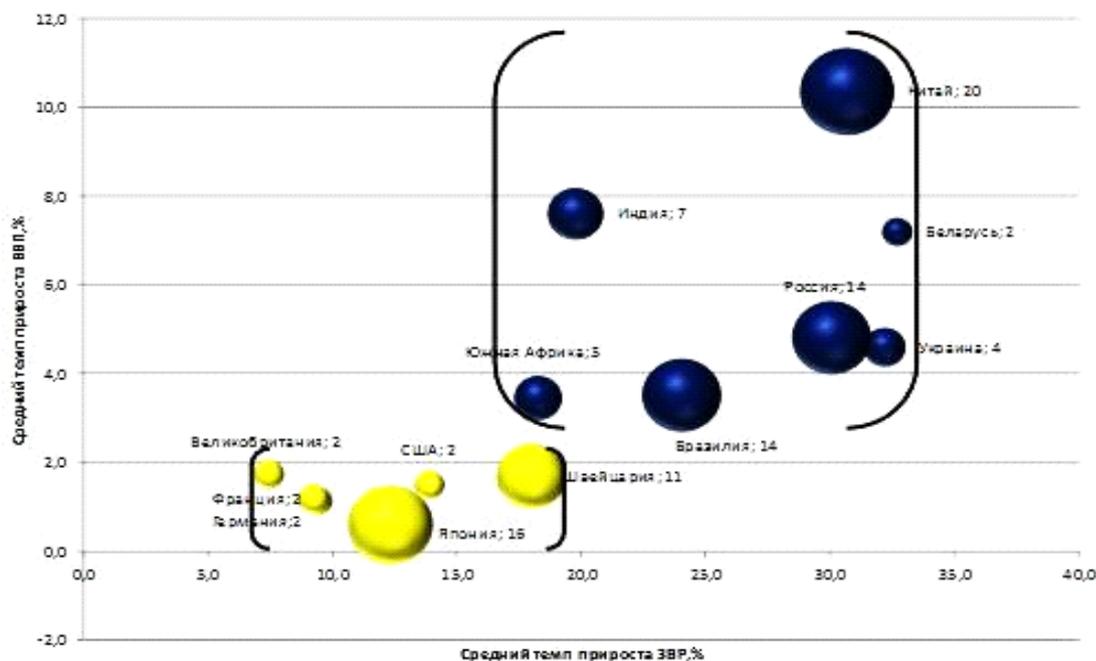


Рисунок 3. Средний темп прироста ВВП и золотовалютных резервов в отдельных странах в 2001–2011 годах

Примечание: размеры шаров отражают уровень достаточности международных резервов, выраженный в месяцах импорта (эта величина указана рядом с названием страны) – в соответствии с международными критериями минимальный уровень достаточности золотовалютных резервов должен соответствовать объему трехмесячного импорта товаров и услуг.

Источник: составлено автором на основании данных Всемирного банка [3] и Центрального банка России [8].

⁴ Исключение составил 2005 год, в течение которого сложилось положительное сальдо счета текущих операций в размере 469,1 млн долл.

ции плавающего валютного курса уровень золотовалютных резервов должен оставаться примерно одинаковым. Если же проанализировать динамику золотовалютных резервов в Беларуси, то можно увидеть четко выраженную динамику их наращивания. Как указывалось выше, Республика Беларусь является страной с очень высокими темпами роста золотовалютных резервов. За период с 2000 года по настоящее время золотовалютные резервы увеличились в 26,6 раза. Среднегодовые темпы прироста составляли 38%. Кроме того в Основных направлениях на 2012 и 2013 годы в качестве одного из главных контролируемых показателей указан уровень золотовалютных резервов. Это позволяет сделать вывод, что в иерархии целей денежно-кредитной политики центрального банка страны основной целью продолжает оставаться динамика валютного курса. В Республике Беларусь связь между валютным курсом и инфляцией является скорее односторонней: от валютного курса к росту цен, а не наоборот, поскольку именно валютный курс влияет на инфляционные ожидания публики. Односторонней является и связь между инфляцией и ставкой процента: от инфляции к ставке процента. Высокая инфляция определяет ставку рефинансирования, а ставка рефинансирования, в свою

очередь, не являясь инструментом предоставления ликвидности со стороны центрального банка, тем не менее, представляет собой некий ориентир для депозитных ставок коммерческих банков. Эта цепочка связей объясняет отрицательные последствия высоких золотовалютных резервов, с которыми уже столкнулись многие страны.

Риски расширения

Обычно значительное расширение баланса центрального банка рассматривают как фактор риска с точки зрения, прежде всего, денежного предложения и высокой инфляции. Тем не менее, сравнение изменения активов Национального банка РБ и динамики индекса потребительских цен показывает отсутствие четкой статистической взаимосвязи между этими показателями (рисунок 4).

Влияние роста баланса на уровень цен трудно оценить еще и из-за хорошо известного эффекта лагов в денежно-кредитной политике. Однако риски инфляции, связанные с расширением балансов центральных банков, являются для стран с недостаточно развитыми финансовыми рынками очень существенными.

В ряде исследований отмечается, что одним из рисков, связанных с накоплением золотова-



Рисунок 4. Динамика величины баланса Национального банка Республики Беларусь и индекса потребительских цен в 2002–2011 гг.

Источник: составлено автором на основании данных Национального банка Республики Беларусь и Белстата [2]

лютных резервов является, является «вытеснение» внутреннего кредитования. Было установлено, что рост резервов на 1% приводит приблизительно к 1,3% снижения темпов роста общего числа кредитов, выданных банками [7, р. 54]. Данный эффект может быть связан как с высокими процентными ставками по кредитам, так и со стерилизационными мероприятиями центральных банков, а именно ростом обязательных и избыточных резервов, увеличением покупок долговых обязательств центрального банка коммерческими банками. Подобное предпочтение низкодоходных активов со стороны коммерческих банков, как правило, соответствует периодам с повышенным неприятием риска. Такая ситуация была характерна для Республики Беларусь в начале 2012 года, когда высокие процентные ставки⁵ являлись препятствием для кредитной деятельности банков как по причине повышенного риска, так и в связи со снижением спроса на кредиты.

Кроме того, высокие темпы наращивания золотовалютных резервов находятся в двусторонней связи с девальвационными ожиданиями, погашать которые при неразвитом рынке инвестиций возможно только с помощью ограничительных мероприятий центрального банка и правительства. Денежно-кредитные и другие рестрикции приводят к еще большему снижению объемов кредитования. Механизм действия эффекта девальвационных ожиданий на объемы кредитования представлен на рисунке 5.

Таким образом, власти вынуждены балансировать между необходимостью девальвации национальной валюты для активизации внешнего спроса и потребностью в поддержании достаточного уровня процентных ставок для стимулирования сбережений, основными формами которых являются банковские депозиты и иностранная валюта. Следовательно, высокие процентные ставки в развивающихся странах начинают замещать собой более дорогие инст-



Рисунок 5. Влияние девальвационных ожиданий на сдерживание объемов кредитования

⁵ Ставка рефинансирования на 01.01.2012 г. составляла 45% годовых.

рументы стерилизации. А сама процентная политика приобретает адаптационный характер, выравнивая колебания валютного курса.

Попытки поощрения внутреннего спроса в условиях (1) неразвитости рынка индивидуальных и коллективных инвестиций, (2) высокой степени долларизации экономики, (3) большой затратности стерилизационных мероприятий, (4) негативных ожиданий общественности неизменно приводят к инфляции и росту спроса на иностранную валюту. Из этого следует, что денежно-кредитные власти, поставленные в ситуацию неизбежности сдерживания внутреннего спроса, становятся заложниками процесса наращивания иностранных активов (рисунок 6).

Таким образом, исследование динамики балансов центральных банков стран с формирующимися рынками позволяет утверждать:

1. Происходящее в последние годы расширение балансов центральных банков в странах

с формирующимися рынками имеет иное основание, нежели в развитых странах, и происходит за счет наращивания иностранных активов.

2. Рост баланса Национального банка Республики Беларусь происходит в контексте условий развития, характерных для стран с формирующимися рынками. Главным фактором роста является аккумуляция международных резервов.

3. Наращивание золотовалютных резервов консонировано с режимом таргетирования валютного курса, применяемым в большинстве стран с формирующимися рынками. Таргетирование уровня или динамики валютного курса противоречит целям центрального банка по снижению инфляции. Поэтому при определении конечных целей денежно-кредитной политики важно выстраивать их иерархию, понимая противоречивость одновременного декларирования целей снижения

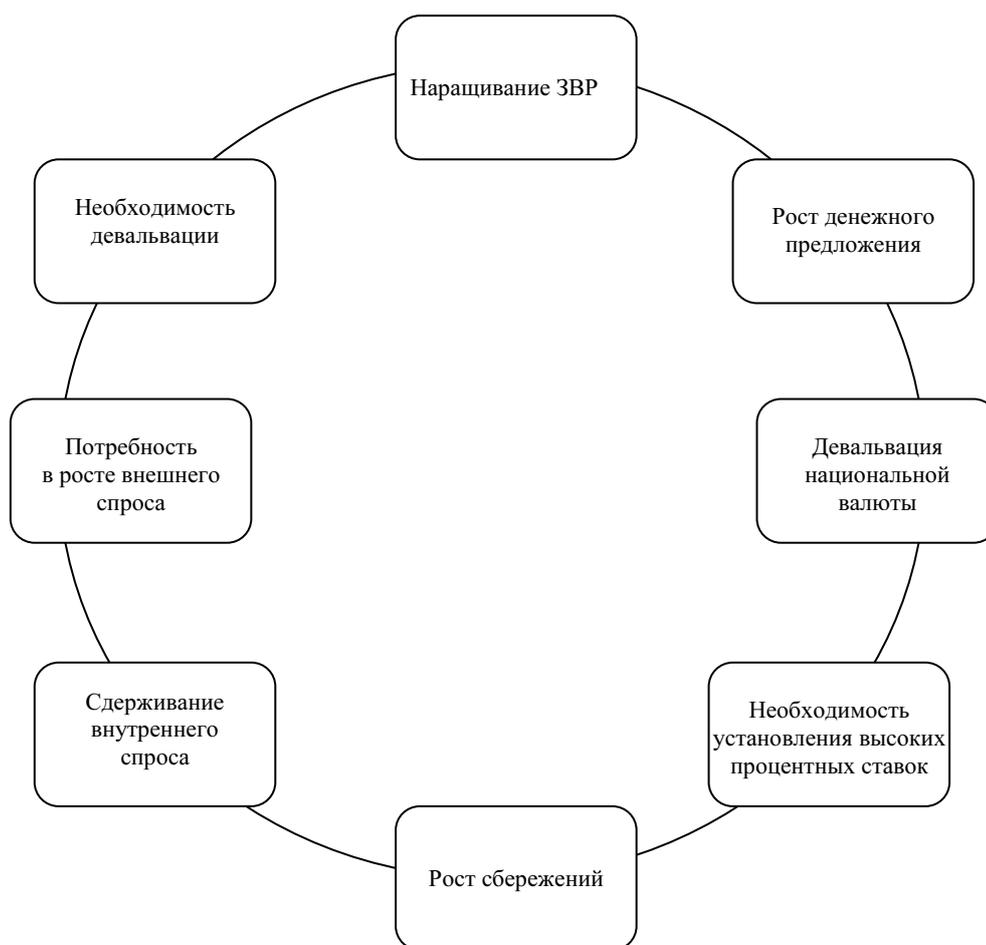


Рисунок 6. Замкнутый круг процесса наращивания золотовалютных резервов в странах с формирующимися рынками

инфляции и фиксации обменного курса в открытой экономике.

4. Главной функцией процесса накопления золотовалютных резервов становится стимулирование экономического роста.

5. В последние годы усиливаются отрицательные последствия высоких темпов роста золотовалютных резервов, выражающиеся, прежде всего, в сужении внутреннего спроса.

6. Расширение внутреннего спроса мерами стимулирующей экономической политики имеет объективные ограничения, обусловленные негативными ожиданиями публики, а также неразвитостью рыночной инфраструктуры инвестирования, трансформирующей индивидуальные сбережения в инвестиции.

7. Нарращивание золотовалютных резервов в странах с формирующимися рынками превращается в систему, циклически воспроизводящую процесс своего возникновения, когда причина и следствие меняются местами. Поэтому наращивание золотовалютных резервов начинает существовать только как процесс, то есть все время самовоспроизводиться.

Таким образом, концепция денежно-кредитной политики, строящаяся на порочном круге наращивания золотовалютных резервов, не имеет глубинной духовной мотивации, которая явилась бы основой подлинного экономического развития.

05.03.2013

Список литературы:

1. Бюллетень банковской статистики. Ежегодник (2000–2011). Минск [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.nbrb.by/statistics/bulletin/> – Дата обращения : 30.04.2013.
2. Годовые отчеты Национального банка Республики Беларусь за 2000–2011 годы [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.nbrb.by/publications/report/> – Дата обращения : 30.04.2013.
3. Достаточность международных резервов отдельных стран для покрытия импорта товаров и услуг по состоянию на 1 января 2012 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/res_import.htm&pid=svs&sid=ITM_18612 – Дата обращения : 16.04.2013.
4. Золотарева, О. А. Белорусский кризис: причины и преодоление / О. А. Золотарева // Финансы и бизнес. – 2012. – № 4. – С. 87–94.
5. Основные направления денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2012 год : утв. Указом Президента Республики Беларусь 23.12.2011 №591 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.nbrb.by/publications/ondkr/ondkr-2012.pdf> – Дата обращения : 02.02.2013.
6. Цены. Годовые данные // Национальный статистический комитет Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://belstat.gov.by/homep/ru/indicators/prices.php> – Дата обращения : 06.05.2013.
7. Filardo, A. The expansion of central bank balance sheets in emerging Asia : what are the risks? / A. Filardo, J. Yetman // BIS Quarterly Review, June 2012. – P. 47–63 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1206g.pdf – Дата доступа : 18.02.13.
8. Total reserves (includes gold, current US\$) [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD> – Дата обращения : 21.04.2013.

Сведения об авторе:

Золотарева Ольга Александровна, докторант Санкт-Петербургского государственного экономического университета, кандидат экономических наук, доцент, e-mail: olgaztv@gmail.com

UDC 336.748.77

Zolotareva O.A.

Saint-Petersburg State University of Economics, e-mail: olgaztv@gmail.com

EXPANSION OF BALANCES OF CENTRAL BANKS: VICIOUS CIRCLE OF ACCUMULATION

The main factors of the expansion of balance sheets of central banks of emerging markets have been analyzed in the article. Special attention has been paid to the changes in the structure of the balance sheet of the National Bank of Belarus. It has been revealed that the main reason for the increase in the balance of the central banks of the developing countries is the increasing of foreign reserves. It has been shown that foreign reserves accumulation, while stimulating economic growth, turns into a vicious process of self-reproduction.

Key words: expansion of central bank balance sheets, increasing foreign reserves, targeting the exchange rate, monetary policy.