

## СОПРЯЖЕННОСТЬ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ И МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ И ОПЫТ БЕЛАРУСИ

М.Н. Власенко\*

Исследованы целевые ориентиры и институциональные аспекты организации взаимодействия денежно-кредитной и макропруденциальной политик в контексте комплекса мер по государственному регулированию экономики. Рассмотрены ситуации, когда данные направления регулирования могут вступать в конфликт. Проведена периодизация истории развития монетарной и макропруденциальной политик в Республике Беларусь, охарактеризованы их основные достижения. Проанализирована связь между деловыми и финансовыми циклами в экономике на фоне предпринятых мер по обеспечению ценовой и финансовой стабильности.

**Ключевые слова:** монетарная политика, макропруденциальная политика, ценовая стабильность, финансовая стабильность, макропруденциальные инструменты, финансовый кризис.

**JEL-классификация:** E52, G18.

*Материал поступил 3.03.2018 г.*

Мировой финансовый кризис 2007–2009 гг. и его последствия обусловили необходимость общесистемного надзора и привели к созданию макропруденциальной политики, направленной на обеспечение финансовой стабильности, когда банки и небанковские кредитно-финансовые организации, иные финансовые посредники, финансовый рынок и платежная система надлежащим образом осуществляют присущую им деятельность и обладают способностью осуществлять такую деятельность в случае дестабилизирующего воздействия внутренних и внешних факторов. Данная статья продолжает цикл публикаций автора по проблемам макропруденциальной политики<sup>1</sup> (Власенко, 2016; Пашкевич, Власенко, 2017), концентрируясь на вопросах ее взаимодействия с денежно-кредитным регулированием.

<sup>1</sup> Власенко М. 2013. Макропруденциальная политика как средство сглаживания проявлений системного финансового риска. *Банкаўскі веснік*. № 20. С. 24–32; Власенко М. 2015. Новые инструменты контрициклического регулирования банковского сектора. *Банкаўскі веснік*. № 7. С. 25–31.

### *Теоретико-методологические основы и зарубежный опыт взаимодействия монетарной и макропруденциальной политик*

У макропруденциального регулирования как нового вида экономической политики за относительно короткое время появились цели, задачи и собственные инструменты. Многие вопросы институционального и методологического характера уже решены, и макропруденциальная политика заняла свое место в системе государственных стабилизационных механизмов. Вместе с тем во взаимодействии макропруденциальной политики с другими экономическими политиками, имеющими отношение к финансовой системе, в частности с монетарной политикой, остается ряд пробелов, обозначить которые можно такими вопросами, как: какова связь между денежно-кредитной политикой и политикой финансовой стабильности? Как они могут быть разграничены? Должны ли они иметь одни и те же или разные цели? Следует ли их координировать или проводить отдельно?

\* **Власенко Максим Николаевич** (m.vlasenko@nbrb.by), кандидат экономических наук, главный специалист Управления финансовой стабильности Национального банка Республики Беларусь (г. Минск, Беларусь).

Должны ли они проводиться одним или разными государственными органами? Что делать в случае, если монетарная политика создает угрозу финансовой стабильности?

Ответы на эти и другие вопросы продолжают обсуждаться зарубежными экспертами. Прежде всего необходимо изучить, как определены цели, задачи и инструменты каждой экономической политики и на кого возложены контроль за ситуацией и ответственность за проведение. Этим разные политики и отличаются друг от друга. Даже в первом приближении становится очевидным, что денежно-кредитная политика и бюджетно-налоговая политика – это разные направления государственного регулирования с разными целями, инструментами и ответственными исполнительными органами. Однако также очевидно, что между обеими политиками существует значительное взаимодействие. Например, фискальная политика оказывает влияние на инфляцию и занятость, и эти последствия должны учитываться при проведении денежно-кредитной политики. В свою очередь монетарная политика влияет на государственные доходы и расходы, включая размер процентов по государственному долгу, что также должно учитываться при проведении фискальной политики.

Тем не менее, несмотря на тесную связь, монетарная и фискальная политики проводятся, как правило, отдельно, при этом каждая учитывает режим и последствия другой. Это соответствует так называемому равновесию Нэша в теории игр, где каждый игрок самостоятельно выбирает инструменты для достижения своих целей, учитывая при этом поведение другого игрока (противоположность – так называемое кооперативное равновесие, когда два игрока совместно выбирают свои инструменты для достижения совместных целей). Таким образом, приведенные вопросы можно переформулировать в виде одного, более общего: отличается ли характер связи между денежно-кредитной и макропруденциальной политиками от устоявшейся и хорошо изученной связи между монетарной и фискальной политиками?

Чтобы разграничить денежно-кредитную политику и политику финансовой ста-

бильности, необходимо проанализировать цели, инструменты и институциональную организацию обоих направлений регулирования. Монетарная политика при гибком инфляционном таргетировании имеет две цели: ценовая стабильность и стабильность в реальном секторе, т. е. поддержание инфляции около целевого ориентира и уровня использования ресурсов в равновесном состоянии в долгосрочном периоде. Долгосрочный устойчивый уровень использования ресурсов может быть измерен как максимальный уровень занятости, минимальный уровень естественной безработицы или потенциальный уровень производства. Например, Федеральная резервная система США ставит перед собой две цели: стабильность цен и полная занятость.

В стабильные периоды времени инструментами денежно-кредитной политики являются ключевая процентная ставка (ставка рефинансирования) и коммуникации с общественностью. Последние включают в себя публикацию прогнозов целевых переменных, таких как инфляция и безработица, а также основных направлений монетарной политики на кратко- и среднесрочную перспективу. Во времена кризиса набор инструментов денежно-кредитной политики шире и включает операции на финансовом рынке, такие как покупка долгосрочных финансовых активов у банков и других частных компаний (количественное смягчение), долгосрочное кредитование под фиксированную процентную ставку, а также интервенции на валютном рынке. Органом, ответственным за достижение целей денежно-кредитной политики, является центральный банк страны.

Для макропруденциальной политики целью является обеспечение финансовой стабильности, т. е. бесперебойного (устойчивого к макроэкономическим и финансовым шокам) выполнения финансовой системой трех основных функций – преобразование сбережений в инвестиции, управление рисками и осуществление платежей. При этом устойчивость финансовой системы рассматривается в широком смысле. Это не только устойчивость кредиторов (банков и других финансовых посредников), но также защищенность заемщиков, включая

домашние хозяйства и субъекты хозяйствования; стабильная ситуация в сфере недвижимости и на рынке ценных бумаг.

Вероятность дестабилизации финансовой системы может быть лимитирована посредством ограничения финансовой активности таким образом, что волатильность цен на активы, а также количество дефолтов финансовых институтов будут значительно снижены, если не полностью исключены. Вместе с тем такой тип финансовой устойчивости серьезно подорвет экономическую и финансовую эффективность. Следовательно, необходим компромисс между эффективностью и стабильностью, и регулирование устойчивости финансового сектора всегда подразумевает наличие определенного потенциала финансовой неустойчивости, приемлемого для поддержания экономической и финансовой эффективности. Макропруденциальная политика должна создавать «правильные» стимулы для экономических агентов и снижать неопределенность в части наступления масштабных финансовых кризисов до уровня, при котором финансовая система способна бесперебойно выполнять свои функции.

Макропруденциальное регулирование, несмотря на свою действенность в защите финансовой системы от внешних шоков, также может иметь определенные издержки с точки зрения подавления конкуренции на финансовом рынке, менее эффективного распределения ресурсов и т. д. Поэтому политика финансовой стабильности во многих странах также имеет и второстепенную цель – поддержка экономической политики правительства, включая цели по росту экономики и занятости.

В стабильные периоды времени, т. е. при предупреждении кризисов, стандартные макропруденциальные инструменты включают в себя меры надзора и регулирования, а также коммуникации с общественностью. Это требования к капиталу и ликвидности финансовых институтов, секторальные инструменты (Власенко, 2018), стресс-тестирование банков, предприятий и домашних хозяйств, публикация отчетов о финансовой стабильности и т. д. Во времена кризиса дело обстоит иначе. Все государственные органы (фис-

кальные, монетарные, финансовые, по оздоровлению и банкротству) тесно сотрудничают и используют все доступные инструменты для сведения к минимуму масштабов кризиса и восстановления финансовой стабильности.

В зависимости от конкретной страны органом, контролирующим макропруденциальные инструменты и ответственным за обеспечение финансовой стабильности, может быть ведомство финансового надзора, центральный банк, министерство финансов либо иные регулирующие и надзорные органы. Таким образом, монетарная и макропруденциальная политики – это два совершенно разных направления государственного регулирования экономики.

Следующий важнейший вопрос, на который необходимо найти ответ, – должна ли денежно-кредитная политика иметь третью цель помимо ценовой стабильности и устойчивости реального сектора – обеспечение финансовой стабильности? В первую очередь необходимо уточнить, что такая постановка проблемы не тождественна вопросу «должны ли центральные банки иметь в качестве цели обеспечение финансовой стабильности?». Ответ на этот вопрос зависит от стоящей задачи – предупреждение кризиса или преодоление кризисных явлений. В процессе преодоления последствий кризиса центральные банки играют роль кредиторов последней инстанции. В этом смысле очевидно, что центральные банки должны иметь финансовую стабильность как цель управления кризисом. Когда речь идет о предупреждении кризиса, ответ на вопрос зависит от того, имеются ли в арсенале центрального банка какие-либо макропруденциальные инструменты. Если да, то целью использования данных инструментов должно быть, конечно же, поддержание финансовой стабильности. В то же время, должна ли монетарная политика центрального банка иметь обеспечение финансовой стабильности в качестве дополнительной цели?

В настоящее время подавляющее большинство зарубежных экспертов из академических кругов и правительственных структур склоняются к отрицательному ответу на последний вопрос. Финансовая ста-

бильность не может быть обеспечена посредством мер монетарной политики вследствие действия универсального правила – любая экономическая политика должна иметь только те цели, которых она самостоятельно может достичь. Проанализируем возможности монетарной политики.

Посредством денежно-кредитной политики можно стабилизировать инфляцию около выбранного целевого ориентира и использование ресурсов в реальном секторе около долгосрочного устойчивого уровня. Поскольку уровень цен в долгосрочной перспективе определяется в основном денежно-кредитной политикой, можно выбрать фиксированную цель по инфляции и с течением времени достичь среднего уровня инфляции, близкого к цели. Напротив, долгосрочные устойчивые темпы использования ресурсов (измеряемые, например, максимальным долгосрочным уровнем занятости или минимальным уровнем безработицы) во многом определяются немонетарными факторами, которые влияют на структуру и эффективность экономики. Эти факторы могут изменяться с течением времени и в ряде случаев не подлежат непосредственному наблюдению и измерению. Это означает, что для денежно-кредитной политики нецелесообразно устанавливать фиксированную цель по уровню использования ресурсов. Вместо этого следует оценивать долгосрочную норму использования ресурсов, и такие оценки должны регулярно пересматриваться.

Таким образом, монетарная политика, как правило, не в состоянии привести к увеличению долгосрочных устойчивых темпов использования ресурсов; для этого необходимы меры структурной экономической политики. У монетарной политики всего две естественные цели – стабильность цен и стабильность реального сектора национальной экономики в вышеуказанном смысле.

Глобальный финансовый кризис 2008–2009 гг. наглядно продемонстрировал, что стабильность цен не подразумевает финансовой стабильности. Посредством денежно-кредитного регулирования можно достичь стабильного уровня инфляции, но нельзя обеспечить финансовую стабильность. Ведь

важнейшей составной частью определения финансовой стабильности является наличие определенного материального «запаса прочности» у финансовой системы, в то время как монетарная политика не в состоянии обеспечить наличие достаточных буферов собственного капитала и ликвидности у действующих на рынке финансовых посредников.

Банк международных расчетов, в структуре которого были подготовлены новые стандарты капитала и ликвидности Базель III, рекомендует странам проводить более жесткую политику финансовой стабильности наряду с гибкой целью по инфляции (такого рода подхода также придерживаются, например, центральные банки Норвегии и Швеции (Olsen, 2015)). Данная точка зрения обусловлена высокими макроэкономическими издержками, сопровождающими финансовые кризисы. Повышение процентных ставок, непосредственно влияющее на снижение инфляции и рост безработицы, как правило, оказывает незначительный и довольно неопределенный эффект на вероятность и масштабы финансового кризиса, не сопоставимый с потенциальными издержками национальной экономики в случае его наступления.

Несмотря на то, что монетарная политика не является корректным инструментом предупреждения финансовых кризисов, она имеет важное преимущество по сравнению с макропруденциальным надзором и регулированием (Stein, 2013) – монетарные меры затрагивают абсолютно все элементы финансовой системы (институты и рынки). В то же время незначительное изменение процентных ставок способно повлиять лишь на инфляцию, воздействие на финансовые институты, рынки и инфраструктуру будет минимальным. Радикальное повышение процентных ставок способно остановить продвижение финансового кризиса, обусловленного, например, чрезмерной кредитной экспансией, но в таком случае можно «загнать» реальный сектор экономики в рецессию и подорвать благосостояние домашних хозяйств.

Однако макропруденциальное регулирование не может обеспечить стабильность цен. Политика финансовой стабильности способна предотвратить финансовый кри-

зис, но ее меры не в состоянии стабилизировать инфляцию, занятость и темпы экономического роста около долгосрочного устойчивого уровня. Таким образом, обе стратегии необходимы для достижения монетарных целей ценовой стабильности и стабильности реального сектора экономики и макропруденциальной цели по сохранению приемлемого уровня финансовой стабильности в стране.

Наряду с различиями по целям между обеими политиками существует определенное взаимодействие. Макропруденциальная политика влияет на финансовые рынки, спрэды между различными процентными ставками и банковское кредитование. Посредством инструмента LTV (Власенко, 2018) меняются условия кредитования домашних хозяйств, спрос на жилье, цены на недвижимость и интенсивность строительства. Таким образом, происходит косвенное воздействие на инфляцию и уровень использования ресурсов, но оно не систематическое и не обязательно направлено на сдерживание цен. Эффективное макропруденциальное регулирование способствует углублению сферы финансового посредничества и перераспределению потоков кредитных средств в пользу более устойчивых и жизнеспособных субъектов хозяйствования, что укрепляет экономическую активность и оказывает положительное воздействие на уровень занятости и темпы роста ВВП. В свою очередь монетарная политика влияет на процентные ставки, выпуск, занятость, прибыль, потери по кредитам и цены на активы. То есть косвенно затрагиваются условия обслуживания долга, балансы финансовых институтов и уровень финансового левереджа – все то, что является объектом финансовой стабильности (однако это влияние также не является систематическим). Таким образом, между макропруденциальным регулированием и монетарной политикой существует естественное взаимодействие, как между последней и фискальной политикой.

Взаимодействие между денежно-кредитной политикой и политикой финансовой стабильности является сильным аргументом в пользу того, чтобы каждая политика проводилась при наличии полной

информации о мерах и последствиях другой политики, но это отнюдь не означает, что они обе должны быть явно скоординированы.

Безусловно, могут быть случаи, когда проблемы в сфере финансовой стабильности не могут быть решены иначе как путем применения мер монетарной политики, микропруденциального регулирования, жилищной политики (насколько они подходят для конкретной проблемы). Однако такие случаи, как правило, являются следствием неразвитости либо недостаточной эффективности макропруденциальной политики. Нужно отметить, что существуют мнения (Svensson, 2017), согласно которым даже «слабая» политика финансовой стабильности в большей степени снижает вероятность, масштаб и продолжительность финансового кризиса, чем самые продуманные меры денежно-кредитной политики.

Несмотря на имеющиеся различия в целях и инструментах обеих политик, зачастую ответственность за их проведение возлагается на один государственный орган – центральный банк. В этом случае вопрос о степени скоординированности политик также сохраняет свою актуальность. В частности, должно ли правление центрального банка вырабатывать решения по обеим политикам или целесообразно создавать отдельные комитеты в структуре регулятора со своими целями и инструментами?

Координация политик и институциональная организация их проведения, вероятно, зависит от конкретных экономических обстоятельств. В стабильное время, когда речь идет о предупреждении финансового кризиса, а не о преодолении кризисных явлений, целесообразнее проводить монетарную политику и политику финансовой стабильности независимо; при этом каждая политика учитывает меры и последствия другой политики для того, чтобы наилучшим образом достичь собственных целей. Как уже было указано выше, в терминах теории игр это соответствует равновесию Нэша. Независимое проведение обеих политик внутри центрального банка отдельными коллегиальными органами повышает их ответственность за достижение соответствующих целей.



Во времена кризиса, когда наиболее актуально восстановление экономики от понесенного ущерба, дела обстоят иначе. Необходимы полное кооперирование и координация действий органов, ответственных за осуществление монетарной политики и макропруденциального регулирования. Обычно это ведомство, осуществляющее финансовый надзор, центральный банк, министерство финансов и агентство по оздоровлению и банкротству финансовых институтов (bank-resolution authority).

Центральный банк играет традиционную роль в антикризисном управлении благодаря его способности оказывать поддержку ликвидности как кредитора последней инстанции. Однако ЦБ не обладает монополией по поддержке ликвидного функционирования финансовых институтов в условиях кризиса. Министерство финансов и агентство по оздоровлению и банкротству также могут осуществлять краткосрочные вливания ликвидности. Гораздо важнее то обстоятельство, что все органы государственного управления, имеющие отношение к сфере финансов, должны быть готовы к оперативному урегулированию последствий кризиса (это не то же самое, что предупреждение наступления финансового кризиса).

Таким образом, макропруденциальная и монетарная политики должны иметь отдельные директивные органы со своими целями, задачами, инструментами и ответственностью за достигнутые результаты. Эффективность политики финансовой стабильности при предотвращении кризисов усиливается, если один орган контролирует все макропруденциальные инструменты. Разделение инструментов по нескольким органам власти затрудняет привлечение конкретных ведомств к ответственности за результаты. Также различные органы могут применять разные инструменты для достижения схожих целей, что будет снижать эффективность системы государственного регулирования. В условиях антикризисного управления, когда все органы власти сотрудничают и координируют свою политику для уменьшения масштабов кризиса и восстановления финансовой стабильности, привлечение отдельных органов вла-

сти к ответственности, очевидно, более затруднительно.

Ориентируясь на лучшую международную практику, можно выделить две классические модели организации взаимодействия обеих политик, которые уже прошли проверку временем и доказали свою работоспособность. Первая модель реализована в Великобритании, где Банк Англии целиком несет ответственность за денежно-кредитную политику и обеспечение финансовой стабильности. В структуре регулятора есть два органа – комитет по монетарной политике и комитет по финансовой стабильности. Каждый имеет собственные цели и инструменты и отдельно несет ответственность за достижение своих целей. Вместе с тем каждая политика проводится открыто и максимально прозрачно, несколько должностных лиц банка присутствуют в обоих комитетах. Это делает комитеты информированными о политике друг друга.

Другая модель реализована в Швеции. В 2013 г. правительство Швеции объявило об изменениях в организации обеспечения финансовой стабильности в стране и уточнило роли и обязанности различных органов власти. На Агентство по финансовому надзору (Finansinspektionen) были возложены основная ответственность за финансовую стабильность и контроль над всеми макропруденциальными инструментами, в том числе контрциклическим буфером капитала. Таким образом, у Риксбанка (Sveriges riksbank) – центрального банка Швеции – нет инструментов обеспечения финансовой стабильности (за исключением коммуникаций с общественностью и стандартных функций кредитора последней инстанции) для предотвращения кризисов.

Обе модели сложились исторически. Поскольку Агентство по финансовому надзору в Швеции уже контролировало все микропруденциальные инструменты, было естественным наделить его полномочиями в области макропруденциальной политики. В общем случае четкую границу между микро- и макропруденциальными инструментами провести сложно, и макропруденциальная политика, возможно, намного ближе к микропруденциальному регулированию, чем к денежно-кредитной политике.

Кроме того, в финансовом секторе, подобно шведскому, где наблюдается олигополия в виде тотального доминирования четырех крупных банков, макропруденциальное регулирование имеет макропруденциальные последствия, а различие между микро- и макропруденциальной политикой еще менее очевидно. Поскольку шведское Агентство по финансовому надзору является структурой правительства, именно правительство несет ответственность за финансовую стабильность, в том числе любые финансовые реформы (пенсионная, налоговая) и другие последствия в перераспределении финансовых потоков.

Как и в Великобритании, монетарная и макропруденциальная политики осуществляются в Швеции открыто и прозрачно, что позволяет оперативно информировать Риксбанк и Агентство о поведении и влиянии мер другого государственного органа. Кроме того, правительством создан Совет по финансовой стабильности, председателем которого является министр финансов, членами – генеральные директора Агентства и национального бюро по долгам (которое является органом по разрешению проблем банков в Швеции) и председатель Риксбанка. Совет собирается на регулярной основе и является площадкой для обмена информацией и обсуждения вопросов финансовой стабильности, в том числе докладов, подготовленных рабочими группами, созданными из сотрудников органов, представленных в Совете.

Совет не имеет полномочий для принятия решений; это право принадлежит органам власти, представленным в Совете. Совет – это своеобразный форум, на котором власти могут обмениваться информацией об их мнениях и политике, касающейся финансовой стабильности. Предполагается, что в условиях кризиса Совет по финансовой стабильности будет основным координирующим органом.

Исторические и политико-экономические аспекты в значительной степени объясняют конкретные институциональные механизмы в каждой стране. Например, в США макропруденциальные инструменты, регулирование и надзор распределены между несколькими органами государственной

власти с различными полномочиями, что на фоне масштабного лоббирования крупными финансовыми корпорациями собственных интересов и значительного политического давления затрудняет эффективное регулирование финансовой стабильности в стране.

В редких случаях могут возникать непредвиденные ситуации, когда денежно-кредитная политика представляет угрозу финансовой стабильности, даже если она преследует собственные монетарные цели. Государственный орган, ответственный за финансовую стабильность, должен иметь возможность сдерживать такие угрозы своими доступными инструментами. Но что делать в ситуации, когда такая угроза не может быть устранена стандартными мерами?

Хорошим примером является случай, произошедший в Великобритании в 2013 г. (Miles, 2013). Тогда комитет по монетарной политике Банка Англии согласился не повышать ключевую ставку до тех пор, пока уровень безработицы не упадет до пороговой отметки в 7%, выслушав соображения комитета по финансовой стабильности, который заявил, что позиция монетарного органа представляет собой серьезную угрозу для финансовой стабильности и не может быть сдержана смягчающими мерами, доступными комитету по финансовой стабильности.

Таким образом, приведенный пример наглядно показывает, что орган макропруденциального регулирования должен предупредить орган, осуществляющий монетарную политику, если действия последнего представляют собой угрозу финансовой стабильности, которую нельзя сдержать доступными макропруденциальными мерами. Тогда монетарный орган может скорректировать денежно-кредитную политику (ужесточить или ослабить в зависимости от ситуации) и, следовательно, временно отклониться от целей монетарного регулирования. Такой механизм является важным элементом системы привлечения к ответственности и фактически ставит орган монетарного регулирования в положение «соглашайся или объясняй», поскольку за ним остается окончательное решение о корректировке монетарной политики и сохраняется независимость действий.

Именно орган, ответственный за финансовую стабильность, а не орган монетарного регулирования должен решать, создает ли денежно-кредитная политика угрозу финансовой устойчивости, которой невозможно противодействовать имеющимися инструментами. Принцип состоит в том, чтобы структура, отвечающая за достижение цели, самостоятельно решала, угрожает ли ее цели что-либо таким образом, что необходима помощь извне. При прочих равных орган денежно-кредитного регулирования не должен рассматривать вопрос о том, представляет ли его политика какую-либо угрозу для целей финансовой стабильности, и без сигнала со стороны компетентных структур не должен отклоняться от собственных монетарных целей.

Остается открытым вопрос о том, должна ли монетарная политика вносить свой вклад в противодействие росту цен на активы и кредитным «бумам»? Иначе говоря, допустимо ли повышение процентных ставок в большей мере, чем это обусловлено достижением цели по инфляции и стабилизацией безработицы и экономического роста около долгосрочного устойчивого уровня, для целей финансовой стабильности. Банк международных расчетов дает положительный ответ на данный вопрос и активно отстаивает свою точку зрения<sup>2</sup>. В любом случае окончательное решение должно опираться на консенсус заинтересованных сторон и учитывать результаты анализа возможных издержек и результатов такого использования монетарных мер.

### ***Монетарная политика в Беларуси***

История монетарной политики в Республике Беларусь началась с момента обретения страной суверенитета. Особенности развития белорусской экономики и ее банковского сектора на каждом историческом этапе в целом определяли и действия Национального банка в области денежно-кредитного регулирования. Динамику мер монетарной политики в стране можно проследить в рамках шести основных периодов.

*Первый* наиболее сложный период (1991–1996 гг.) связан с углублением экономического кризиса из-за развала традиционных рынков, разрыва экономической связи между бывшими республиками СССР, возросшей стоимости энергетических и сырьевых ресурсов. В этот период произошёл переход на национальную денежную систему, завершилось построение институтов белорусской государственности.

Очевидно, что это был самый сложный период в истории монетарной политики. Экономический спад продолжался на протяжении 5 лет – до 1995 г., и его величина достигла почти 40% от уровня производства 1990 года. Кроме того, Беларусь не обладала в полной мере необходимым организационным, техническим и кадровым потенциалом для разработки и реализации собственной монетарной политики. В это время цены выросли за год более чем в 20 раз, совокупная девальвация национальной валюты превысила 60 раз. Отчасти сказывался отложенный спрос в виде сбережений населения, частично причиной гиперинфляции была экспансионистская денежно-кредитная политика в целях «оживления» стагнирующей национальной экономики.

Вместе с тем к концу периода удалось добиться относительного улучшения инфляционной ситуации. Монетарная политика, проводившаяся в Беларуси в 1995 г., во многом была сходна с той, которая характерна для системы валютного комитета. Курс белорусского рубля стабилизировался, денежная эмиссия осуществлялась в основном через покупку валюты. В 1996 г. Беларуси одной из первых среди стран СНГ удалось выйти на положительные темпы экономического роста.

*Второй* период в истории монетарной политики ограничен временными рамками 1996 г. – начало 2000 г. Основными приоритетами государственной экономической политики были определены жилищное строительство, решение продовольственной проблемы и развитие экспорта. Поэтому высокая инфляция в Беларуси в этот период имела по большей части монетарный характер и была обусловлена главным образом проводимой экспансионистской монетарной политикой, связанной с чрезмер-

<sup>2</sup> URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.pdf>



ным эмиссионным кредитованием государственных программ в области агропромышленного комплекса и жилищного строительства в сочетании с административным поддержанием официального обменного курса белорусского рубля к иностранным валютам на завышенном уровне по сравнению с его рыночными котировками.

Поскольку на теневом валютном рынке темпы девальвации белорусского рубля были высокими, в финансовой сфере сохранялось доминирующее положение доллара США, что не позволило нейтрализовать ажиотажный спрос на иностранную валюту, которая защищала сбережения населения от обесценения. Эти факторы наряду с административным сдерживанием цен привели к образованию инфляционного навеса. Несмотря на высокий темп роста экономики, инфляция в 1999 г. возросла до 350% за год.

В начале *третьего* периода (2001–2008 гг.) произошел переход к более взвешенной умеренно-жесткой денежно-кредитной политике, что дало положительные результаты. Впервые с 1996 г. было обеспечено систематическое поддержание реальных процентных ставок на положительном уровне. В сочетании с замедлением наращивания денежного предложения в национальной валюте, обусловившим возникновение в банковской системе дефицита ликвидности, это способствовало стабилизации рыночного обменного курса и, соответственно, преобладанию рублевых сбережений в сравнении с валютными.

В результате ускоренной девальвации официального курса белорусского рубля к середине сентября 2000 г. режим множественности курсов был ликвидирован. В целом в 2001–2008 гг. стратегия реализуемой монетарной политики основывалась на обеспечении стабильности обменного курса. Такая монетарная политика на протяжении длительного периода времени была вполне обоснованной и эффективной, учитывая, что Беларусь – страна с малой открытой экономикой. За счет использования обменного курса в качестве «номинального якоря» политики Национальный банк добился существенного снижения инфляции и девальвации, обеспечил повышение доверия к национальной валюте.

Основные проблемы использования данного режима возникли, когда национальная экономика подверглась воздействию внутренних и внешних шоков. В первую очередь это шок, связанный с изменением цен импорта энергоносителей, а также внешнеторговый шок, обусловленный развитием мирового финансово-экономического кризиса. Продолжение стимулирования внутреннего спроса в условиях фиксированного обменного курса привело к значительному росту отрицательного сальдо внешней торговли, финансирование которого могло происходить либо за счет роста внешнего долга, либо за счет девальвации. Первый путь угрожал экономической безопасности страны, поэтому была выбрана девальвация национальной валюты.

*Четвертый* период в истории отечественной монетарной политики начался в 2009 г. и завершился в 2011 г. По сути, он ограничен двумя масштабными корректировками обменного курса белорусского рубля, хотя денежно-кредитная политика в данный период носила в целом неоднородный характер и сочетала в себе как меры ужесточения, так и меры экспансионистского характера.

В целях восстановления ценовой конкурентоспособности отечественных товаров на фоне ухудшения внешнеэкономической ситуации в январе 2009 г. была произведена разовая девальвация обменного курса национальной валюты, ставка рефинансирования была повышена на 2 п. п. Кроме того, Национальный банк осуществил переход к использованию привязки курса белорусского рубля к корзине иностранных валют, включающей доллар США, евро и российский рубль.

В целом по итогам 2009 г. рублевые процентные ставки на денежном рынке в реальном выражении оставались положительными, рублевая денежная масса за 2009 г. возросла всего на 1%. В итоге удалось замедлить инфляционные процессы, стабилизировать сбережения населения в банках и сократить спрос на иностранную валюту. Однако в 2010 г. усилия государственной политики в основном были направлены на восстановление докризисных темпов макроэкономической динамики, что

обусловило смягчение монетарной политики (ставка рефинансирования за год снизилась на 3 п. п.) и резкое увеличение кредитования реального сектора экономики. Как следствие, ускорилась инфляция, обострились диспропорции в экономике страны (размер чистого кредитования государственных программ составил около 6% ВВП, превысив рекомендуемый МВФ годовой лимит в 4 раза; при росте ВВП в 7,6% рост банковских активов составил порядка 53%), увеличилось девальвационное давление на национальную валюту.

На фоне роста дефицита внешней торговли и недостаточного притока иностранного капитала это обусловило значительное сокращение ЗВР в начале 2011 г. Национальный банк осуществил ускоренное ослабление белорусского рубля по отношению к корзине иностранных валют вплоть до верхней границы (+8%); одновременно были приняты жесткие меры в сфере валютного регулирования и валютного контроля. Однако они привели к формированию множественности обменных курсов и росту отложенного спроса. В результате в мае 2011 г. была проведена единовременная корректировка обменного курса белорусского рубля, в октябре 2011 г. – еще одна (в рамках перехода Белорусской валютно-фондовой биржи на единую торговую сессию). Итого за 2011 г. обменный курс белорусского рубля снизился к корзине иностранных валют практически в 3 раза, при этом процентная политика Национального банка была существенно ужесточена.

В конечном счете девальвация национальной валюты устранила многие макроэкономические дисбалансы, улучшила конкурентоспособность белорусских товаров на внешних рынках, обесценила рублевую задолженность предприятий перед банками, что позволило реальному сектору экономики повысить свою эффективность.

*Пятый* период развития монетарной политики в Беларуси охватывает 2012–2014 гг. и характеризуется не только изменением цели денежно-кредитного регулирования в сторону ценовой стабильности, но и переходом к более гибкому режиму курсообразования.

Были пересмотрены подходы к кредитованию экономики. Оптимизация темпов кредитной экспансии рассматривалась как важное условие достижения макроэкономической сбалансированности. Национальный банк полностью прекратил предоставлять эмиссионные ресурсы банкам для финансирования государственных программ и мероприятий. Кредитная эмиссия осуществлялась исключительно на рыночных условиях и на короткие сроки. Политика «дорогих» денег ограничила интенсивность инфляционных процессов и обеспечила сохранность вкладов в банковской системе. Благодаря принятым мерам удалось переломить развитие негативных тенденций. После увеличения в 2011 г. рублевой денежной массы на 64% ее прирост снизился до 16% в 2014 г. Прирост широкой денежной массы замедлился в 6 раз, прирост требований банковского сектора к экономике – более чем в 2 раза.

Тем не менее 2012–2014 гг. характеризовались активным валютным кредитованием предприятий (вследствие существенной разницы в процентных ставках). Как следствие, к началу 2015 г. доля кредитной задолженности экономики перед банками в иностранной валюте достигла 60%. Это означало, что такая мера, как девальвация национальной валюты, исчерпала свои возможные положительные эффекты и в дальнейшем была способна лишь в еще большей степени ухудшить долговое положение реального сектора экономики Республики Беларусь.

*Шестой*, заключительный, этап начался в 2015 г. и продолжается по настоящее время. Данный период выделяется прежде всего тем, что Национальный банк перешел к реализации денежно-кредитной политики в режиме монетарного таргетирования, в рамках которого основным инструментом достижения конечной цели по инфляции выступает контроль за денежным предложением. В качестве промежуточного ориентира при этом был выбран прирост широкой денежной массы как показатель, имеющий устойчивую взаимосвязь с динамикой цен, а операционным ориентиром определен уровень рублевой денежной базы.

Курсовая политика была направлена на недопущение накопления макроэкономических дисбалансов. С января 2015 г. осуществлен переход к режиму управляемого плавания, предусматривающему проведение валютных интервенций только для сглаживания колебаний стоимости корзины иностранных валют в объемах, обеспечивающих чистую покупку регулятором валюты в среднесрочном периоде.

На рубеже 2014–2015 гг. произошла очередная девальвация белорусского рубля, практически полностью повторившая траекторию российской валюты на фоне тяжелого экономического положения, в котором оказался основной торговый партнер. Ослабление белорусского рубля в августе 2015 г. во многом было связано с девальвацией китайского юаня и обвалом нефтяных котировок на мировых рынках. Вместе с тем переход к новому режиму монетарной политики позволил снизить волатильность курса национальной валюты в 2016–2017 гг. и сделать ее более устойчивой к внешним шокам.

В течение всего 2015 г. ставка рефинансирования оставалась на уровне 25% годовых. В рамках комплекса мер по осуществлению монетарного таргетирования нормативы резервных требований от привлеченных средств в белорусских рублях и иностранной валюте с июля 2015 г. были унифицированы на уровне 7%. В целях сдерживания роста денежного предложения и снижения давления на валютном рынке с сентября 2015 г. обязательные резервные требования были увеличены до 8%.

В 2016–2017 г. Национальный банк продолжал реализацию денежно-кредитной политики в режиме монетарного таргетирования. Цели по инфляции на 2016 г. (не более 12% за год) и на 2017 г. (не более 9% за год) были выполнены с определенным запасом (ИПЦ составил 6% по итогам 2017 г.). Ставка рефинансирования в 2016 г. была поэтапно снижена с 25 до 18% годовых, в 2017 г. – с 18 до 11% годовых. В целях сокращения дефицита ликвидности с апреля 2016 г. нормативы обязательных резервов от всех привлеченных средств были снижены до 7,5%. Однако в начале 2017 г. данный норматив вновь был

дифференцирован в зависимости от валюты: отчисления по средствам в белорусских рублях были далее снижены с 7,5 до 4%, в иностранной валюте, наоборот, – увеличены с 7,5 до 11% (и до 17% в результате нескольких итераций по повышению на протяжении 2017 г.). Эти решения были призваны повысить привлекательность рублевых сбережений и лежали в русле комплекса мер, направленных на дальнейшую дедолларизацию национальной экономики Беларуси.

В условиях неблагоприятного внешнеэкономического окружения процентная политика Национального банка в 2015–2017 гг. в целом была направлена, с одной стороны, на обеспечение привлекательных условий для сбережений в белорусских рублях, доходность которых значимо превышала доходность сбережений в иностранной валюте и уровень инфляции. С другой стороны – поэтапное снижение процентных ставок позволило снизить нагрузку по процентным платежам для экономических субъектов.

В перспективе ожидается переход монетарной политики в Беларуси на режим инфляционного таргетирования. Однако следует отметить, что в настоящее время имеется недостаточная эффективность процентного канала трансмиссионного механизма, что частично связано со значительной долларизацией, частично – с высокой долей нерыночных кредитов в портфелях банков. Поэтому работа Национального банка направлена на повышение эффективности процентной ставки как единой цены денег.

### ***Макропруденциальная политика в Беларуси***

Макропруденциальное регулирование в Беларуси имеет гораздо менее продолжительную историю. Стартовой точкой с некоторой долей условности (о которой будет сказано выше) можно считать 2013 год, когда в соответствии с изменениями в Банковском кодексе Республики Беларусь у Национального банка появилась новая функция, заключающаяся в мониторинге финансовой стабильности в стране. Основной целью такого мониторинга стали выявляе-

ние и оценка угроз устойчивой работе банковского сектора и уязвимых мест финансовой системы. Мониторинг финансовой стабильности осуществляется в соответствии с принципами регулярности, оперативности, системности, транспарентности, взаимодействия, а также адекватности методологии и инструментария. Результаты мониторинга финансовой стабильности размещаются Национальным банком на его официальном сайте в интернете не реже 1 раза в год, а также представляются в Правительство Республики Беларусь, Министерство финансов, Министерство экономики, Агентство по гарантированному возмещению банковских вкладов (депозитов) физических лиц, другие заинтересованные государственные органы в целях обеспечения финансовой стабильности.

В 2014 г. Национальный банк в соответствии с указами Президента Республики Беларусь получил полномочия по регулированию деятельности лизинговых компаний, микрофинансовых организаций и деятельности на внебиржевом рынке Форекс. С 2015 г. Национальный банк создает и ведет реестр юридических лиц, осуществляющих учет векселей, а также устанавливает критерии в отношении банков-нерезидентов, выпускающих и авалирующих векселя. В 2016 г. Национальному банку поручено осуществлять надзор за ОАО «Банк развития Республики Беларусь», которое является системно значимым игроком на отечественном финансовом рынке. Таким образом, к настоящему времени регуляторные полномочия Национального банка не распространяются лишь на страховой сектор и рынок ценных бумаг.

Закрепление указанных функций за Национальным банком дало существенный толчок развитию небанковского сегмента финансового сектора экономики Беларуси. Разработан ряд актов законодательства, которыми упорядочена деятельность организаций небанковского сегмента. Формирование надлежащего правового поля и прозрачных условий для деятельности на данном сегменте финансового сектора стало хорошим стимулом для начала деловой активности отечественных финансовых учреждений и привлечения в сектор инос-

транного капитала, а также основой для формирования эффективной конкуренции между участниками финансового рынка.

Далее, в 2015 г. в структуре Национального банка появилось самостоятельное Управление финансовой стабильности, которое взяло на себя организацию и координацию работ по мониторингу финансовой стабильности. К задачам данного подразделения относится выработка предложений, направленных на изменение условий и параметров функционирования финансовой системы, а также обеспечение ее развития.

В 2016 г. аналогично шведскому опыту в Беларуси был создан Совет по финансовой стабильности. Возглавляют данный Совет Председатель Правления Национального банка и Первый заместитель Премьер-министра страны; также в его состав входят Министр экономики, Министр финансов, их первые заместители, а также три заместителя Председателя Правления Национального банка.

Совет по финансовой стабильности организует и координирует взаимодействие государственных органов при осуществлении мониторинга финансовой стабильности, включая комплексный анализ факторов, оказывающих влияние на сохранение финансовой стабильности (состояние платежного баланса, консолидированного бюджета, юридических лиц, домашних хозяйств, государственного долга, долга органов местного управления и самоуправления, долга, гарантированного Республикой Беларусь и местными исполнительными и распорядительными органами, долга банков, предприятий и домашних хозяйств, иные факторы).

В числе основных задач Совета по финансовой стабильности – разработка и координация выполнения мер, направленных на обеспечение финансовой стабильности. Кроме того, Совет координирует деятельность на финансовом рынке уполномоченных государственных органов по регулированию и надзору, разрабатывает механизмы разрешения кризисных ситуаций на финансовом рынке.

Таким образом, модель, сложившаяся в Беларуси, не является «чистым» англий-

ским либо шведским вариантом. Национальный банк имеет гораздо больше полномочий по регулированию деятельности финансовых посредников, чем Риксбанк, но не отвечает за обеспечение финансовой стабильности единолично, как Банк Англии.

Выше указаны этапы становления макропруденциальной политики в Беларуси с институциональной точки зрения. Однако соответствующие меры принимались и ранее 2013 г. Фактически отдельные действия, которые можно отнести к мерам макропруденциальной политики, начали относительно регулярно предприниматься после макроэкономических корректировок 2011 г. для предотвращения вероятности возникновения системных банковских кризисов (таблица). Большинство этих мер было реализовано в рамках банковского регулирования и надзора, что вполне естественно, учитывая исключительную значимость банковского сектора в распреде-

лении финансовых активов в Беларуси. Банки являются своеобразным связующим звеном для всех небанковских финансовых посредников как с точки зрения потоков денежных средств, так и с точки зрения передачи рисков, поэтому значительная часть системных угроз устойчивому функционированию финансового сектора может быть ограничена посредством традиционных мер банковского надзора.

Например, в 2012 г. и в первом полугодии 2013 г. в целях ограничения кредитования в иностранной валюте был принят ряд действий системного характера: ужесточены пруденциальные требования по формированию специальных резервов по кредитам в иностранной валюте, предоставленным предприятиям, у которых нет устойчивой либо отсутствует валютная выручка; ограничен порядок предоставления субъектам хозяйствования краткосрочных кредитов в иностранной

**Макропруденциальные меры Национального банка Республики Беларусь, принятые начиная с 2013 г.**

Таблица

Сущность меры	Начало действия	Статус
Норматив достаточности нормативного капитала банка увеличен с 8 до 10%	Январь 2013	Действует
Ужесточена классификация валютных кредитов при расчете достаточности нормативного капитала (включаются в VII группу риска со степенью риска 150%)	Октябрь 2013	Отменена (декабрь 2014)
В расчет активов, взвешенных по риску (RWA), добавлены VIII (со степенью риска 200%) и IX (со степенью риска 500%) группы риска для учета задолженности физических лиц с высокой процентной ставкой	Январь 2014	Отменена (декабрь 2014)
Банкам предоставлена возможность дифференцировать размер отчислений в специальные резервы по активам I группы (с 0,5 до 2% от величины актива)	Апрель 2015	Действует
Снижено значение норматива суммарной открытой валютной позиции (ОВП) с 20 до 10% нормативного капитала	Июнь 2015	Действует
Установлен порядок формирования банками портфелей однородных кредитов, выданных под чрезмерно высокие процентные ставки, с созданием резервов в размере 30%	Июнь 2015	Действует
Установлено требование к формированию специальных резервов на покрытие убытков по валютным активам исключительно в белорусских рублях	Ноябрь 2015	Действует
Снижен уровень резервирования по активам, подверженным кредитному риску, II группы риска до 5–30% от суммы задолженности (ранее 10–30%)	Январь 2016	Действует
Вступили в силу новые нормативы ликвидности LCR и NSFR, а также контрциклический буфер капитала	Январь 2018	Действует
Вступил в силу буфер системной значимости, применяемый к капиталу системно значимых банков (0,75 п. п. для банков группы I и 0,5 п. п. для банков группы II)	Март 2018	Действует

*Источник.* Авторская разработка.



валюте; ужесточены подходы к оценке риска по валютным кредитам при расчете банками показателей достаточности нормативного капитала. Во втором полугодии 2014 г. были реализованы мероприятия, призванные макропруденциальным образом ограничить ускоренное потребительское кредитование по чрезмерно высоким процентным ставкам, в частности, увеличены требования к капиталу по таким кредитам. В 2015 г. установлен порядок формирования банками портфелей однородных кредитов, выданных под чрезмерно высокие процентные ставки, с созданием специальных резервов в размере 30%.

Пожалуй, все же первой макропруденциальной мерой в истории Республики Беларусь можно считать приостановление с последующим запретом в 2009 г. банковского кредитования физических лиц в иностранной валюте.

С 1 января 2016 г. вступили в силу новые пруденциальные нормативы капитала для банков, разработанные в соответствии с международным стандартом Базель III. В настоящее время в Национальном банке ведется подготовка к установлению нулевого значения контрциклического буфера капитала на основе уточненных подходов к оценке кредитного разрыва. Новые нормативы ликвидности (также по Базель III) – показатель покрытия ликвидности (LCR) и показатель чистого стабильного фондирования (NSFR) – вступили в силу с 1 января 2018 г.

### *Деловые и финансовые циклы в экономике Беларуси*

В деловых, финансовых (кредитных) циклах традиционно выделяют четыре фазы: *экспансия* (рост циклической составляющей на уровне выше долгосрочного тренда), *замедление* (снижение циклической составляющей на уровне выше долгосрочного тренда), *спад* (снижение циклической составляющей на уровне ниже долгосрочного тренда) и *восстановление* (повышение циклической составляющей на уровне ниже долгосрочного тренда). Для корректного применения макропруденциальных инструментов необходимо четко идентифицировать моменты перехода от фазы восстано-

ления к фазе экспансии (введение мер) и от фазы замедления к фазе спада (отмена мер). Повышенные требования к капиталу и ликвидности должны применяться исключительно в период экспансии на финансовом рынке; их преждевременное внедрение во время фазы восстановления может нанести ущерб экономическому развитию не только вследствие ограничения объема располагаемых банками ресурсов, но и по причине неверного истолкования рынком «импульса» от регулятора.

Для определения фаз финансового цикла в Республике Беларусь можно использовать композитный индикатор, состоящий из 9 показателей, учитываемых с различными весовыми коэффициентами<sup>3</sup>:

- отношение требований банков к экономике к ВВП,
- отношение средней стоимости квадратного метра жилой недвижимости в г. Минске к средней заработной плате,
- отношение рублевой денежной массы  $M2^*$  к золотовалютным резервам,
- отношение внешнеторгового оборота к обороту внутреннего валютного рынка страны,
- условия кредитования (показатель, вычисленный как отношение среднего срока кредитования к средней процентной ставке),
- банковский левередж,
- отношение стоимости выпущенных организациями акций к объему реализации произведенной ими продукции,
- отношение стоимости находящихся в обращении на внутреннем рынке государственных ценных бумаг к доходам консолидированного бюджета,
- отношение процентных доходов банков по операциям с физическими лицами к денежным доходам населения<sup>4</sup> (данный индикатор, как и сами циклы, подробно описан в работе автора (Власенко, 2016)).

<sup>3</sup> Значения весовых коэффициентов заданы экспертно.

<sup>4</sup> В формуле расчета индикатора финансовых циклов использовалась корреляционная матрица с переменными элементами, полученными как экспоненциально взвешенные скользящие средние. Вследствие этого чем ближе к единице взаимная коррелированность составляющих индикатора финансовых циклов, тем большие значения он принимает. Таким образом, сигнал о смене фазы цикла усиливается в случае однонаправленной динамики компонент и ослабевает в противном случае.

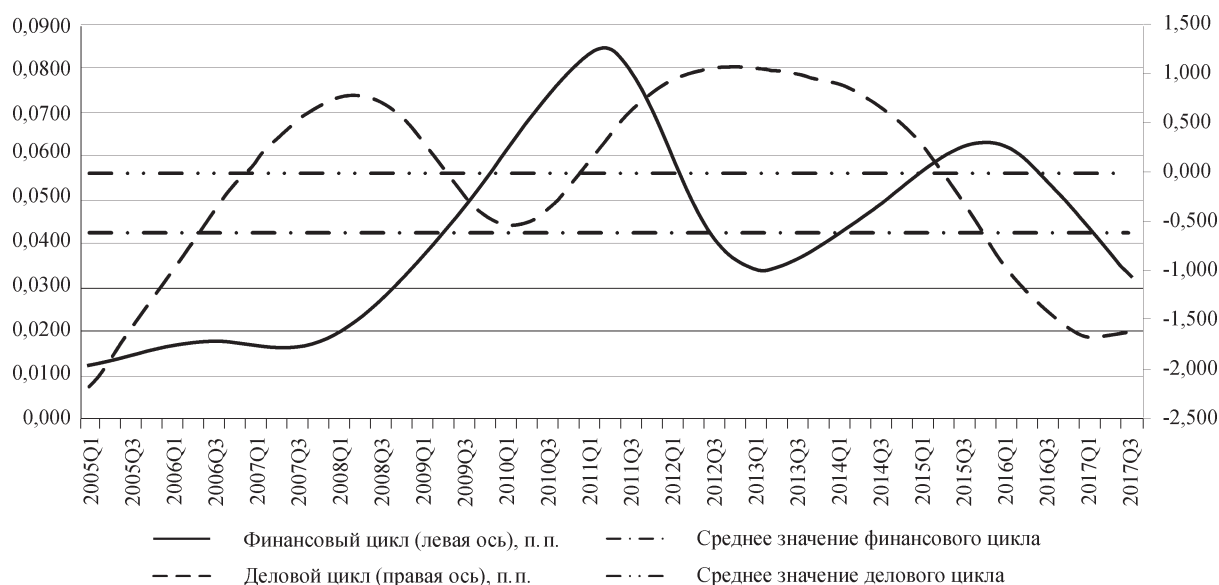
Динамика сглаженного значения индикатора финансовых циклов в 2005–2017 гг. представлена на рисунке. Финансовые циклы, как правило, в 1,5–2 раза длиннее, чем деловые, и их фазы не всегда совпадают во времени. Кроме того, финансовые рецессии характеризуются большей продолжительностью и глубиной по сравнению со спадами в реальном секторе экономики. Согласно результатам исследований, в Беларуси средняя длина финансового цикла составляет порядка 10 лет; это означает, что продолжительность одной его фазы равна примерно 2,5 года. Как показано на рисунке, в 2016 г. был пройден пик финансового цикла и участники финансового рынка к концу года более адекватно оценивали риски, обусловленные неблагоприятным макроэкономическим окружением, и перспективы развития экономики и соответствующим образом корректировали свое поведение. Фаза спада финансового цикла обозначилась в Беларуси в начале 2017 г. и продолжалась до конца периода, что свидетельствует о преобладании пессимистических настроений среди игроков финансового рынка. Их осторожное поведение в свою очередь неизбежно оказывает сдерживающее влияние на экономический рост страны.

Для выявления в Беларуси фаз делового цикла, на который должны быть ори-

ентированы меры монетарной политики, был применен сугубо статистический подход, при котором временной ряд реального ВВП логарифмировался и подвергался двойной фильтрации по методу Ходрика-Прескотта<sup>5</sup> (Крук, Коршун, 2014). Для более наглядной интерпретации результатов данные были нормализованы (из циклической компоненты ВВП вычиталось среднее значение ряда, а разность делилась на его стандартное отклонение). Значение циклической компоненты выше нуля свидетельствует о положительном отклонении от долгосрочного тренда, ниже нуля – об отрицательном отклонении от долгосрочного равновесного уровня.

В реальном секторе на рубеже 2016–2017 гг. произошел переход к фазе восстановления после почти двухлетней рецес-

<sup>5</sup> Вообще говоря, фильтр Ходрика-Прескотта предназначен для очистки временного ряда лишь от случайной составляющей, циклическую же он относит к долгосрочному тренду. Выходом из ситуации является двойное использование указанного фильтра. При первом его использовании параметру  $\lambda$  придается значение 1600: оно считается оптимальным для выделения долгосрочного тренда из временного ряда, имеющего квартальную периодизацию. Далее, сглаженный ряд (который, по сути, представляет собой сумму тренда и циклической компоненты) подвергается повторной фильтрации с параметром  $\lambda = 100$ . В результате циклическая составляющая ВВП интерпретируется фильтром Ходрика-Прескотта как случайная и удаляется. Вычитая из тренда, полученного на первом этапе, тренд, образовавшийся после проведения второго этапа, мы оставляем лишь необходимую циклическую компоненту ВВП.



Финансовый и деловой циклы в Беларуси

Источник. Авторская разработка.

сии. Данная фаза приобрела устойчивый характер во втором полугодии 2017 г.

Таким образом, по состоянию на начало 2018 г. деловой цикл находится в фазе восстановления, финансовый цикл – все еще в периоде спада. Это говорит о том, что предпосылок для активизации инструментов макроprudенциальной политики, включая положительное значение контрциклического буфера капитала, нет.

Статистический тест Гренджера на каузальность показывает, что в Беларуси изменение фаз финансового цикла является причиной смены фаз делового цикла, т. е. первый предшествует второму. Расстояние между пиковыми точками обоих циклов составляет около 3 лет. В периоды, когда макроprudенциальную политику нужно было ужесточать (2009 и 2014 гг.), наблюдался переход делового цикла в фазу спада в первом случае и в фазу замедления – во втором. То есть жесткая макроprudенциальная политика должна была сочетаться со стимулирующей монетарной политикой. Так оно и было в 2014 г., однако в 2009 г. в силу отсутствия макроprudенциального регулирования предпринимались попытки противостоять глобальному финансовому кризису монетарными мерами (рост ставок и ослабление курса рубля).

В целом же вывод о степени согласованности задач монетарной политики и задачи обеспечения финансовой стабильности в Беларуси делать пока преждевременно в силу относительно короткой истории макроprudенциального регулирования.

\* \* \*

Монетарное и макроprudенциальное регулирование – различные самостоятельные направления государственной экономической политики, имеющие свои цели, инструменты и институциональную организацию. Вместе с тем между обеими политиками существует определенное взаимодействие, поэтому каждая из них должна проводиться при наличии полной информации о мерах и последствиях другой политики (что, однако, не подразумевает их явной скоординированности). По сути, все случаи, когда проблемы в сфере фи-

нансовой стабильности не могут быть решены иначе как путем применения мер монетарной политики, являются следствием неразвитости либо недостаточной эффективности макроprudенциальной политики. Последняя имеет очевидное преимущество: действуя «точно», она способствует снижению рисков именно в проблемных сегментах, поддерживая при этом макрофинансовую устойчивость и минимально влияя на темпы экономического роста. Также макроprudенциальная политика является инструментом превентивного воздействия; последствия же уже реализовавшегося системного риска следует преодолевать с помощью мер монетарной политики.

Макроprudенциальное регулирование в Беларуси имеет непродолжительную историю, берущую свое начало после макроэкономических корректировок 2011 г. В настоящее время в стране уже выполняются практически все условия (как организационного, так и методического характера), необходимые для эффективного проведения макроprudенциальной политики. Новое направление государственного регулирования с 2016 г. активно пополняется передовыми макроprudенциальными инструментами, которые позволяют избегать конфликтов с традиционными мерами монетарной политики Национального банка.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

**Власенко М.** 2016. Финансовые циклы и их выявление в экономике Беларуси. *Банкаўскі веснік*. № 12. С. 11–18. [Vlasenko M. 2016. Financial cycles and their identification in the economy of Belarus. *Bankauski vesnik*. No 12. PP. 11–18. (In Russ.)]

**Власенко М.** 2018. Секторальные инструменты макроprudенциальной политики (LTV, LTI, DSTI) и возможности их применения в Республике Беларусь. *Банкаўскі веснік*. № 1. С. 21–33. [Vlasenko M. 2018. Sectoral macroprudential policy tools (LTV, LTI, DSTI) and the possibility of their application in Belarus. *Bankauski vesnik*. No 1. PP. 21–33. (In Russ.)]

**Пашкевич А., Власенко М.** 2017. Инструменты макроprudенциальной политики: европейский опыт, перспективы для Беларуси. *Банкаўскі веснік*. № 5. С. 3–11. [Pashkevich A., Vlasenko M. 2017. Macroprudential policy tools: European

experience, prospects for Belarus. *Bankauski vesnik*. No 5. PP. 3–11. (In Russ.)]

**Крук Д., Коршун А.** 2014. Экономический цикл и опережающие индикаторы: методологические подходы и возможности использования в Беларуси. *Исследовательский центр ИПМ. WP/10/05*. URL: <http://old.research.by/pdf/wp2010r05.pdf> [Kruk D., Korshun A. 2014. Economic cycle and leading indicators: methodological approaches and opportunities for use in Belarus. *Issledovatel'skiy tsentr IPM. WP/10/05*. URL: <http://old.research.by/pdf/wp2010r05.pdf> (In Russ.)]

**Miles D.** 2013. *Monetary policy and forward guidance in the UK*. Newcastle: Northumbria University. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/>

[-/media/boe/files/speech/2013/monetary-policy-and-forward-guidance-in-the-uk](#)

**Olsen O.** 2015. *Integrating financial stability and monetary policy analysis*. London: Systemic Risk Centre, London School of Economics. URL: <https://www.bis.org/review/r150429a.pdf>

**Stein J.C.** 2013. *Overheating in credit markets: origins, measurement, and policy responses*. Missouri: St. Louis. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/stein20130207a.htm>

**Svensson L.** 2017. Cost-benefit analysis of leaning against the wind. *Journal of Monetary Economics*. No 90. PP. 193–213. URL: <https://larseosvensson.se/files/papers/cost-benefit-analysis-of-leaning-against-the-wind.pdf>

---

In citation: *Belorusskiy ekonomicheskiy zhurnal*. 2018. No 3. PP. 43–59.

*Belarusian Economic Journal*. 2018. No 3. PP. 43–59.

## CONTINGENCY OF MONETARY POLICY AND MACROPRUDENTIAL REGULATION: A THEORETICAL ANALYSIS AND EXPERIENCE OF BELARUS

Maksim Ulasenka<sup>1</sup>

*Author affiliation:* <sup>1</sup> National Bank of the Republic of Belarus (Minsk, Belarus).

*Corresponding author:* Maksim Ulasenka (m.vlasenko@nbrb.by).

**ABSTRACT.** Researched are target benchmarks and institutional aspects of organization of monetary and macroprudential policies interaction in the context of a set of measures on state regulation of the economy. Considered are situations when these directions of regulation can be in conflict. Performed is the periodization of monetary and macroprudential policies history in the Republic of Belarus. Characterized are their main accomplishments. Analyzed is the relationship between business and financial cycles in the economy in the context of measures taken to ensure price and financial stability.

**KEYWORDS:** monetary policy, macroprudential policy, price stability, financial stability, macroprudential instruments, financial crisis.

**JEL-code:** E52, G18.

*Received 3.03.2018*

