



# СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ ГОСУДАРСТВ ЕВРАЗИИ

## ДИСКУРС О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ РЕСТРИКЦИИ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

**О.А. Золотарева,**

докторант кафедры банковского дела Санкт-Петербургского государственного экономического университета,  
кандидат экономических наук  
olgaztv@gmail.com

*В статье рассмотрены прямые каналы поступления денег в белорусскую экономику: валютный, бюджетный, кредитный. Сделан вывод о неэффективности функционирования традиционных каналов денежного предложения в денежно-кредитной системе Республики Беларусь. Определены основные условия усиления действенности денежно-кредитной политики.*

**Ключевые слова:** валютный, бюджетный, кредитный каналы денежного предложения, ограничительная денежно-кредитная политика.

УДК 336.74 ББК 65.262.6

Как правило, модели трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в странах с развивающимися рынками строятся на допущении «нейтральности» денег в экономике и чаще всего обосновывают значительное влияние динамики денежной массы на уровень цен при менее тесной взаимосвязи денежной массы и реальных переменных. Из этого следуют рекомендации проведения ограничительной денежно-кредитной политики с целью сдерживания высокой инфляции в этих странах. Считается, что инфляция является более значительным злом, нежели сдерживание темпов экономического развития, вытекающее из монетарных рестрикций. Тем не менее, многие исследователи обращают внимание на то, что ограничение денежной массы может являться причиной роста цен [1], [2], [3].

Кроме того, в Беларуси динамика цен находится в большей степени под влиянием немонетарных факторов, к которым можно отнести, прежде всего, сохранение государственного контроля уровня цен на продовольствие и услуги ЖКХ. Это еще больше усиливает аргументы исследователей, утверждающих, что монетарные рестрикции не приведут к желаемому ограничению роста цен, а могут вызвать снижение темпов экономического развития.

Чтобы определить степень результативности денежно-кредитной политики, необходимо проанализировать эффективность действия каналов денежного предложения и оценить достаточность количества денег для обеспечения экономического развития.

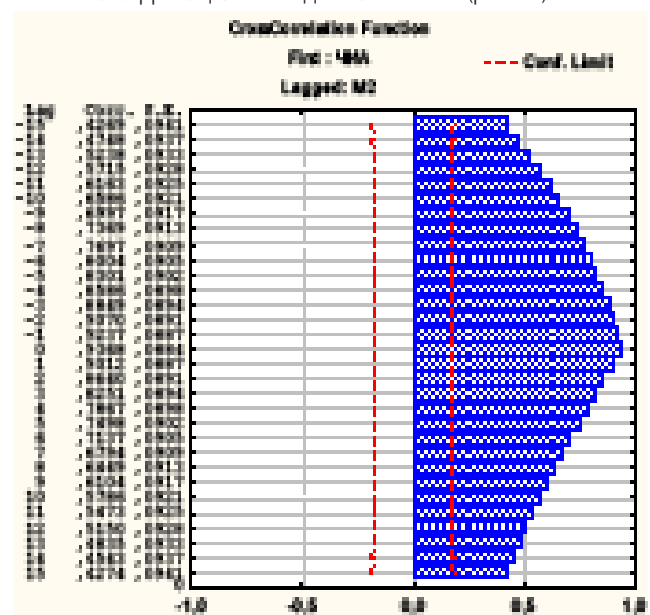
М.Ю. Малкина рассматривает кредитный, валютный, фондовый каналы предложения и несколько каналов стерилизации денежной массы — депозиты правительства, резервы и депозиты коммерческих банков, выпуск центральным банком собственных ценных бумаг [4]. При этом совершенно справедливо автор соотносит активное использование кредитного канала с денежно-кредитной политикой Европейского центрального банка, фондового канала с действиями ФРС и Банка Японии, а преимущественное использование валютного канала относит к денежно-кредитной политике центральных банков, активно накапливающих международные резервы, в частности России и Китая.

В.Э. Кроливецкая, выделяя три прямых канала предложения денег Центральным банком России (валютный, кредитный и бюджетный), вскрывает серьезные недостатки валютного (внешнего) канала, негативно влияющего на экономический рост, наличие денежной рестрикции по линии бюджетного канала предложения денег; и определяет условия и причины неразвитости кредитного канала в российской экономике [5].

В.Н. Усоский, анализируя действие каналов денежного предложения в Республике Беларусь, выделяет валютный, кредитный каналы и канал финансирования правительства [6].

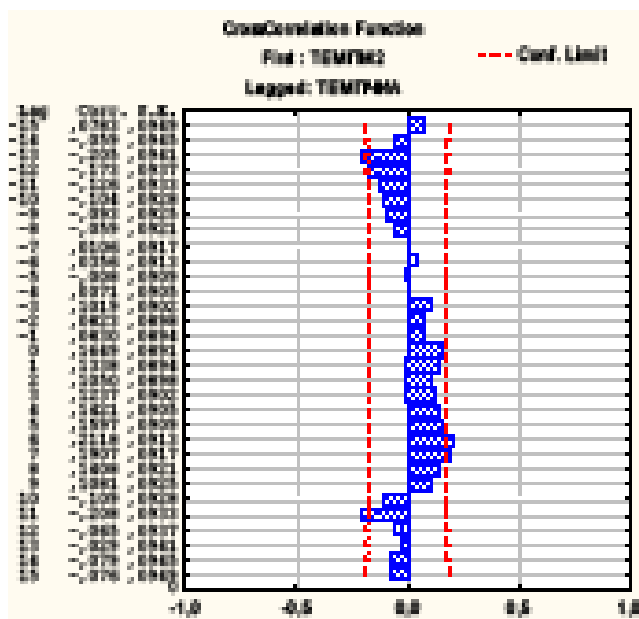
Валютный канал является основным в странах с высокими темпами наращивания чистых иностранных активов. Для оценки действия этого канала, необходимо проанализировать наличие корреляции между уровнем и темпами роста чистых иностранных активов и показателями денежной массы.

Анализ корреляции среднемесячных показателей чистых иностранных активов органов денежно-кредитного регулирования Республики Беларусь и величины денежной массы показывает высокую корреляцию между данными показателями. Оценка лаговой зависимости между данными показателями показывает наличие высокой взаимной зависимости между этими показателями с лагами до 15 месяцев включительно. При этом наиболее значимая корреляция наблюдается без лага (рис. 1а).



**Рис. 1а. Кросс-корреляционная функция взаимного влияния уровня M2+ и чистых иностранных активов органов денежно-кредитного регулирования за период с 2003 по 2013 годы**

Оценка лаговой зависимости темпов прироста  $M2^*$  и чистых иностранных активов органов денежно-кредитного регулирования также указывает на наличие невысокой, но статистически значимой корреляции между данными показателями (рис.16).



**Рис. 16. Кросс-корреляционная функция взаимного влияния приростов  $M2^*$  и чистых иностранных активов органов денежно-кредитного регулирования за период с 2003 по 2013 годы**

Таким образом, анализ подтверждает наличие валютного канала предложения денег в экономике Беларуси.

Валютный канал денежного предложения в Республике Беларусь не имеет явно выраженных негативных последствий, которые характерны для стран с устойчивым положительным сальдо торгового баланса: массированный вывоз капитала, перераспределение прибыли в пользу сырьевых монополий и иностранных инвесторов. Тем не менее, есть недостатки валютного канала денежного предложения, которые характерны и для экономики Беларуси. Они состоят в том, что предложение валюты и обменный курс не могут в полной мере контролироваться центральным банком. Предложение денег зависит от внешнеэкономических факторов, что ведет к утрате контроля над динамикой денежной массы. Кроме того, государственный бюджет лишается эмиссионного дохода, который мог бы явиться основой для роста правительственных расходов и инвестиций. [7, с. 13]. Маневич В.Е. называет использование монетизации иностранной валюты как основного канала предложения денег «откатом к системе золотовалютного стандарта», преодоленного развитыми странами во второй половине 20 века.

Бюджетный канал предложения денег (более широко — фондовый канал) является основным каналом предложения денег со второй половины 20 века в таких странах как США, Япония, Канада. Развитый рынок государственных ценных бумаг позволяет центральному банку посредством операций на открытом рынке влиять на доходность финансовых инструментов и на кредитную активность бан-

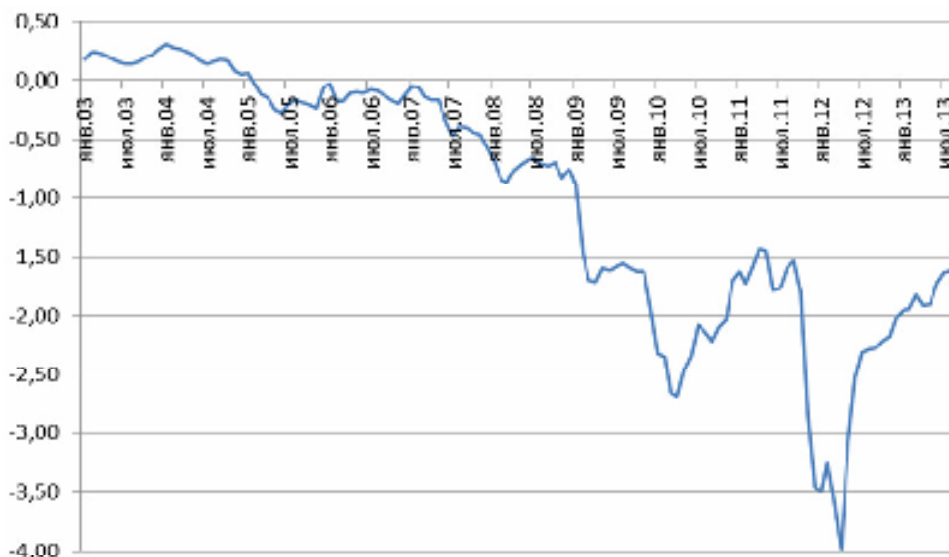
ков. Он лишен недостатков, свойственных валютному каналу. Денежное предложение в данном случае находится под более значительным контролем центрального банка, а эмиссионный доход направляется в бюджет государства.

Тем не менее, анализ показывает существенное абсорбирование ликвидности по линии бюджетного канала в Республике Беларусь. Органы государственного управления с марта 2005 года выступают по отношению к Национальному банку не как кредиторы, а как заемщики. Нетто-обязательства органов государственного управления в белорусских рублях перед Национальным банком только за 2011 год увеличились на 6904,3 млрд руб. (в 557 раз).

Кроме того, депозиты правительства в Национальном банке в иностранной валюте являются главной балансирующей статьей увеличения чистых иностранных активов органов денежно-кредитного регулирования (коэффициент корреляции между чистыми иностранными активами и чистыми требованиями к правительству близок к единице), а, следовательно, играют роль ограничителя роста денежной массы. На рисунке 2 показано усиление абсорбирующей роли бюджетного канала предложения денег на протяжении последнего десятилетия.

Развитию кредитного канала денежного предложения в Республике Беларусь препятствует распространенное в среде экономического истеблишмента представление об инфляционных последствиях роста кредитов в экономике. Это мнение усилилось после кризиса 2011 года, одной из основных причин которого называют расширительную денежно-кредитную политику Национального банка. По сути, сторонники данной точки зрения основываются на монетаристском предположении об экзогенном характере поступления денежной массы в экономику, а, следовательно, на обусловленности количества денег в экономике величиной денежной базы.

Действительно, осуществляя рефинансирование, центральный банк обеспечивает поступление денег в экономику. Увеличивая рефинансирование коммерческих банков, Национальный банк расширяет банковские резервы. Тем не менее, банковские резервы формируются не только за счет средств Национального банка, но и за счет депозитов юридических и физических лиц. Банковские резервы могут являться избыточными (добровольными остатками), а могут направляться на предоставление кредитов нефинансовому сектору. Таким образом, величина внутреннего кредита нефинансовому сектору определяется рядом эндогенных и экзогенных факторов. Рефинансирование Национального банка выступает в данном случае лишь одним из факторов (экзогенным) роста денежного предложения. К числу эндогенных факторов, увеличивающих количество денег в экономике, можно отнести ставку процента, инфляционные ожидания, стоимость альтернативных активов



**Рис. 2. Динамика коэффициента соотношения величины чистых требований к органам государственного управления и денежной базы**

Источник: рассчитано по данным Национального банка Республики Беларусь [8]

(в Беларуси, главным образом, иностранной валюты), уровень доверия к банковской системе и ряд других. А значит, влияние рефинансирования на денежное предложение не является слишком прямолинейным.

Основной задачей рефинансирования центрального банка во всем мире является сглаживание временных колебаний ликвидности в рамках ограниченной дискреции. В то же время многие страны в рамках проводимой в последнее время нетрадиционной денежно-кредитной политики, направленной на ликвидацию последствий кризиса изменили подходы к рефинансированию, что проявилось, прежде всего, в увеличении сроков кредитования и расширении списка приемлемых залогов.

Национальный банк Республики Беларусь, так же, как и многие другие центральные банки, начиная с октября 2008 года, применял нестандартные меры кредитной поддержки, к которым можно отнести:

1. Отмену лимитов по сделкам СВОП овернайт с 01.10.2008 года и по кредитам овернайт, начиная с 01.10.2009 года. Так, возросший объем займствований в 2008 году на 25,6 трлн руб. по сравнению с 2007 годом обусловлен отменой в 4 квартале 2008 года лимитов по сделкам СВОП. Значительный рост предоставленной ликвидности в сумме 99,3 трлн руб. наблюдался в 2009 году по сравнению с предыдущим годом, что было связано с отменой лимитов по кредитам овернайт и все возрастающей потребностью банков в рублевой ликвидности.

2. Расширение ломбардного списка ценных бумаг за счет включения в него биржевых и необеспеченных облигаций банков, облигаций местных исполнительных и распорядительных органов, а также повышение коэффициентов обеспечения по принимаемому в залог ценным бумагам.

3. Беззалоговое рефинансирование банков. Так, в соответствии с Постановлением Правления Национального банка Республики Беларусь от 23.10.2008 года №153 у банков появилась возможность получения беззалоговых кредитов сроком до 3 месяцев под ставку, превышающую ставку по кредитам овернайт на 3 п. п. Данная мера была направлена на поддержку ликвидности банков в условиях повышенного спроса на нее и недостаточности у банков залогового обеспечения по операциям рефинансирования центрального банка. В целом объем таких кредитов за весь период их применения составил 13, 155 трлн рублей. Основной объем этих операций пришелся на 2009 год.

4. Кредитование банков под залог бездокументарных закладных в порядке эксперимента первоначально в отношении двух банков — ОАО «АСБ Беларусбанк», ОАО «Белинвестбанк» на основании постановления от 15.10.2009 № 170, принятого Правлением Национального банка. Учитывая роль инструмента закладных в разрывании кризиса 2008 года, предполагалось, что банк, эмитирующий закладные, не сможет их продать. Основной целью введения этого инструмента рефинансирования являлось расширение возможности кредитования государственных банков, осуществляющих кредитование строительства, на фоне снижения общего объема государственных облигаций, обращающихся на вторичном рынке. При этом Национальным банком установлены следующие параметры рефинансирования банков под залог закладных. Срок кредитов под залог закладных составляет от 3 до 6 месяцев. Размер процентов — ставка по кредиту овернайт, уменьшенная на 3 п. п. Позже на основании постановления Правления от 27 апреля 2010 года к эксперименту был подключен ОАО «Белагпропромбанк». Постановлением Правления от 28.12.2010 «О предоставлении кредитов банкам под залог закладных» был установлен срок кредитов под залог закладных до 6 месяцев. Ставка процента установлена в размере ставки по кредиту овернайт, уменьшенной на 1 п.п. Предоставление кредитов банкам должно осуществляться в размере не больше фактического остатка задолженности по кредитам в белорусских рублях, предоставленных ими юридическим лицам и обеспеченных ипотекой, в пределах стоимости недвижимого имущества, обеспеченного ипотекой, скорректированного на коэффициент обеспечения 0,8. Общий объем выданных кредитов под залог бездокументарных закладных составил 2,377 трлн руб.

В результате применения этих мер в отдельные периоды доля нестандартных операций поддержания ликвидности

банков в структуре инструментов рефинансирования Национального банка по среднему остатку составляла: 46% — в мае 2011 года, 36,6 — в июне, 39,2% — в сентябре 2011 года, более 38% в январе 2012 года.

Тем не менее, со второй половины 2011 года по мере разворачивания валютного кризиса в стране, в руководстве Национального банка усилились позиции сторонников денежно-кредитной рестрикции, как основного средства преодоления кризиса. Кредиты под залог закладных и беззалоговые кредиты были приостановлены. Национальный банк заявил о переходе к стандартным инструментам рефинансирования на рыночных условиях. Произошло сокращение сроков рефинансирования сроком до 7 дней. В то время как ранее срок предоставления кредитов по двусторонним операциям составлял 30 дней, а по операциям на открытом рынке до 3 месяцев. Существенно снизилась роль аукционных операций и усилилось значение двусторонних операций, направленных на ограниченную поддержку текущей ликвидности структурообразующих банков<sup>1</sup>. Финансирование госпрограмм, осуществляемое через крупнейшие государственные банки по льготным процентным ставкам, было возложено на созданный Банк развития. Предполагается, что с 2014 года все государственные программы будут финансироваться только через посредство Банка Развития.

Мы не согласны с позицией сторонников кредитных и денежных рестрикций как средства преодоления кризиса, основной причиной которого в Беларуси явилось, на наш взгляд, усиление предпочтения ликвидности, выразившееся в ажиотажном спросе на иностранную валюту. Тем не менее, определять завышенные установки в отношении системы рефинансирования Национального банка, предполагая трансформировать ее в основной канал денежного предложения, было бы, на наш взгляд, не верным. Рефинансирование центрального банка должно быть направлено на регулирование текущей ликвидности и носить краткосрочный характер. Мы не можем согласиться также с мнением исследователей, которые считают, что необходимо развивать инструменты рефинансирования с более длительным сроком предоставления кредитов, в том числе систему долгосрочного инвестиционного рефинансирования [5, с.276]. Мы рассматриваем использование центральными банками долгосрочных инструментов рефинансирования как паллиативную меру, позволяющую снять финансовые проблемы в отдельные периоды экономического развития. Вводя в систему рефинансирования на постоянной основе инструменты инвестиционной направленности, центральный банк тем самым ставит перед собой стимулирующие задачи. А установление одновременно столь разноплановых целей — стимулирования экономического роста и монетарной стабильности — приводит к их конфликту и снижению эффективности достижения. На практике такую ситуацию можно назвать «целевым сдвигом монетарной политики» [9].

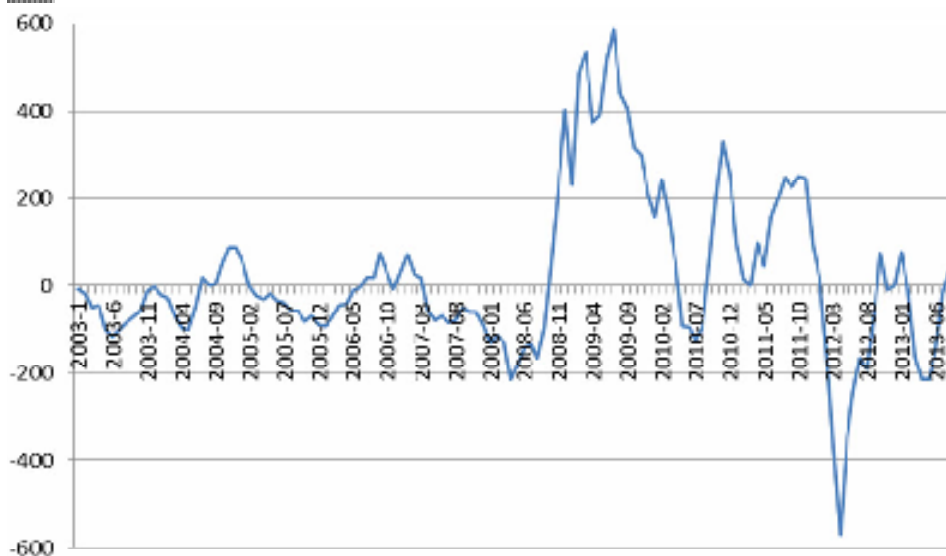
Разумеется, нигде в мире не существует полностью независимых центральных банков. Однако традиционно считается, что правительство стимулирует экономику, а центральный банк выполняет таргетируемые показатели, в том числе в части ограничения инфляции. Стимулирующие задачи снижают стратегическую и операционную независимость центрального банка и устанавливаются, как правило, перед центральными банками в странах с формирующимися рынками<sup>2</sup>. Создавать источники долгосрочных инвестиций необходимо, на наш взгляд, прежде всего, через развитие финансового посредничества.

Для оценки роли кредитного канала денежного предложения в Беларуси мы предлагаем использовать коэффициент чистого рефинансирования, или коэффициент кредитной активности центрального банка, представляющий собой соотношение величины чистого рефинансирования и величины денежной базы.

$$K_{\text{чист}} = \frac{D_{\text{чист}}}{I_{\text{баз}}}, \quad (1)$$

где  $P_{\text{чист}}$  представляет собой сумму чистого рефинансирования, как разницу между средними остатками по операциям поддержания ликвидности и изъятия;

$M_{\text{баз}}$  — среднемесячное значение денежной базы.



**Рис. 3. Динамика коэффициента чистого рефинансирования в 2003–2013 годах**

Источник: составлено автором на основании данных Национального банка Республики Беларусь [11]

Для расчета коэффициента были взяты среднемесячные остатки за период с 2003 года по настоящее время по всем операциям поддержки и изъятия ликвидности, включая операции, не предусмотренные Положением о принципах регулирования текущей ликвидности банков [10]. По своей сути коэффициент чистого рефинансирования представляет собой соотношение различных частей баланса Национального банка и показывает, сколько рублей чистого рефинансирования приходится на 1 рубль денежной базы. Положительная величина коэффициента означает превышение сумм по операциям предоставления ликвидности над операциями изъятия. Отрицательная — преобладание по суммам стерилизующих мероприятий. Его динамику на протяжении десятилетнего периода характеризует следующий график (рис. 3).

Наибольшая положительная величина коэффициента приходится на период конца 2008 — начала 2010. Данный период называют периодом жесткой денежно-кредитной политики, поскольку с октября 2008 по март 2010 года денежная масса по  $M_2^*$  сократилась в абсолютном выражении на 573,3 млрд руб., а денежная база на 1192,8 млрд руб. Следующим периодом значительного увеличения этого коэффициента является октябрь 2010 — январь 2011 года и затем апрель — декабрь 2011 года, когда банки испытывали проблемы с ликвидностью в связи с возникшим ажиотажным спросом на иностранную валюту. Очередным периодом высокого по модулю значения этого показателя приходится на февраль — сентябрь 2012 года. В данном случае коэффициент ушел в область резко отрицательных значений, что свидетельствует о наличии избыточной ликвидности у банков, которую Национальный банк изымал в этот период посредством депозитов по фиксированной ставке и выпуском собственных ценных бумаг. Наличие у банков избыточной ликвидности было вызвано высокими процентными ставками на денежном рынке. Затем коэффициент снова переходит в область положительных значений, что отражает активную поддержку банковского сектора со стороны Национального банка в период напряженного положения с ликвидностью в октябре 2012 года в связи с повышенным спросом на иностранную валюту со стороны населения и субъектов хозяйствования и ростом нормативов обязательного резервирования с сентября этого года.

Наибольшую степень корреляции коэффициент рефинансирования показывает с величиной спреда между однодневной ставкой МБК в национальной валюте и ставкой рефинансирования (рис. 4а). Наиболее значимая корреляция между ними (0,65) наблюдается без лага. Влияние спреда на чистое рефинансирование наблюдается с лагом до 5 месяцев включительно. Обрат-

ное влияние рефинансирования на спред происходит с лагом до 3 месяцев включительно. Данная корреляция подтверждает выполнение в целом Национальным банком своей основной задачи в части рефинансирования — сглаживание текущих колебаний ликвидности.

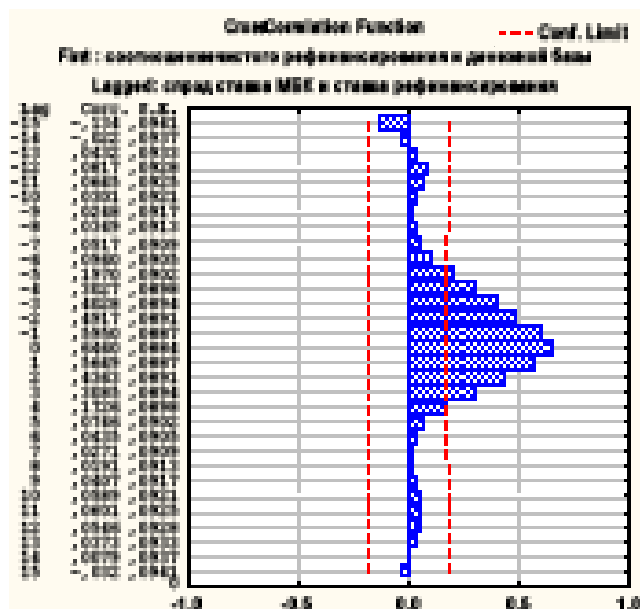
Вместе с тем кросс-корреляционный анализ показал отсутствие статистически значимой корреляционной связи между рефинансированием Национального банка и новыми кредитами, предоставленными банками нефинансовому сектору (рис. 4б).

Отсутствие такой связи, безусловно, может свидетельствовать об определенных изъянах системы рефинансирования. Основным ее недостатком является преимущественная возможность получения рефинансирования крупными государственными банками по двусторонним операциям, вследствие чего банки второго уровня (негосударственные банки) вынуждены вести конкурентную борьбу методами процентной политики на депозитном рынке, что в свою очередь влечет за собой рост процентных ставок. Вместе с тем, существующий институциональный рефинансирования Национального банка Беларуси позволяет решать основные задачи денежно-кредитного регулирования в соответствии с заданными целями, если они непротиворечивы. Отсутствие корреляционной связи между кредитами Национального банка и новыми кредитами банковской системы доказывает, что действие и величина банковского мультипликатора не находятся в строгой обусловленности кредитами Национального банка.

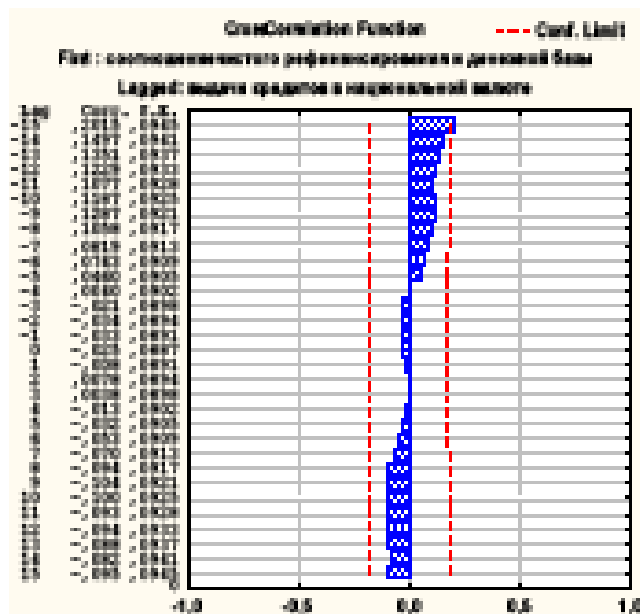
Несомненно, денежная база играет важную роль в экономике, но при этом деньги Национального банка (экзогенные деньги) не могут компенсировать нехватку денег в экономике в целом. Нехватка денег в экономике Беларуси идентифицируется анализом динамики следующих показателей: реальной денежной массы (реальных кассовых остатков), коэффициента монетизации экономики по  $M_2^*$ , величины денежного мультипликатора, соотношения внутренних кредитов нефинансовому сектору к ВВП. Объем данной статьи не позволяет продемонстрировать анализ данных показателей в полном объеме. Ограничимся лишь некоторыми цифрами, дающими возможность оценить уровень монетизации белорусской экономики. По данным официальной статистики коэффициент монетизации экономики по  $M_2^*$  за 2012 год составил 10,4%, что является очень низким уровнем не только в сравнении с развитыми, но с развивающимися странами. В развитых странах значение коэффициента монетизации в несколько раз выше и составляет в среднем 70–80% к ВВП [12, с. 5]. В России коэффициент монетизации в 2011 году составил 44,9%.

Мы пришли к выводу, что традиционные каналы денежно-кредитного предложения в денежно-кредитной системе Республики Беларусь не работают в той мере, в какой они должны были бы работать в рамках макроэкономического мейнстрима. Нам остается только выразить предположение относительно причин такого положения вещей.

Итак, ограничительная денежно-кредитная политика в своем хрестоматийном варианте не соответствует базису нашей финансовой системы и противоречит эмпирически верифицируемым потребностям реального сектора. В качестве макроэкономической рекомендации рестрикционная политика в сложившихся макроэкономических условиях априори ошибочна, так как основывается на неверных теоретических постулатах. Для идентификации истинной инфляции недостаточно



**Рис. 4а. Кросс-корреляционная функция взаимного влияния коэффициента чистого рефинансирования и спреда между ставкой однодневного МБК и ставкой рефинансирования за период с 2003 по 2013 годы**



**Рис. 4б. Кросс-корреляционная функция взаимного влияния коэффициента чистого рефинансирования и выдач кредитов нефинансовому сектору за период с 2003 по 2013 годы**

фиксировать повышение цен, но специфическое изменение наиболее важных пропорций в системе относительных цен. В рамках теории ликвидного поля деньги представляют собой абсолютную ликвидность, фокус которой может не совпадать с определением денег в юридическом контексте [13], [14]. И если мы наблюдаем в экономике устойчивое повышение спроса на ликвидность в условиях постоянного роста потребительских цен, следует на базе постулата однородности задуматься над теоретической дилеммой: что есть истинная инфляция и — является ли происходящее в Беларуси ползучее и скачкообразное изменение масштаба цен истинной инфляцией?

При проведении ограничительной денежно-кредитной политики Национальным Банком Республики Беларусь вполне возможна рельефно выраженная тенденция замедления темпа роста цен и может показаться, что такой результат является хрестоматийным монетарным эффектом. Однако при ближайшем рассмотрении этот предсказуемый результат окажется

совсем не монетарным: ограничение доступа основных субъектов хозяйствования к ликвидности приведет к депрессивным эффектам в развитии деловой конъюнктуры, падению средних доходов, в результате чего ликвидность как предмет роскоши просто окажется недоступной.

Спросу на ликвидность присуща дискретно-кумулятивная природа: в период спекулятивного бума ликвидность приближается к тому, что называют товаром Гиффена, так что спрос на ликвидность как таковую падает при росте доходов в этой фазе деловой конъюнктуры. В фазе экономического спада ликвидные блага оказываются на противоположной стороне экономического горизонта, позиционируя себя на шкале значений эластичности по доходу в качестве товаров роскоши. А потому ограничительная денежно-кредитная политика еще более повысит коэффициент спроса на ликвидность по доходу. Спрос на ликвидность окажется просто замороженным, не способным реализоваться, будучи вытолкнутым понижением дохода за пределы экономического горизонта. И как только доходы снова начнут увеличиваться, если не произойдет качественного изменения макроэкономической модели, спрос на ликвидность опять будет увеличиваться экспоненциально, что при высоком уровне монополизации экономики приведет к экспоненциальному повышению цен. Ограничительная денежно-кредитная политика также может привести к повышению цен, хотя бы потому, что в соответствии с логикой шкалы эластичности по доходу спрос на повседневные товары должен возрасти вместе с понижением средних доходов за счет падения спроса на ликвидные товары, оказавшиеся в пределах недосягаемости, — и это не будет монетарным эффектом денежно-кредитной рестрикции.

Таким образом, дискурс о денежно-кредитной политике, развернувшийся в Республике Беларусь в академических кругах, должен быть совершенно иным, нежели относительно выбора между расширительной и ограничительной политикой. В сложившихся в Беларуси условиях ни та, ни иная политика не может привести к успеху. Приходится констатировать, что невозможна денежно-кредитная политика как таковая, что, в общем-то, и укладывается в хрестоматийную ситуацию детерминированного фиксированного валютного курса. Необходимо поставить вопрос следующим образом: каким способом сделать возможной полноценную денежно-кредитную политику в Республике Беларусь, в зависимости от обстоятельств, как расширительную, так и ограничительную?

Просто отправив национальную валюту в свободное плавание, мы ее очень скоро утопим. Для того чтобы ответить на этот вопрос правильно, надо знать, каким образом эффективная денежно-кредитная политика проводится в развитых странах. Там есть очень важное отличие от макроэкономической ситуации, сложившейся в постсоветском пространстве: в развитых странах денежно-кредитная система укоренена в оборотах крупного капитала. В этих условиях ограничительная денежно-кредитная политика приводит к укреплению доверия к национальной валюте, удешевлению капиталов и улучшению инвестиционных возможностей для этой страны, и тот же рынок капиталов обеспечивает такое положение вещей, когда далеко не все «дешевые деньги», сопряженные с расширительной денежно-кредитной политикой, следуют на потребительский рынок.

Свободное плавание национальной валюты — это не причина эффективной денежно-кредитной политики, а ее важный корреляционный момент. Скорее, напротив: режим свободного плавления оказывается возможным при создании условий, обеспечивающих независимую денежно-кредитную политику. И первым таким условием является разветвленный и достаточно ликвидный рынок капиталов, которого в Республике Беларусь нет.

Даже такой простой инструмент, как процентная ставка, действует только в долговременном плане деловой конъюнктуры, когда сформированы цепочки связей между всем спектром процентных ставок денежного рынка и рынком капитала.

Речь, конечно, идет о приватизации. Полноценный рынок крупного капитала делает возможным полноценную денеж-

но-кредитную политику, а полноценная денежно-кредитная политика обеспечит гибкий плавающий валютный курс без необходимости сооружать дорогостоящие валютные резервы. Но в стране не аккумулировано достаточное количество средств, чтобы приватизация не превратилась в профанацию капитальной стоимости и всего полноценного рынка. Ставка только на иностранного инвестора не позволит создать внутреннюю базу эффективной денежно-кредитной политики. Остается только

одно: приватизация должна производиться не в рамках бюджетного процесса, а в контексте стратегии построения полноценного рынка. Иными словами, приватизация должна производиться в адекватной денежной оболочке, обеспечивающей его эффективное функционирование, — денежной оболочке, которой сейчас нет, но которую можно успешно создавать синхронно с происходящей приватизацией в рамках модернизированной денежно-кредитной системы.

### Литература

1. Моисеев, С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // *Финансы и кредит*. — 2002. — №18. — С. 38–51.
2. Кроливецкая В.Э. Деньги и денежное предложение в условиях формирования новой модели развития российской экономики: Автореф. дисс. ... докт. экон. наук. — СПб, 2013. — 40 с.
3. Глазьев С.Ю. О практической количественной теории денег, или сколько стоит догматизм денежных властей // *Вопросы экономики*. — 2008. — №7. — С.31–44.
4. Малкина М.Ю. К вопросу о показателях достаточности денежной массы и качестве денег в экономике // *Вопросы управления*. — 2010. — №1 // [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://vestnik.uapa.ru/ru-ru/issue/2010/01/09/> — Дата доступа: 23.12.2013.
5. Кроливецкая В.Э. О каналах предложения денег центрального банка в российской экономике // *Вестник Оренбургского государственного университета*. — 2011. — №13 (132). — С. 269–278.
6. Усоский В.Н. Актуальные проблемы экономики Беларуси или о пользе знания экономической теории // [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ekonomika.by/sovuetem-prochitat/aktualnie-problemi-ekonomiki-belarusi-ili-o-polze-znaniya-ekonomicheskoy-teorii> — Дата доступа: 22. 12. 2013.
7. Маневич В.Е. Денежное предложение в российской экономике // *Бизнес и банки*. — 2005. — №41 // [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cemi.rssi.ru/mei/articles/manev05-3.pdf> — Дата доступа: 23. 12. 2013.
8. Бюллетень банковской статистики за 2004–2013 годы // [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nbrb.by/statistics/bulletin/?menu=public> — Дата доступа: 15. 11. 2013.
9. Шульгин А.Г. Целевой сдвиг монетарной политики России как результат правительственного лидерства при стратегическом взаимодействии с ЦБ РФ. Препринт WP12/2007/04. — М.: ГУ ВШЭ, 2007. — 44 с.
10. Положение о принципах регулирования текущей ликвидности банков Республики Беларусь Национальным банком Республики Беларусь: утв. Советом директоров Национального банка Республики Беларусь 5 марта 2008 г. № 64 / [Электронный ресурс]. — Режим доступа: — Дата доступа: 03.01.14.
11. Ежемесячная статистика по операциям регулирования ликвидности / [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.nbrb.by/mp/liquidity/NBB\\_Operations.xls](http://www.nbrb.by/mp/liquidity/NBB_Operations.xls) — Дата доступа: 02.01.14.
12. Малкина М.Ю. Уровень монетизации, структура денежной массы и качество денег в экономике (сравнительный анализ положения в России и зарубежных странах) // *Финансы и кредит*. — 2010. — №30 (414). — С. 2–10.
13. Золотарева О.А. Проблема идентификации денежной субстанции в экономической науке // *Вестн. Ленинградского государственного университета им. А.С. Пушкина*. — 2012. — №4. — Т.6. Экономика — С.38–47.
14. Золотарева О.А. Деньги как ликвидное поле // *Изв. С.-Петерб. госуд. ун-та экономики и финансов*. — 2013. — №4 (82). — С.16–23.
15. Аналитическое обозрение «Финансовая стабильность в Республике Беларусь. 2011 год» // [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nbrb.by/publications/finstabrep/FinStab2011.pdf>. — Дата доступа: 25.12.2013.

<sup>1</sup> Кроме кредитной поддержки для подкрепления крупнейших государственных банков была осуществлена их капитализация, так как у них наблюдалась декапитализация в результате двух девальваций 2011 года. Если на начало 2011 года совокупный капитал банков составлял в эквиваленте 4,5 млрд евро, то к концу года он снизился до 1,5–1,7 млрд евро. Большинство банков столкнулось с проблемой невыполнения норматива достаточности капитала, ухудшением коэффициентов риска на одного заемщика. В конце 2011 года два крупнейших банка ОАО «АСБ «Беларусбанк» и ОАО «Белагропромбанк» получили 14,5 трлн руб. (1,7 млрд долл.), в том числе 4,7 трлн рублей — за счет прямой продажи государственных долгосрочных облигаций со сроком обращения один год без выплаты процентного дохода, 9,8 трлн рублей — за счет остатков средств республиканского бюджета, в том числе временно размещенных в депозиты этих банков. После рекапитализации крупнейших государственных банков доля государства в совокупном уставном фонде банковского сектора возросла с 73,6 процента до 84,5 процента [15, с. 21].

<sup>2</sup> Проблема снижения степени независимости стоит в настоящее время и перед монетарными властями развитых стран, проводящими широкомасштабные программы количественных и кредитных смягчений для стимулирования экономической активности. В данном случае речь идет именно о степени снижения.