

# ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА



edoc.bseu.by

**О. И. РУМЯНЦЕВА**

---

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОТОКИ В ЭКОНОМИКЕ: ПРОБЛЕМЫ ОПТИМИЗАЦИИ И ПУТИ ИХ РЕШЕНИЯ

---

---

В статье отмечается, что основой активизации экономической деятельности в Республике Беларусь является обеспечение стратегического взаимодействия органов монетарного и макроэкономического управления, что означает разработку и реализацию денежно-кредитной политики страны в контексте макроэкономической парадигмы. Решение этой проблемы лежит сегодня в плоскости структурной перестройки национального производства, диверсификации экспорта, повышения конкурентоспособности отечественной экономики. Денежно-кредитная политика в этих условиях призвана обеспечивать жесткую целевую привязку кредитных потоков к структурной трансформации реального сектора экономики. Анализируются внешние и внутренние факторы, обуславливающие взаимосвязи кредитно-денежной и макроэкономической политики. Обоснованы преимущества и инструменты смягчения денежно-кредитной политики.

**Ключевые слова:** денежно-кредитные и финансовые потоки; факторы и инструменты денежно-кредитной политики; оптимизация макроэкономических взаимосвязей.

**УДК 336.7 (476)**

---

Для поддержания устойчивости национальных финансовых систем и обеспечения стабильного экономического развития в странах с формирующимися рынками одной из приоритетных задач является усиление гармонизации денежно-кредитных и финансовых потоков, процессов их координации в рамках единого денежного баланса страны. Основой этого является обеспечение стратегического взаимодействия органов финансового и макроэкономического управления.

Сближение денежно-кредитной и макроэкономической политики страны предполагает прежде всего сближение целей и принципов их реализации. Последнее поднимает проблему политики целеполагания центрального банка, а именно вопрос о том, должен ли центральный банк быть ответственным за экономический рост, инвестиции, занятость наравне с исполнительной властью, или установление цели по инфляции — единственно верный путь?

Вообще, о проблематичности курса центрального банка исключительно на снижение инфляции жесткими монетарными мерами сегодня в научной ли-

---

*Оксана Игоревна РУМЯНЦЕВА (rumyanceva\_o@bseu.by), кандидат экономических наук, зав. кафедрой денежного обращения, кредита и фондового рынка Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).*

тературе публикаций достаточно. Напомним, что определенный уровень инфляции (который для каждой страны сугубо индивидуален и определяется спецификой институциональной модели хозяйствования, структурой факторов производства и пр.\*) присущ низкоэффективной экономике хотя бы потому, что в ней всегда будет объективно низкий (относительно курса паритета покупательной способности) курс национальной валюты.

Как представляется, ожидание того, что достижение цели по инфляции волшебным образом обеспечит рост инвестиций или сделает кредит более доступным для реального сектора, слишком оптимистичное. Ведь никуда не исчезнут фундаментальные причины инфляции, препятствующие инвестиционному поведению как банков-кредиторов, так и предприятий-инвесторов. Инфляция просто уйдет в подавленную форму, «утягивая» за собой в отрицательную зону основные макроэкономические показатели.

Так, в Республике Беларусь по-прежнему сохраняется крайне высокая импортность отечественного ВВП\*\*, низкая степень его конкурентоспособности, что обязательно вызывает давление на валютный курс. Неизбежным следствием отсутствия экономического роста (и сохранения тем самым финансовых проблем кредитополучателей) являются рост просроченной задолженности на балансе банков, их низкий ресурсный потенциал, в том числе по причине недостаточных доходов потенциальных вкладчиков банков — субъектов реального сектора. Результатом становится отсутствие стимулов для инвестиций и инноваций.

Это и наблюдается сегодня в отечественной экономике: при выполнении в целом цели по инфляции (112,1 % за январь — сентябрь 2016 г. к соответствующему периоду 2015 г.) инвестиции в основной капитал в январе — августе 2016 г. по сравнению с январем — августом 2015 г. в сопоставимых ценах снизились на 19,7 %. При этом инвестиции в строительно-монтажные работы уменьшились на 17,7 %, а затраты на приобретение машин, оборудования и транспортных средств — на 23,8 % [1].

Допустим, что инфляцию удастся снизить до планируемых Национальным банком Республики Беларусь на 2017 г. 9 % годовых, но какими будут при этом состояние внутреннего спроса, темпы роста экономики, если уже при инфляции в 12 % этот рост ушел в отрицательную зону\*\*\*?

Инфляция, как известно, определяется существенными признаками модели хозяйствования, т. е. в полной мере зависит от всего спектра экономических отношений. Она является индикатором сложившегося уровня динамического равновесия рынка, которое имеет институционально-рефлексивную природу. В результате, инфляция становится индикатором отклонения динамического равновесия рынка от некоего оптимального уровня, а не просто отражает изменение цен на различных сегментах рынка.

С этой позиции для воздействия на инфляцию нельзя считать достаточными только манипуляции с денежным предложением. Инфляция представляет собой системообразующий показатель, индикатор эффективности и конкурентоспособности национального производства, государственной макроэкономической политики в целом. Последнее означает, что данный показатель не может находиться только в сфере ответственности центрального банка.

---

\*По некоторым оценкам, для экономики с формирующимися рынками эта величина может достигать до 10–15 % в год (*прим. автора*).

\*\*Импортоемкость ВВП по оценке Национального банка в январе — июле 2016 г. составила 62,9 % и по сравнению с январем — июлем 2015 г. увеличилась на 6,6 процентного пункта [1].

\*\*\*По данным Белстата, темп роста ВВП в сопоставимых ценах за январь — август 2016 г. составил 97 % [1].

Наш взгляд, дело не только в том, что центральный банк помимо инфляции может ориентироваться в своей деятельности и на другие важные цели, в том числе уровень платежеспособного спроса, инвестиции, занятость, темпы роста. Сегодня есть, по сути, два альтернативных подхода к антикризисным преобразованиям экономики. В основе первого лежит достаточно жесткая денежно-кредитная политика, проводимая, как правило, в странах с формирующимся рынком. Второй подход, часто озвучиваемый в публикациях на эту тему, — это направление на существенное смягчение денежно-кредитной политики в целях стимулирования экономического роста. Однако оба эти подхода ориентированы прежде всего на механизмы денежного воздействия, т. е. являются в основном чисто монетарными.

Как представляется, в этом их определенная слабость, так как монетарный подход не требует от государства никаких чрезвычайных усилий: меняй ставку центрального банка, регулируй обменный курс, сокращай (расширяй) денежное предложение — и «невидимая рука» рынка все исправит, откорректирует, сделает как должно быть. Просто и удобно.

Эта мнимая простота оборачивается слабостью обоих подходов. Накопленный мировой опыт и объективный анализ свидетельствуют о том, что решить сложную многофакторную задачу структурной перестройки экономики односложными методами чисто монетарного регулирования не получится.

Очевидно, что помимо проблематичности жесткого подхода есть вопросы и к концепции «количественного смягчения» денежно-кредитной политики. Так, не понятно, на чем основана уверенность сторонников данного подхода, что снижение стоимости денег в результате денежно-кредитной экспансии повысит спрос именно на отечественные товары, а не на импорт и покупку валюты? Учитывая низкую конкурентоспособность национальных производителей, а также богатый опыт девальваций, такое ожидание является слишком оптимистичным.

Еще одним важным аргументом для смягчения денежной политики является расширение малого и среднего бизнеса. Однако для этого тоже недостаточно только монетарных мер: нужно решать проблемы в сфере защиты прав собственности, менять принципы взаимодействия крупных предприятий и малых производств, создавать для малого бизнеса соответствующие производственные ниши, надежно интегрируя его в производственный цикл крупных производств. Здесь без продуманной промышленной политики и адресной помощи государства не обойтись. В противном случае белорусский малый бизнес ограничится ввозом китайского ширпотреба, постоянно (и жестко) конкурируя с отечественными товаропроизводителями.

Если же говорить о проектном финансировании, которое будет более доступно в условиях «количественного смягчения», то, как представляется, проблема сегодня в том, что у нас не так уж много действительно эффективных инвестиционных проектов. К тому же банки далеко не всегда заинтересованы в расширении инвестиционного кредитования: оборачиваемость средств низкая, а риски высокие, и не только из-за инфляции.

Кредитование инвестиций — это важнейший аргумент концепции смягчения денежно-кредитной политики. Здесь принципиальным является вопрос о допустимости для целей инвестиционного кредитования кредитной эмиссии центрального банка. Бесспорно, в этом случае центральный банк работает как кредитор экономики, реализуя воспроизводственную функцию кредита, и возможные издержки такой эмиссии при определенных условиях могут быть ниже получаемых от нее выгод. Однако крайне важны именно

эти *определенные условия*, в которых новые кредитные деньги появятся в экономике.

Понятно, что за эмиссионным кредитованием должны стоять государственные институты развития (так называемые кредитные палаты), которые являются отраслевыми некоммерческими организациями, ориентированными на инвестиционное кредитование. Как представляется, здесь крайне важно, кому и как будут предоставляться эмиссионные инвестиционные кредиты. Поэтому за институтами развития должна стоять промышленная политика, обрисовывающая перспективные ниши на внешнем и на внутреннем рынках, ниши, позволяющие нашей экономике уйти от высокой степени импортозависимости, жесткой зависимости от поставки энергоносителей, сырьевой направленности, выйти на «длинные технологические цепочки», на новый технологический уклад. Бесспорно, кредитование градообразующих предприятий в сложившихся условиях также крайне важно, однако надо представлять магистральное направление эмиссионного инвестиционного кредитования — рост добавленной стоимости отечественных производителей, повышение их конкурентоспособности, поиск своего места в новых мировых условиях.

Уже на этом этапе можно говорить о стратегической гармонизации денежно-кредитных и финансовых потоков в экономике, когда усилия макроэкономической и денежно-кредитной политики будут ориентированы в едином направлении: отраслевые кредитные палаты, являясь некоммерческими организациями, по сути объединяют в себе функции органа государственного управления и кредитно-финансовой организации.

Как представляется, рефинансирование этих институтов развития предполагает ставку существенно более низкую, чем ставки по стандартным операциям рефинансирования коммерческих банков, так как речь идет об инвестиционном кредитовании.

Однако еще раз подчеркнем, что самое главное в гармонизации денежно-кредитных и финансовых потоков в экономике на стратегическом уровне — это не столько количественные показатели кредитной эмиссии (хотя, конечно, и они важны), сколько ее качественные аспекты. Иными словами, по каким направлениям и на каких условиях эмиссионные ресурсы придут в экономику и смогут ли они генерировать долгосрочный экономический рост.

Для Республики Беларусь представляется важным разработка денежно-кредитной политики в тесной связке с промышленной политикой, четко обозначающей «точки роста» конкурентоспособности национальной экономики, которые могли бы обозначить приоритеты кредитной политики на макро- и микроуровнях. В результате кредитная политика смогла бы получить необходимые ориентиры своего развития: диверсификация экономики, рост в промышленности и экспорте производств с высокой долей добавленной стоимости. Это позволило бы определить в структуре эмиссии Национального банка Республики Беларусь (денежной базы) долю связанной кредитной эмиссии, целевого рефинансирования, т. е. денег, которые изначально носят кредитный характер, появляясь в каналах денежного обращения на условиях возвратности, срочности, платности.

Поэтому денежно-кредитная политика страны в контексте макроэкономической парадигмы наряду с политикой в денежной сфере (поддержание оптимального объема денежной массы в обращении) предполагает разработку как стратегической, так и тактической *кредитной политики*. Последняя через целевое рефинансирование как наименее инфляционный эмиссионный инструмент должна ставить целью поддержание оптимального объема кредитов

в экономике, повышение степени их доступности для экономических агентов в соответствии со стратегическими целями денежно-кредитной политики [2].

Однако еще раз подчеркнем, что в силу специфики белорусской экономики принципиальным является вопрос не просто о «смягчении» денежно-кредитной политики, а о разработке единого, жестко согласованного плана-прогноза развития промышленного производства во взаимосвязке с финансово-кредитной политикой страны. В рамках такого плана-прогноза должна быть достигнута координация денежно-кредитного и бюджетно-налогового регулирования национальной экономики со структурной трансформацией отечественного производства и экспорта.

Это позволит повысить ответственность монетарных и фискальных властей в отношении задачи содействия экономическому росту, обеспечит его увязку с непосредственными задачами финансово-кредитной политики страны, уменьшит информационную неопределенность в обществе.

Здесь важным видится обоснованное определение так называемого локомотива роста отечественной экономики, поиск в структуре национального производства точек эффективного приложения инвестиционных ресурсов, способных генерировать устойчивый потребительский спрос. Это может быть, например, широко обсуждаемое сегодня в России *готовое индивидуальное строительство* с небольшим приусадебным участком, ориентированное преимущественно на внутренние технологические цепочки и способное создать в экономике ожидаемый мультипликативный эффект, стать мощным генератором инвестиционного спроса. Как и в Российской Федерации, в Беларуси также есть устойчивый потенциальный спрос со стороны населения, свободные площади, строительные материалы, необходимость в новых рабочих местах и развитой транспортной инфраструктуре.

В любом случае без структурных реформ, без выбора «локомотива роста», используя лишь монетарные инструменты, не обойтись. Только единство всех составляющих макроэкономической политики государства и соединение денежно-кредитной, бюджетно-налоговой и структурной политики в частности может дать требуемый сегодня импульс развитию национальной экономики. Для этого, как представляется, необходимо ориентироваться преимущественно на поддержку наукоемких предприятий, требующих прежде всего «мозги», а не валюту, и поставляющих на внутренний рынок новые знания и технологии. Последние важны как «драйверы» экономического роста, определяющие место национальной экономики в новом технологическом укладе.

В противном случае упрощенное понимание денежно-кредитной политики как выбора между мягким и жестким воздействием, абстрактное «смягчение» или, напротив, «ужесточение» денежно-кредитной политики не достигнет цели промышленного и соответственно экономического роста.

В первом случае можно ожидать лишь роста потребительского импорта, ухудшения ситуации с платежным балансом, давления на обменный курс белорусского рубля и соответственно усиления инфляции.

Во втором случае, т. е. в случае сохранения жесткой направленности монетарного регулирования, неизбежно дальнейшее ухудшение ситуации в производственной сфере, рост проблемной задолженности банков и, как следствие, «срыв» в сторону бессистемного эмиссионного кредитования экономики.

Иными словами, решение проблемы гармонизации денежно-кредитных и финансовых потоков с целью активизации экономического роста лежит сегодня прежде всего в плоскости структурной перестройки национального производства, повышения его качественных показателей, диверсификации экспорта, повышения конкурентоспособности отечественной экономики. В свою очередь денежно-кредитная политика в этих условиях призвана содействовать прогрес-

сивным процессам в сфере материального производства, обеспечивая жесткую целевую привязку кредитных потоков к его структурной трансформации.

Как представляется, построение модели гармонизации денежно-кредитных и финансовых потоков в экономике как целостной структурно-логической схемы процесса принятия решений в финансово-кредитной сфере по управлению денежными потоками, обеспечивающей получение эффективных управленческих результатов по формированию и использованию важнейшего фактора экономического роста — денежного капитала, необходимо начинать с определения места денежно-кредитной политики в системе макроэкономического регулирования. Иными словами, это предполагает рассмотрение денежно-кредитной политики, как уже было отмечено, в контексте макроэкономической парадигмы.

Ключевым вопросом обоснования концептуальных основ денежно-кредитной политики в рамках макроэкономической парадигмы является выбор ее оптимального варианта в конкретных макроэкономических условиях. Последние определяют принципы денежно-кредитной политики, ее цели, критерии эффективности, связь с бюджетно-налоговой, структурной, промышленной политикой, а также условия использования автоматической или дискреционной денежно-кредитной политики.

Как представляется, алгоритм разработки концепции денежно-кредитной политики в контексте макроэкономической парадигмы предполагает следующие обязательные этапы (см. рисунок).



Этапы разработки концепции денежно-кредитной политики

1. Анализ результативности экономики и денежной системы, оценка внешних и внутренних факторов, определяющих условия их функционирования. Данный этап необходим для анализа сложившихся условий реализации денежно-кредитной политики и их последующего учета при разработке ее принципов, целей, задач, корректировки возможных вариантов будущего развития.

К наиболее важным факторам, определяющим условия функционирования денежной системы, можно отнести:

объективные — динамика основных количественных и качественных макроэкономических показателей: ВВП (в том числе его импортность, энергоёмкость), промышленного производства, инвестиций в производственную сферу, платежного баланса, денежных доходов и расходов населения и пр.;

субъективные — анализ «настроений» экономических агентов, определение направленности их поведения. Здесь важна оценка готовности субъектов денежно-кредитной политики к кооперации с органами монетарного регулирования (высокий уровень доверия) или, напротив, к конкуренции (низкий уровень доверия). Это будет определять позитивную или негативную направленность их поведения с точки зрения выбранных органами монетарного регулирования целей.

В результате органы монетарного регулирования смогут оценить, на каком этапе развития находится национальная денежная система: на этапе «русла» (относительно стабильное развитие, характеризующееся достаточно высокой степенью доверия и сильной отрицательной обратной связью), или на этапе «джокера» (спад в экономике, низкий уровень доверия, высокая вероятность дестабилизации денежной системы, активизация положительной обратной связи).

2. Построение «дерева» целей денежно-кредитной политики, определение ее места в системе целей национальной макроэкономической политики, ориентированной на тип экономики (в нашем случае это экономика с формирующимися рынками) и особенность этапа развития («русло» или «джокер»).

3. По результатам первых двух этапов необходимо определить задачи денежно-кредитной политики, направленные на достижение поставленных целей (этап 2). Задачи должны учитывать не только цель денежно-кредитной политики, но и синергетические эффекты взаимодействия денежной системы с вышестоящими системами (макроэкономическая система, внешние эффекты). Иными словами, на этом этапе необходимо определить задачи денежно-кредитной политики и условия для их достижения, а также сравнить их со сложившейся ситуацией.

4. Разработка принципов реализации денежно-кредитной политики требует обязательного учета направленности «синергетической активности» ее субъектов как одного из важнейших условий эффективной реализации денежно-кредитной политики. Как представляется, принципы денежно-кредитной политики, равно как и определение ее задач, в обязательном порядке должны учитывать сложившиеся условия функционирования денежной системы. Поэтому содержание принципов денежно-кредитной политики должно не только учитывать различия стран с разными типами экономики и уровнем развития, но и отталкиваться от специфики этапа социально-экономического развития отдельно взятой страны.

В наиболее общем виде задачи разработки концептуальных основ денежно-кредитной политики, обеспечивающие гармонизацию денежно-кредитных и финансовых потоков в экономике на макроуровне, можно сформулировать следующим образом:

– научный анализ сложившейся ситуации, оценка синергетических эффектов взаимовлияния социально-экономических процессов и функционирования денежной системы, выявление основных проблем и бифуркационных точек ее развития (ситуация «джокер», когда можно ожидать резкого изменения качественных параметров, например, резкого изменения обменного курса, роста отрицательного сальдо платежного баланса и пр.);

– прогноз формирования устойчивых позитивных тенденций в функционировании денежной системы (ситуация «русло»), позволяющий снизить степень неопределенности будущего, оценить альтернативные пути ее развития, обосновать проблемы, которые неизбежно потребуют своего решения;

– рациональный выбор из имеющихся возможностей развития экономики и денежной системы страны, принятие оптимальных практических решений в сфере денежно-кредитной политики.

### Литература и электронные публикации в Интернете

1. Основные тенденции в экономике и денежно-кредитной сфере Республики Беларусь [Электронный ресурс] / Аналитическое обозрение Национального банка Республики Беларусь. – Режим доступа: [http://www.nbrb.by/publications/ЕсTendencies/ger\\_2016\\_08\\_ot.pdf](http://www.nbrb.by/publications/ЕсTendencies/ger_2016_08_ot.pdf). – Дата доступа: 10.11. 2016.

2. Бушенева, Ю. К. Оценка потенциала влияния денежно-кредитной политики на экономический рост / Ю. К. Бушенева // Пробл. соврем. экономики. – 2016. – № 1. – С. 52–56.

*Busheneva, Yu. K. Otsenka potentsiala vliyaniya denezhno-kreditnoy politiki na ekonomicheskiy rost [Assessment of the potential impact of monetary policy on economic growth] / Yu. K. Busheneva // Probl. sovrem. ekonomiki. – 2016. – N 1. – P. 52–56.*

---

**AKSANA RUMIANTSAVA**

---

**MONETARY AND FINANCIAL FLOWS  
IN ECONOMY: PROBLEMS OF OPTIMIZATION  
AND WAYS TO RESOLVE THEM**

---

**Author affiliation.** *Aksana RUMIANTSAVA (rumyanceva\_o@bseu.by), Belarusian State Economic University (Minsk, Belarus).*

**Abstract.** The author points out that the basis for boosting economic activity in the Republic of Belarus is providing strategic interaction of the bodies of monetary and macroeconomic management which means development and implementation of the country's monetary policy in the context of the macroeconomic paradigm. Solution to the problem centers around structural transformation of the national production, export diversification, enhancing competitiveness of national economy. Under such conditions monetary policy is designed to ensure tough pegging of credit flows to structural transformation of the real sector of economy. External and internal factors underlying the interconnection between monetary and macroeconomic policy are analyzed. Advantages and instruments of tempering monetary policy are substantiated.

**Keywords:** monetary and financial flows; factors and instruments of monetary policy; optimization of macroeconomic interconnections.

UDC 336.7 (476)

---

*Статья поступила  
в редакцию 14.11. 2016 г.*