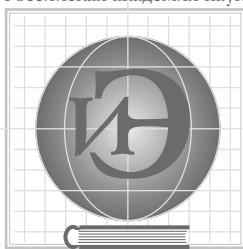


Российская академия наук



Институт экономики



РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАУК  
ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ СИСТЕМЫ  
РОССИИ И БЕЛАРУСИ  
В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛЬНОЙ  
ФИНАНСОВОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

Москва  
2016

Рецензенты:

д.э.н., профессор А.И. Болонин

к.э.н. В.И. Филатов

- Д 33 **Денежно-кредитные системы России и Беларуси в условиях глобальной финансовой нестабильности.** Коллективная монография / Отв. ред. В.К. Бурлачков, М.Ю. Головин. М.: ИЭ РАН, 2016. – 170 с.

ISBN 978-5-9940-0587-3

В коллективной монографии анализируются новые вызовы с позиций реальных и потенциальных угроз, направленных на усиление глобальной финансовой нестабильности. Рассматриваются риски для национальных денежно-кредитных и финансовых систем России и Беларуси и реакция на них с помощью мер денежно-кредитной политики. Выделяются основные направления и перспективы финансового взаимодействия двух стран. Данная работа представляет интерес для исследователей в области мировой экономики и финансов, сотрудников органов государственной власти (министерств экономики, центральных банков) России и Беларуси, работников интеграционных объединений (Евразийской экономической комиссии, органов Союзного государства России и Беларуси, СНГ), преподавателей, аспирантов, студентов высших учебных заведений и тех, кто интересуется проблемами международной макроэкономики, денежно-кредитной политики, мировых финансов, национальных финансовых рынков и экономической интеграции.

ББК 65.262

© Институт экономики РАН, 2016

© Коллектив авторов, 2016

© В.Е. Валериус, дизайн, 2007

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	6
Глава 1. Источники нестабильности в современной глобальной финансовой системе.....	9
Глава 2. Модификация денежно-кредитной системы: глобальные тенденции.....	36
Глава 3. Системный риск: методы оценки и расчеты для Республики Беларусь .....	73
Глава 4. Каналы влияния глобальной нестабильности на экономику и денежно-кредитную систему России и Беларуси .....	90
Глава 5. Модификации денежно-кредитной политики России под влиянием глобальной финансовой нестабильности .....	104
Глава 6. Денежно-кредитная политика России и институциональные ограничения финансовой системы .....	125
Глава 7. Анализ рисков в денежно-кредитной системе Республики Беларусь, проблем и возможных направлений ее реструктуризации .....	140
Глава 8. Состояние и перспективы развития взаимосвязей финансовых систем России и Беларуси .....	156

---

## ВВЕДЕНИЕ

Важным последствием глобального экономического и финансового кризиса 2007–2009 гг. стало усиление нестабильности мировой экономики. Последовавшие за ним европейский долговой кризис 2010–2013 гг., падение цен на нефть и другие сырьевые товары на мировых рынках в 2014–2016 гг., замедление китайской экономики с 2010 г. и периодические спады на китайском фондовом рынке в 2015–2016 гг. увеличили степень неопределенности в мировой экономике. Существенно трансформировавшаяся под воздействием глобального кризиса денежно-кредитная политика ведущих развитых стран (введение нетрадиционных мер) сама по себе стала новым источником внешних шоков. Все эти факторы оказывают воздействие на развитие экономики в целом и денежно-кредитной системы в частности в России и Беларуси. Во многом действием внешних факторов (падение цен на нефть, экономические санкции и др.), а также внутренними экономическими проблемами был обусловлен российский экономический кризис, начавшийся в 2014 г. и продолжающийся до сих пор, который существенно повлиял и на белорусскую экономику.

Возрастающий уровень рисков в глобальном масштабе приводит к их росту в национальных финансовых системах, функционирование которых осложняется наличием институ-

циональных ограничений, имеющих свою специфику в странах с формирующимися рынками. В частности, в России и Беларуси сохраняется относительно низкий уровень глубины и ликвидности национальных финансовых рынков, важную роль играет долларизация экономики. Эти ограничения оказывают воздействие на эффективность проводимой денежно-кредитной политики наряду с действием внешних факторов, связанных с ростом глобальной нестабильности.

Участие России и Беларуси в проекте Евразийского экономического союза, нацеленном на высокий уровень интеграции, задает необходимость усиления глубины их финансового взаимодействия. Однако современный уровень неформального финансового взаимодействия двух стран существенно ограничен главным образом присутствием дочерних организаций российских банков в банковской системе Беларуси. В то же время в перспективе необходимо углубление формальной интеграции в рамках Евразийского экономического союза, базой для которого должно стать развитие неформального финансового взаимодействия по различным направлениям.

Данная коллективная монография подготовлена в рамках совместного научно-исследовательского проекта РГНФ и БРФФИ «Реструктуризация денежно-кредитной системы России и Беларуси в условиях глобальной финансово-экономической нестабильности» №15-22-01010 а(м) и является продолжением серии работ по поиску ответов на новые вызовы в денежно-кредитной и финансовой системах России и Беларуси<sup>1</sup>.

Логика монографии выстроена следующим образом. Сначала рассматриваются новые глобальные вызовы, в том числе современные тенденции в развитии денежно-кредитной системы в развитых странах, которые оказывают воздей-

---

1. Внешние шоки для экономики и денежно-кредитной системы России и Беларуси: последствия и пути преодоления / Отв. ред. В.К. Бурлачков, М.Ю. Головин. М.: ИЭ РАН, 2014; Институциональные механизмы и факторы устойчивости денежно-кредитной системы: национальный и международный уровень / Под ред. М.Ю. Головина, В.К. Бурлачкова. М.: ИЭ РАН, 2012.

ствие на аналогичные системы России и Беларуси. Затем проводится оценка финансовых рисков для экономики Беларуси, порожденных новыми вызовами. Проводится исследование влияния этих вызовов на экономику и денежно-кредитную систему России и Беларуси, а также реакции на них денежно-кредитной политики двух стран, в том числе с учетом существующих институциональных ограничений, действующих в национальных финансовых системах. Завершает работу анализ состояния и перспектив финансового взаимодействия России и Беларуси.

Авторский коллектив: Архипова В.В. — к.э.н., м.н.с. ИЭ РАН (гл. 1, 4); Бурлачков В.К. — д.э.н., профессор МГИМО МИД России, г.н.с. ИЭ РАН (гл. 1, 2, 5); Власенко М.Н. — главный специалист управления макропруденциального надзора Национального банка Республики Беларусь (гл. 3, 7); Головин М.Ю. — д.э.н., чл.-корр. РАН, первый заместитель директора по науке ИЭ РАН (гл. 6, 8); Никитина С.А. — м.н.с. ИЭ РАН (гл. 6, 8); Тихонов А.О. — д.э.н., профессор Академии управления при Президенте Республики Беларусь (гл. 3, 7).



## Глава 1

# ИСТОЧНИКИ НЕСТАБИЛЬНОСТИ В СОВРЕМЕННОЙ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ

В истории глобальной финансовой системы (ГФС), охватывающей период приблизительно с 1980-х гг. по настоящее время, 2008–2009 гг. стали переломным этапом особого свойства. В это время возникает и обостряется системный кризис, свидетельствующий о логическом разрешении накопившихся в ГФС внутренних противоречий.

К числу основных угроз со стороны финансовой глобализации для ГФС относятся: финансиализация глобальной экономики, достигшая гипертрофированных размеров; повышенный уровень концентрации в финансовом секторе; интенсификация региональных и национальных кризисных эпизодов, в том числе растущая частота эффектов «заражения» и финансовых «пузырей» и т.п.

Глобальный кризис приобретает фазовость, выраженную в продолжающихся очаговых кризисах (например, европейский долговой кризис 2010–2013 гг.), что указывает на укоренение и дальнейшее прогрессирующее вышперечисленных системных проблем. Он становится своего рода «водоразделом» в развитии ГФС, знаменующим зарождение новой парадигмы финансовой глобализации. Отражением этого стал происходящий с 2008 г. процесс осуществления глобальных финансовых реформ, инициированных «Большой

двадцаткой» и имеющих целью достижение общей финансовой стабильности. В ноябре 2014 г. на австралийском саммите G20 было заявлено о завершении разработки реформаторских проектов по ключевым финансовым направлениям (банковская сфера и внебиржевые деривативы) и переходе к совершенствованию и укреплению глобальной финансовой инфраструктуры. На сегодняшний день встает вопрос о том, насколько по прошествии восьмилетнего периода трансформации ГФС удалось преодолеть возникшие внутренние противоречия и достичь устойчивости к очередным «шокам».

В результате анализа современных глобальных финансовых рисков были выделены **группы источников нестабильности в ГФС** на среднесрочную перспективу<sup>1</sup>.

I. Угрозы, характерные для географического пространства ГФС (по конкретным группам государств и национальным финансовым системам):

1) объединяющие преимущественно развитые страны:

- повышение уровня неопределенности (главным образом, связано с последствиями смены «мягкого» курса политики Федеральной резервной системы) и кризис доверия;
- усиление кредитных рисков впервые после 2011 г. (преимущественно для США, ЕС, Японии) и ухудшение условий кредитования;
- растущее давление на банки вследствие снижения цен на акции и увеличения кредитных спредов (в основном для ЕС)<sup>2</sup>.

2) типичные для государств с развивающимися и формирующимися рынками:

- сокращение избыточных мощностей и инвестиционных расходов в сырьевых секторах в результате

---

1. Potent Policies for a Successful Normalization. Global Financial Stability Report. International Monetary Fund (IMF), 2016. April. P. 1–2.  
2. International banking and financial market developments. BIS Quarterly Review. Bank for International Settlements (BIS), 2016. March. P. 1.

падения цен на нефть и сырьевые товары на фоне высокого уровня задолженности;

- китайская экономическая ребалансировка (China's economic rebalancing);
- сокращение притока капитала и ослабление национальных валют;
- повышение волатильности потоков портфельных инвестиций;
- замедление восстановления или экономического роста.

II. Угрозы, повлиявшие на глобальные финансовые рынки как компонент ГФС:

1) вышеперечисленные проблемы развитых стран и Китая;

2) растущая напряженность на глобальных рынках кредита, первичных ценных бумаг и валюты;

3) со стороны глобальной экономики и товарно-сырьевых рынков – падение цен на нефть и сырьевые товары, отражающееся на повышении рисков для стран с развивающимися и формирующимися рынками;

4) как следствие указанных угроз – увеличение вероятности и случаев возникновения внезапных остановок потоков капитала (sudden stops)<sup>3</sup>;

5) прямое и косвенное воздействие внешних для ГФС «шоков»: социально-политические конфликты 2014–2015 гг. (события на Украине, развитие санкционных режимов и т.п.), психологический фактор – снижение «аппетита к риску» у финансовых игроков.

Исследуя современные проблемы развития глобальной финансовой системы, необходимо проанализировать состояние каждой ее компоненты, т.е. основных **глобальных финансовых рынков**. В настоящее время в зоне максимальных стрессов находится глобальный фондовый рынок (ГФР), который к началу 2015 г. сконцентрировал крупные объемы

---

3. Global Monthly. Development Economics Prospects. World Bank, 2015. November. P. 1–2, 6–7.

ликвидности: в годовом объеме по сегментам акций и облигаций 124% от мирового ВВП (против 161% в 2008 г.) преимущественно за счет операций с акциями, вклад которых в анализируемый суммарный показатель составил 80,4%<sup>4</sup>. На наш взгляд, можно говорить о том, что с осени 2014 г. на ГФР в сегменте акций начал формироваться финансовый «пузырь». Динамика индекса восприятия риска VIX (см. рис. 1.1) отражает растущее напряжение на ГФР.

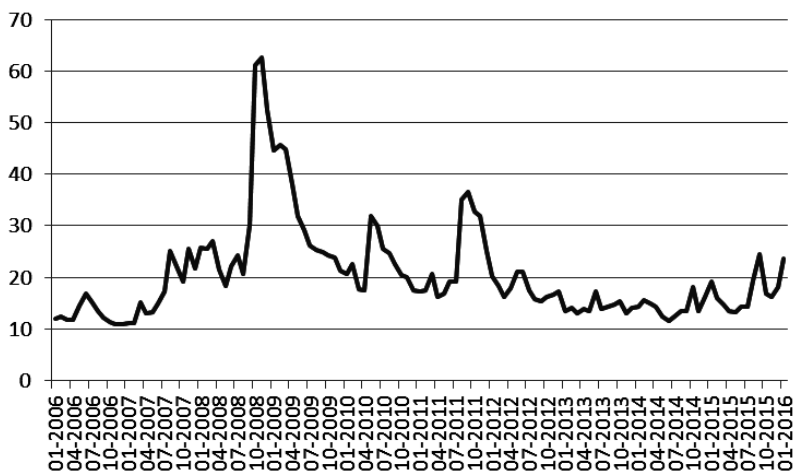


Рис 1.1. Динамика индекса VIX (в %)

Источник: Global Liquidity Indicators, Statistics. Bank for International Settlements (BIS). March 2016. <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.

Следующей в ранге компонент, имеющих повышенный уровень внутренней нестабильности, является глобальный валютный рынок (ГВР). Здесь с середины 2014 г. наблюдается рост волатильности, идентифицируемый нами на основе разброса показателей реальных эффективных валютных курсов по крупным странам и регионам (см. рис. 1.2).

4. Рассчитано автором на основе данных: World Federation of Exchanges Members Statistics. <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>.

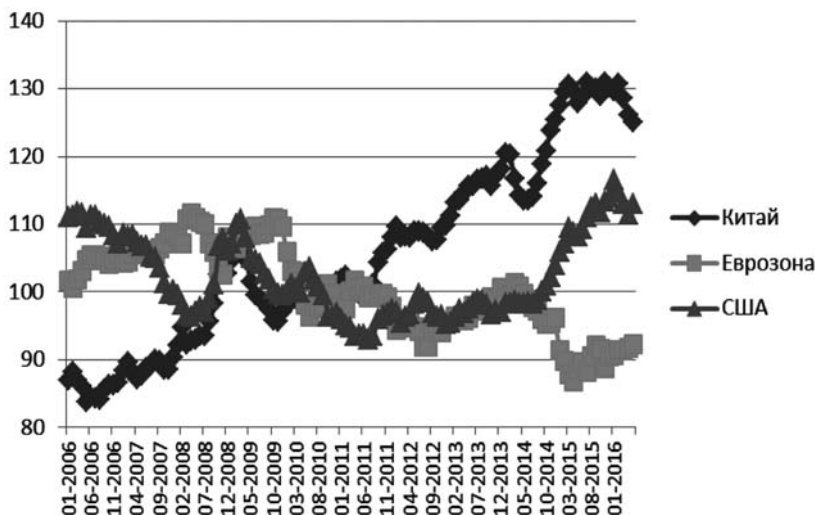


Рис. 1.2. Реальные эффективные валютные курсы, Broad Indices, (2010=100)

Источник: Effective exchange rate indices, Statistics. Bank for International Settlements (BIS). June 2016. <http://www.bis.org/statistics/eer.htm?m=6%7C187>.

Глобальный рынок банковских услуг в кредитном сегменте вызывает опасения вследствие сужения объемов за 2013 – начало 2015 г. в 1,1 раза и интенсивности трансграничного кредитования (см. рис. 1.3). Глобальный кредитный рынок дважды после острой фазы глобального кризиса безуспешно пытался восстановиться (в середине 2010 – середине 2011 гг. и середине 2014 – начале 2015 гг.).

Особо отметим, что глобальный рынок финансовых инноваций в 2010-х гг. демонстрирует стабильное развитие в сегментах внебиржевых кредитных дефолтных свопов и товарных контрактов. Если до конца 2008 г. эти сегменты отличались повышенной концентрацией рисков и возникновением эффектов «пузырей», то после острой фазы глобального системного кризиса их объемы к погашению постепенно снижаются (на 80% от пикового значения середины 2008 г. для кредитных дефолтных свопов и на 90% – для товарных деривативов). В сумме анализируемые показатели по обоим

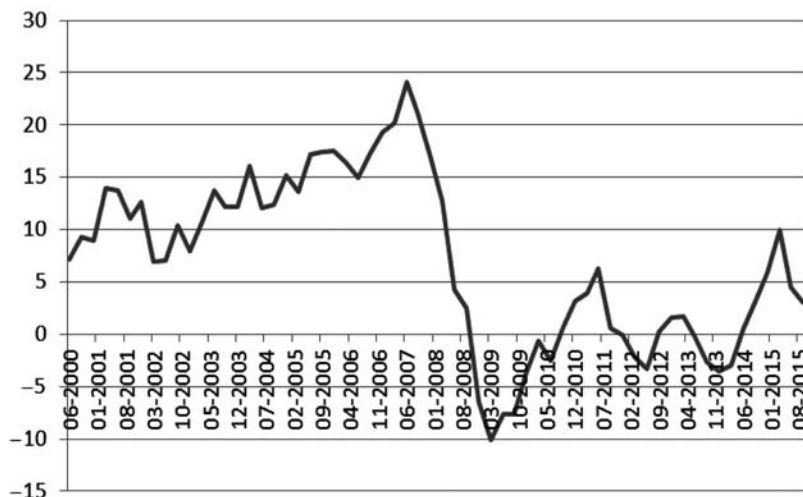


Рис. 1.3. Динамика глобального (трансграничного) кредитования (темпы прироста, в % к показателю предыдущего года)

Источник: Global Liquidity Indicators, Statistics. Bank for International Settlements (BIS). March 2016. <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.

сегментам в расчете на 2-е полугодие 2015 г. составили 18,6% от мирового ВВП против 118,5% в 2008 г.<sup>5</sup>

Одним из укоренившихся источников стрессов для глобальной экономики в целом является глобальный нефтяной рынок. Ценовые «скачки» середины 2014 – середины 2016 гг. (см. рис. 1.4) не только стали «шоком» для экспортеров нефти, но и отрицательно отразились на состоянии ГФС посредством нескольких каналов<sup>6</sup>:

- 1) через ухудшение индексов и ценовые механизмы ГФР в сегменте акций;
- 2) из-за усугубления негативных эффектов перелива (spillover effects) и ухудшения национальных платежных балансов;

5. Рассчитано автором на основе данных: Bank for International Settlements (BIS). May 2016. [http://www.bis.org/statistics/d5\\_2.pdf](http://www.bis.org/statistics/d5_2.pdf).

6. Potent Policies for a Successful Normalization... P. 5–8.

3) вследствие искажения ценообразования на товары неэнергетических секторов. Так, по оценкам экспертов МВФ, в случае падения цены на сырую нефть ниже уровня 50 долл. за баррель резко падают цены на неэнергетические товары, т.е. наблюдается положительная корреляция между этими показателями и их сопоставленное движение на сокращение.

Высокий уровень волатильности на глобальном нефтяном рынке угрожает стабильности ГФС в долгосрочной перспективе.

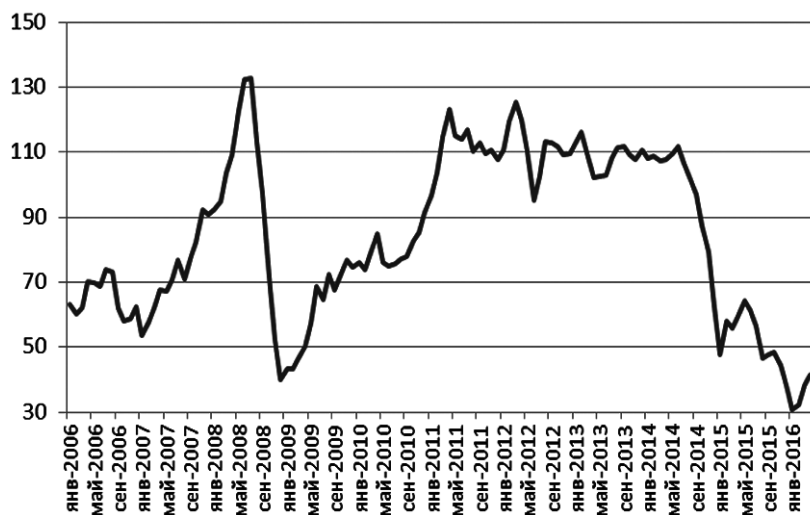


Рис. 1.4. Динамика цен на сырую нефть Europe Brent Spot Price FOB (долл. за баррель)

Источник: U.S. Energy Information Administration Statistics. [http://www.eia.gov/dnav/pet/pet\\_pri\\_spt\\_s1\\_m.htm](http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm).

Проанализируем более подробно конкретные источники глобальной финансовой нестабильности покомпонентно и в географическом «срезе» по группам стран.

Их следует искать в первую очередь в тех методах, которые были использованы центральными банками ведущих стран для преодоления кризисных явлений, возникших в начале XXI в.

Начавшийся в марте 2000 г. кризис «доткомов» стал итогом значительного перегрева финансового рынка в результате бума создания интернет-компаний. Сформировавшийся после этого кризиса «медвежий» тренд на мировых финансовых рынках продлился до октября 2002 г. и сопровождался падением котировок акций, в частности, в США почти на 50%. А. Гринспен, тогдашний председатель Федеральной резервной системы (ФРС), сказал, что в результате этого кризиса американцы как нация стали в два раза беднее. Но главное заключается в том, какие инструменты были использованы ФРС для преодоления рыночной турбулентности. Главный из них — снижение процентной ставки. К июню 2003 г. она была уменьшена до 1% и находилась на этом уровне до июня 2004 г. В ходе последующего повышения ставка была увеличена до 5,25%. Но за период минимальных ставок на рынке ипотечного кредитования и связанном с ним рынке производных финансовых инструментов надулся спекулятивный «пузырь», лопнувший в 2008 г.

Очень существенно то, что из этого опыта не был сделан вывод, который очевиден, а именно: необоснованно низкая процентная ставка приводит к надуванию спекулятивных «пузырей».

Мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. уникален по тем мерам, которые использовали монетарные власти разных стран для его преодоления. Их реализация предопределила отказ от основных постулатов современной монетарной теории. Процентные ставки центральных банков были снижены до значений, близких к нулевым. Причины подобной политики состояли в намерении монетарных властей, во-первых, предотвратить снижение фондовых индексов из-за оттока денег в банковские депозиты, во-вторых, обеспечить реинвестирование резко возросшего государственного долга.

В условиях кризисной динамики 2008–2009 гг. центральные банки ведущих стран провели скупку государственных облигаций. Были осуществлены программы по выкупу «токсичных» активов и их аккумулярованию в специальных



структурах – «плохих» банках. «Токсичные» активы обменивались на государственные облигации, которые впоследствии приобретались центральными банками. Поэтому конечным источником скупки активов была эмиссия, осуществленная центральными банками. Снижение центральными банками процентных ставок и увеличение денежного предложения не привели к повышению темпов экономического роста. Но избыточная денежная ликвидность сказалась на фондовом рынке и рынке недвижимости.

Уменьшая процентную ставку, монетарные власти США оправдывали свои действия необходимостью осуществления мер, снижающих риски финансового рынка. Альтернативным вариантом политики ФРС США могла бы быть умеренно жесткая политика, способная негативно повлиять на темпы экономического роста, но обеспечить устойчивость финансового рынка. Однако руководство ФРС предпочло экспансионистскую монетарную политику. Ее результатом стало широкое использование корпоративным сектором и на фондовом рынке финансового рычага. Таким образом, образовались предпосылки для возникновения спекулятивных «пузырей».

Эти тенденции не были учтены при реализации монетарной политики центральных банков ведущих стран. Более того, нейтрализация тенденций к возникновению спекулятивных «пузырей» не стала целью политики монетарных властей.

Началом мировых финансовых потрясений 2007–2009 гг. стала неожиданная остановка крупнейших элементов финансового сектора, в том числе рынка коммерческих бумаг, обеспеченных банковскими активами (asset-backed commercial papers – ABCP), бумаг с аукционной ставкой (auction-rate securities – ARS), облигаций под обеспечение жилищной ипотеки (residential mortgage-backed securities – RMBS), облигаций под залоговое обеспечение (collateralised debt obligations – CDO). Их крах привел к потере ликвидности рынком межбанковских кредитов.

Коммерческие банки ведущих стран в начале кризиса обладали достаточной денежной ликвидностью, но предпочли

приостановить кредитование даже на межбанковском рынке. Произошла «забастовка кредиторов».

В сложившихся условиях центральные банки ведущих стран – ФРС, Европейский центральный банк (ЕЦБ), Банк Англии – обеспечили поддержку как банковского сектора, так и фондового рынка. Они превратились из кредиторов последней инстанции в рыночных регуляторов последней инстанции (market makers of last resort – MMLR). Тем самым центральные банки приняли на себя ответственность за перекредитование экономики и «надувание» спекулятивных «пузырей» на фондовом рынке.

В условиях «забастовки кредиторов» и обесценения залогов по кредитам вследствие снижения цен финансовых активов центральные банки ведущих стран резко увеличили денежную ликвидность. В 2007 г. ФРС объявила о проведении аукционов ликвидности (term auction facility – TAF), на которых банкам предоставлялись кредиты на срок до одного месяца. Этот инструмент дополнил традиционное «дисконтное окно» ФРС, через которое банки имеют возможность получать кредиты от однодневного (overnight) до одного месяца. Благодаря TAF расширилось предоставление кредитов под широкий перечень залогов. Это позволило снизить нехватку денежной ликвидности на межбанковском рынке.

В 2008 г. ФРС реализовала программу по предоставлению первичным дилерам казначейских облигаций США под залог менее ликвидных активов. Эта программа получила название Term Securities Lending Facility – TSLF. При ее реализации ФРС принимала в залог широкий перечень ипотечных облигаций. В условиях кризиса рейтинги этих облигаций резко снизились. Тем самым ФРС взяла на себя риск их оценки (valuation risk). В 2008 г. была создана программа кредитования первичных дилеров (Primary Dealer Credit Facility – PDCF) для предоставления кредитных ресурсов первичным дилерам под залог долговых ценных бумаг, включая корпоративные облигации.

TSLF позволила ФРС предоставлять первичным дилерам казначейские обязательства США, а PDCF создала условия для прямого кредитования первичных дилеров под залог широкого перечня облигаций.

ЕЦБ также предпринял в начале глобального кризиса 2007–2009 гг. меры по увеличению ликвидности банковского сектора. В отличие от ФРС ЕЦБ определил перечень ценных бумаг, принимаемых им в обеспечение при предоставлении кредитов коммерческим банкам. В этот перечень вошли облигации, обеспеченные активами, а также акции некоторых корпораций, номинированные в евро. Около 8 тыс. банков получили право использовать «дисконтное окно» ЕЦБ.

Банк Англии в начале финансового кризиса 2007–2008 гг. не проводил операций по увеличению денежной ликвидности и ограничился регулированием процентной ставки на межбанковском рынке. Но в сентябре 2007 г. он начал проводить операции репо с облигациями. В 2008 г. Банк Англии предоставил коммерческим банкам британские казначейские обязательства под залог облигаций. Эта форма кредитования известна как Special Liquidity Scheme (SLS).

Из изложенного следует, что центральные банки ведущих стран в кризисных условиях создали новые инструменты по предоставлению денежной ликвидности финансовому рынку и стали принимать в залог ипотечные облигации, у которых в тот момент фактически отсутствовала реальная рыночная стоимость. Они принимали в залог облигации обанкротившихся эмитентов и тем самым взяли на себя риски оценки этих ценных бумаг. Последствия такой политики монетарных властей развитых стран создавали риск перекредитования финансового сектора.

В конце XX – начале XXI в. спекулятивные «пузыри» формировались на финансовых рынках разных стран неоднократно. Но до настоящего времени не разработаны эффективные практические меры по их предотвращению. Монетарные власти ведущих стран оказались не в состоянии

таргетировать цены финансовых активов и применять процентную ставку для противодействия спекулятивной активности на фондовом рынке.

В экономическом анализе традиционно считается, что возникновение спекулятивных «пузырей» связано с неверными оценками инвесторами рыночных рисков. Такой подход не учитывает психологию рыночных игроков, их уверенность в том, что возможно выйти из спекулятивной игры раньше других, зафиксировав прибыль. Следовательно, спекулятивные «пузыри» — это не результат неучета рыночных рисков, а атрибут биржевой игры.

К 2016 г. процентные ставки центральных банков ведущих развитых стран вплотную приблизились к нулевым значениям. При этом кредиты, предоставляемые коммерческим банкам, аккумулируются на корреспондентских счетах в центральных банках и фактически не используются для кредитования.

Уменьшение центральными банками процентной ставки до значения, близкого к нулевому, было предопределено следующими причинами.

Во-первых, минимизация процентных ставок обеспечивала поддержку финансовому рынку. При низких ставках уменьшаются стимулы к продаже акций в целях фиксации спекулятивной прибыли и аккумулярованию денег в коммерческих банках.

Во-вторых, резко удешевляется денежная ликвидность центральных банков для коммерческих банков.

В-третьих, увеличение денежной ликвидности снижает риск дефляционного процесса.

Важно учитывать, что в ситуации ликвидной ловушки процентная политика центрального банка оказывается неэффективной. Поэтому монетарные власти вынуждены прибегать к нетрадиционному методу денежно-кредитной политики — количественному смягчению.

Как показали последующие события, в ликвидную ловушку легко попасть, но трудно из нее выйти. ФРС США предприняла первую попытку преодоления такой ловушки в 2003 г. после

периода поддержания ставки по федеральным фондам на уровне 1% с июня 2003 г. по июнь 2004 г. После серии повышений эта ставка в 2006 г. была повышена до 5,25%.

За период низких ставок домашние хозяйства накопили значительный объем ипотечных и потребительских кредитов, полученных по плавающим ставкам, привязанных к ставке LIBOR. Повышение стоимости кредитования при увеличении процентных ставок привело к массовым дефолтам домашних хозяйств. Кризис охватил как рынок ипотечных облигаций, так и банковскую систему США. В таких условиях ФРС вновь прибегла к политике низких процентных ставок, т.е. вернулась в ликвидную ловушку.

Попытки центральных банков ведущих стран перейти к нормальному уровню процентных ставок неизбежно приведут к кризису на рынке кредитов, предоставленных по плавающим ставкам.

Широко используемое центральными банками ведущих стран количественное смягчение (quantitative easing) – специфическая модель денежно-кредитной политики в кризисных условиях, состоящая в покупке финансовых активов за счет проведения кредитной эмиссии, – оказывается необходимым, когда становятся неэффективными традиционные методы и процентная ставка приближается к нулевым значениям.

Переход к политике количественного смягчения определяется следующими обстоятельствами. Во-первых, даже при низких процентных ставках сохраняется угроза дефляции. Снижение цен создает крайне неблагоприятные условия для бизнес-структур и усиливает угрозу банкротств.

Во-вторых, при количественном смягчении низколиквидные активы фактически заменяются эмитированными денежными средствами. Следовательно, возрастают ресурсы коммерческих банков, которые они могут использовать для кредитования бизнес-структур.

В-третьих, количественное смягчение позволяет центральным банкам поддерживать совокупный спрос и, соответственно, занятость. В этом случае решаются две задачи:

обеспечение дешевых государственных заимствований, в том числе для обслуживания правительственного долга, и поддержка фондового рынка путем минимизации ставки по безрисковым активам, т.е. ставки по государственным облигациям.

Необходимо разделять количественное и качественное смягчение. В первом случае происходит рост баланса центрального банка за счет приобретаемых им финансовых активов. Во втором – центральный банк продает участникам финансового рынка находящиеся на его балансе государственные облигации, а покупает рискованные финансовые активы, например, ипотечные облигации. Цель качественного смягчения состоит в снижении премии за риск инвестирования в конкретный финансовый актив. Проведение таких операций обеспечивает поддержку конкретного элемента финансового рынка.

Меры по количественному смягчению начали осуществляться ФРС США в 2007 г. и были расширены в 2008 г. Количественное смягчение стало полномасштабным в 2008 г. после банкротства инвестиционного банка Lehman Brothers. В указанный период ФРС провела мероприятия, предопределившие резкое увеличение ее баланса.

Параллельно с ФРС меры по финансовой поддержке хозяйствующих субъектов осуществлялись Правительством США. В частности, были взяты под государственный контроль ипотечные агентства Fannie Mae и Freddie Mac, реализована программа TARP (Troubled Asset Relief Program), предназначенная для выкупа «токсичных» банковских активов и рекапитализации банков.

В 2010 г. ФРС объявила о втором раунде количественного смягчения, получившего название QE-2. В его рамках ФРС приобрела государственные облигации на сумму 600 млрд долл.

Проведенное ФРС количественное смягчение имело следующие последствия:

- 1) снижение объемов рынков некачественных финансовых активов привело к падению премии за риск;

2) рост денежной ликвидности на счетах финансовых институтов снизил неопределенность относительно их финансового состояния;

3) созданная ФРС денежная ликвидность предопределила быстрый рост фондового рынка США.

В 2011 г. ФРС начала проводить операции на рынке долгосрочных государственных облигаций, получившие название *twist*, в рамках Программы пролонгации (*maturity extension program* – МЕР). Они состояли в покупке десятилетних государственных бондов при одновременном снижении объема краткосрочных облигаций на балансе ФРС. Цель *twist* – уменьшение долгосрочной процентной ставки.

Фактически политика, реализуемая ФРС в кризисных условиях, вышла за рамки монетарной. В ходе ее проведения осуществлялось государственное распределение кредитных ресурсов и поддержка как секторов экономики, так и отдельных бизнес-структур. Кроме того, монетарная политика ФРС обеспечивала реализацию бюджетной политики, в частности долговой.

В 2012 г. при высокой безработице и низкой деловой активности ФРС США провела третий раунд количественного смягчения (QE-3), осуществив скупку ипотечных облигаций, выпущенных ипотечными агентствами. Он был завершен в октябре 2014 г.

Программа количественного смягчения была реализована в период острой фазы глобального кризиса 2008–2009 гг. Банком Англии: он осуществлял скупку, помимо государственных облигаций, коммерческих бумаг и корпоративных бондов.

Главная цель скупки Банком Англии финансовых активов состояла в стимулировании платежеспособного спроса и достижении целевого показателя по инфляции – годового роста потребительских цен.

ЕЦБ с начала в 2007 г. глобального кризиса предпринимал меры по увеличению денежной ликвидности в целях поддержки банковского сектора зоны евро. Он был вынужден осуществить покупки государственных облигаций. В 2012 г.

ЕЦБ провел скупку облигаций государств, переживающих острый долговой кризис. Официальная цель программы ЕЦБ состояла в регулировании процентных ставок по государственным займам. Однако фактически была осуществлена масштабная монетизация государственного долга стран еврозоны с целью предотвращения их банкротств.

Как заметил американский экономист А. Блиндер, в результате количественного смягчения ФРС оказалась на другой планете, с почти нулевыми ставками по федеральным фондам, двухтриллионным балансом, набором низкокачественных активов, дырками в стене, разделяющей ФРС и Казначейство, и повисшей в воздухе ролью регулятора<sup>7</sup>.

В результате предпринятых центральными банками мер резко возросло предложение ликвидности в экономиках ведущих стран. В условиях низкой деловой активности ее рост не привел к ускорению ценовой динамики, но вызвал небывалое повышение фондовых индексов. Стало очевидным, что их рост не соответствует динамике, наблюдаемой в реальном секторе. Схлопывание финансового «пузыря» на мировом фондовом рынке стало делом времени. Как всегда в подобных случаях, напряженность на рынках проявилась в повышении цены золота. Ее рост — традиционный индикатор фиксации прибыли на фондовом рынке и, соответственно, проявления «медвежьего» тренда.

В январе 2016 г. произошли бурные события на мировом рынке нефти. Они были предопределены: во-первых, замедлением роста крупных экономик, прежде всего, Китая; во-вторых, увеличением добычи сланцевой нефти в США.

Падение мировой цены на нефть в условиях резкого роста денежной ликвидности в глобальной экономике является парадоксальным явлением. На наш взгляд, оно связано с пониманием участниками глобальной экономики серьезности ситуации на мировом фондовом рынке и нежеланием

---

7. *Blinder A. Quantitative easing: entrance and exit strategies // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. November / December. 2010. P. 477–478.*



в условиях неизбежной фиксации прибыли на рынке акций проводить масштабные спекулятивные операции на нефтяном рынке.

Однако в ближайшей перспективе возможно изменение ситуации. Деньги, выведенные с фондового рынка, могут оказаться на рынке нефти. Биржевые котировки под давлением спекулянтов пойдут вверх.

Но значительный объем денежной ликвидности, созданный в мировой экономике в период количественного смягчения, приведет к интенсификации движения краткосрочного спекулятивного капитала. В 70-е гг. XX в. эти капиталы получили название «горячих денег». Мотивы их движения из страны в страну — разность процентных ставок и ожидания снижения курсов национальных валют. Но движение таких капиталов может создавать кризисные ситуации даже в странах, где явные предпосылки снижения курсов национальных валют отсутствуют.

В ходе организованной крупными игроками спекулятивной атаки краткосрочный капитал в иностранной валюте обменивается на национальную валюту и поступает на фондовый рынок, обуславливая драматичный рост биржевых котировок. Одновременно наблюдается значительное повышение курса национальной валюты. Но в момент времени, известный только крупным спекулянтам, покупки акций сменяются массовой продажей. В этом случае особенно опасны ситуации, когда центральный банк стремится удержать падение курса за счет золотовалютных резервов. Обычно такая попытка заканчивается потерей основной части ЗВР. Так было в странах Юго-Восточной Азии в 1996—1997 гг. и в России в 1998 г.

По масштабам создания денежной массы эпоха количественного смягчения несопоставима ни с каким иным историческим периодом. Поэтому интенсивность движения спекулятивного капитала в мировой финансовой системе в ближайшие несколько лет приобретет значительные масштабы и предопределит как небывалые взлеты, так и невиданные падения национальных валют. Отчасти мы уже

можем наблюдать последствия политики количественного смягчения в виде усиления нестабильности на глобальном валютном рынке (см. рис. 1.2).

Повышение рисков на глобальном кредитном рынке (ГКР) главным образом сопряжено с финансовыми трудностями банковских посредников из развитых стран, связанными с особенностями развития финансовых игроков после 2008–2009 гг. (см. рис. 1.5).

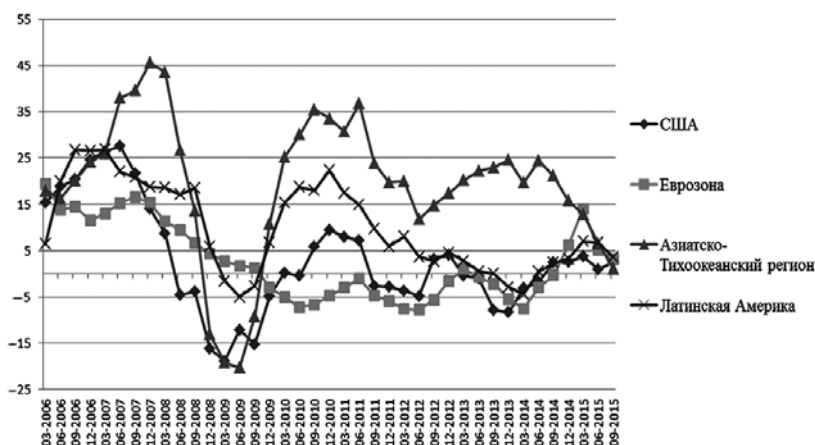


Рис. 1.5. Динамика трансграничного кредитования (темпы прироста, в % к показателю предыдущего года)

Источник: Global Liquidity Indicators, Statistics. Bank for International Settlements (BIS). March 2016. <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.

Хотя благодаря постепенному внедрению в национальную практику регуляционных мер, рекомендованных Базельским комитетом по банковскому надзору, развитые государства добиваются успехов в создании комфортной и безопасной «среды» для работы финансовых игроков, сохраняется ряд структурных банковских проблем, которые также можно условно разделить по географическому принципу (**ЕС, США, Япония**). К ним относятся следующие негативные тенденции, характерные для финансовых посредников<sup>8</sup>:

8. Potent Policies for a Successful Normalization... P. 32–36.

1) европейских банков:

- «плохая наследственность». Низкая доходность банков еврозоны усугубляет проблему увеличения объема неработающих кредитов (non-performing loans, NPL) и одновременно затрудняет создание буферов ликвидности. Общий объем NPL для банковских посредников стран еврозоны по состоянию на конец второго квартала 2015 г. составил 900 млрд евро. Впоследствии с максимальным снижением цен на фондовом рынке столкнулись те европейские государства, в которых вопрос об уменьшении объемов NPL стоял наиболее остро (особенно в Греции и Италии);
- слабость банковской бизнес-модели, которую можно оценивать на основе показателя рентабельности активов (return on assets): для европейских банков его значения находятся в интервале 0,25–0,5%, что в 2–4 раза меньше аналогичного индикатора финансовой деятельности для банков США. В качестве причины низких показателей банковской деятельности указывают период восстановления после европейского кризиса, рост судебных и управленческих издержек;
- трудности регулирования. Многим европейским банкам сложно своевременно соответствовать правилам «Базель-3». Особые опасения вызывает соблюдение условий в рамках «Общей способности банков поглощать финансовые потери» (TLAC) и минимальных требований к собственному капиталу и обязательствам (MREL);

2) банков США. На данный момент наибольшие финансовые риски для американских банков связаны с кредитами энергетическому сектору: согласно финансовой отчетности «Большой банковской шестерки» (JPMorgan, Citigroup, Wells Fargo, Bank of America Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley), на их балансах находится 200 млрд долл. кредит-

ных обязательств энергетических компаний, лишь половина которых реально финансируется. При этом основные кредитные риски в США приходятся не на крупные, а на средние и малые региональные банки в нефтедобывающих и нефтеперерабатывающих штатах с высоким показателем подверженности финансовым рискам и низкими возможностями покрытия кредитных потерь;

3) японских банков. В ответ на снижение доходности облигаций крупные банки Японии сократили объемы облигаций, номинированных в иенах, на 25% и стремились укрепить свои финансовые позиции за счет слияний и поглощений, прямого кредитования и покупки ценных бумаг. В сочетании с отрицательными процентными ставками это вызвало усиление кредитных рисков в ГФС.

Важная особенность современного периода системного развития состоит в том, что системный «шок», связанный с трансформационным этапом в **китайской экономике**, распространился от развивающейся страны в ГФС и развитые государства, а не наоборот, согласно стандартной практике передачи финансовых эффектов.

Темпы экономического роста Китая сократились и в 2015 г. достигли наименьшего с 1990 г. уровня. К числу основных причин, усугубляющих замедление китайской экономики, относятся внутренняя трансформация, образование и схлопывание финансового «пузыря» на фондовом рынке (события 2015–2016 гг.)<sup>9</sup>.

В чем же заключается китайская «ребалансировка», как и почему она влияет на состояние современной ГФС? В настоящее время в Китае осуществляется комплексный переход на менее быстрый, но более безопасный экономический рост и финансовую систему, опирающуюся на рыночные принципы функционирования. Китайская финансовая

---

9. Финансовый «пузырь» фиксируется в ряде исследовательских работ. См., например: Внешние шоки 2015 г.: неприятно, но без катастрофы. М.: ЦМИ Сбербанка России, 2015. С. 9–14; Обзор финансовой стабильности. Банк России. Информационно-аналитические материалы. №2. II–III кварталы 2015. С. 10–11.

трансформация отразилась в следующих событиях: либерализация ставок по депозитам (конец 2015 г.) в дополнение к системе страхования вкладов; появление нового механизма и создание более гибкого режима валютного курса (середина 2015 г.); решение о включении юаня в корзину валют МВФ; фискальные реформы (пенсионная и налоговая, регулирование государственных финансов и т.п.); упразднение ряда инвестиционных ограничений (например, естественные монополии стали открыты для частных компаний); ужесточение регулирования «теневое банкинга». Однако, по оценкам МВФ, несмотря на прогресс китайских реформ, замедление экономического роста Китая ухудшает состояние его корпоративного сектора, в рамках которого падает доходность и, соответственно, сокращаются возможности обслуживать долг. Таким образом, усугубляются финансовые трудности банков, имеющих проблемные активы, а банковские кредиты для корпоративного сектора автоматически попадают в группу с повышенным риском (заявленные проблемные кредиты составляют 6% от ВВП страны, или 641 млрд долл.; по оценкам МВФ, их величина равна 1,3 трлн долл.). Поскольку у корпоративного сектора с высоким показателем левериджа возникла острая потребность в финансовых ресурсах, китайские фирмы устремились на фондовые рынки (в особенности в сегмент облигаций), тем самым увеличив финансовые риски на данных площадках. Вследствие «шоков» на внутренних финансовых рынках Китая с 2014 г. начался масштабный отток капитала из страны и наблюдается усугубление пессимистических ожиданий глобальных финансовых игроков<sup>10</sup>.

Негативные эффекты со стороны Китая отрицательно отразились на прогнозах финансово-экономического развития не только азиатского региона, но и США (на фоне укрепления доллара и низких цен на нефть). Финансовый стресс с китайской стороны усилил нестабильность на глобальных рынках ценных бумаг, нефти и сырьевых продуктов. Согласно

---

10. Potent Policies for a Successful Normalization... P. 12–21.

данным МВФ, в конце 2015 – начале 2016 г. на ГФР в сегменте акций наблюдались резкое снижение цен и масштабная синхронная продажа ценных бумаг (см. рис. 1.1). Так, к началу марта 2016 г. в рамках ряда биржевых площадок было зафиксировано падение фондовых индексов свыше 9%: японский Nikkei потерял 11%, китайский Shanghai Composite – 20%, немецкий DAX – около 10%<sup>11</sup>. Несмотря на то, что пик кратковременного «шока» пришелся на февраль 2016 г. и за ним последовало плавное восстановление показателей, состояние ГФР оказалось подорванным. В качестве комплексных причин анализируемого фондового стресса указываются предполагаемое начало «цикла ужесточения»<sup>12</sup> денежно-кредитной политики ФРС, а также ухудшение инвестиционных ожиданий в конце 2014 г. и сокращение доходов на акции, что, в свою очередь, объясняется низким внешним спросом на экспортную продукцию США, пессимистическими прогнозами экономического роста для стран еврозоны и неопределенностью результатов трансформации в Китае<sup>13</sup>.

В дальнейшем последовала реакция на стресс со стороны глобального валютного рынка, для которого основными дестабилизаторами оказались повышение стоимости доллара и снижение курсов национальных валют стран с развивающимися и формирующимися рынками. В декабре 2015 г. Народный банк Китая объявил об отказе ориентации курсовой политики исключительно на доллар США и о переходе к регулированию курса юаня относительно корзины валют, что, в свою очередь, в совокупности с вышеуказанными негативными тенденциями китайской экономики привело к обесценению юаня по отношению к доллару в течение августа 2015 – января 2016 гг. на 6%. При этом золотовалютные резервы Китая сократились более чем на 300 млрд долл., что усугубило пессимистические ожидания финансовых игроков<sup>14</sup>.

---

11. Ibid. P. 5-6.

12. International banking and financial market developments... P. 2.

13. Potent Policies for a Successful Normalization... P. 5.

14. International banking and financial market developments... P. 2-5.

Усиление рисков на глобальных финансовых рынках, в развитых странах и Китае отразилось и на ряде государств с развивающимися и формирующимися рынками, находящимися на «периферии» ГФС. В наибольшей степени пострадали страны Латинской Америки, такие как Колумбия, Аргентина и Мексика (см. рис. 1.6).

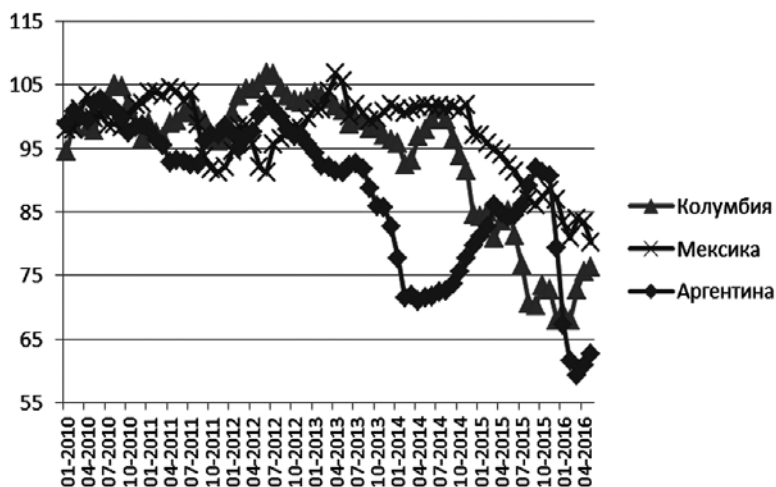


Рис. 1.6. Реальные эффективные валютные курсы выборочных латиноамериканских стран, Broad Indices (2010=100)

Источник: Effective exchange rate indices. Statistics. Bank for International Settlements (BIS). June 2016. <http://www.bis.org/statistics/eer.htm?m=6%7C187>.

На экономике стран БРИКС, прежде всего, России, Бразилии и ЮАР, также сказались негативные глобальные финансовые эффекты, главным образом, со стороны глобальных рынков валюты и нефти (см. рис. 1.7). Кроме того, существенными глобальными дестабилизаторами для анализируемых государств с развивающимися и формирующимися рынками стали сужение трансграничного кредитования и вышеуказанные банковские проблемы развитых стран, обеспечивающих им доступ к ГКР (см. рис. 1.5).

Если обратиться к межрыночному финансовому взаимодействию, то такие источники нестабильности, как масштаб-

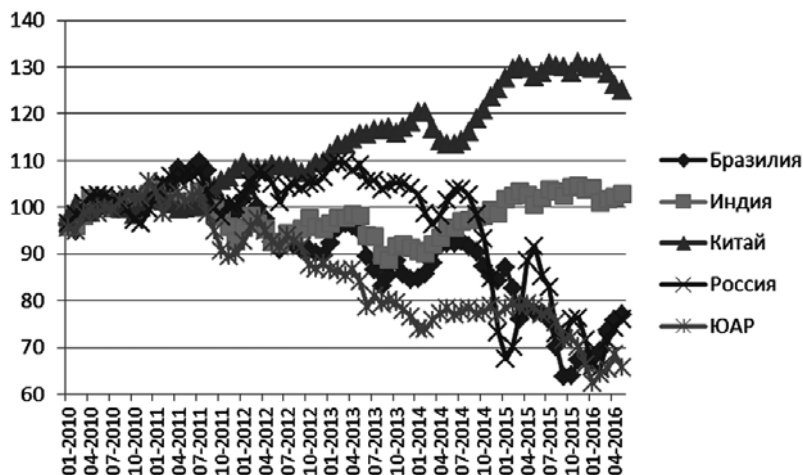


Рис. 1.7. Реальные эффективные валютные курсы стран БРИКС, Broad Indices (2010=100)

Источник: Effective exchange rate indices. Statistics. Bank for International Settlements (BIS). June 2016. <http://www.bis.org/statistics/eer.htm?m=6%7C187>.

ные эффекты перелива, связанные с перетоком финансовых ресурсов из одних национальных и региональных финансовых систем в другие, и внезапная остановка потоков капитала являются потенциальными угрозами для сбалансированного развития ГФС не только в кратко- и среднесрочном периоде, но и на длительную перспективу. Наибольшие риски для развитых стран связаны с движением средств по статьям платежного баланса «производные ценные бумаги» и «прочие инвестиции», а для государств с развивающимися и формирующимися рынками — по прочим и портфельным инвестициям (см. рис. 1.8.—1.9).

Длительное развитие и результативность системных финансовых угроз, сопряженных с трансграничным движением капитала, в том числе указывают на проблему обеспечения долгосрочного финансирования, включающего все виды финансовых продуктов со сроком погашения, т.е. периодом от возникновения финансового требования до финальной даты выплаты общей суммы с процентами, свыше года.



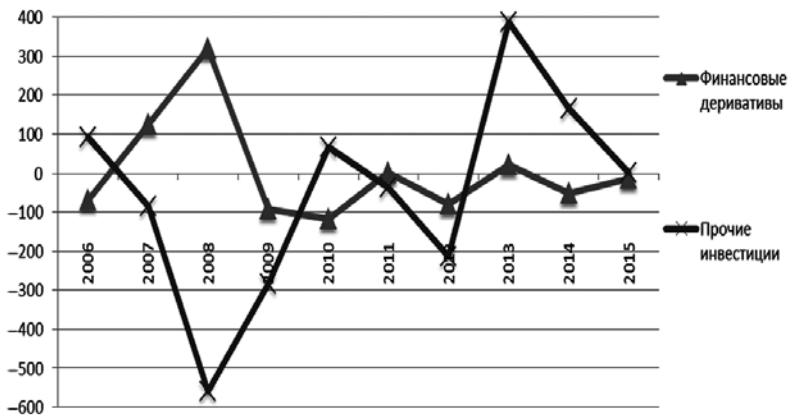


Рис. 1.8. Чистые инвестиционные потоки с повышенным риском для развитых стран (млрд долл.)

Источник: World Economic Outlook Database. International Monetary Fund. April 2016. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weoselagr.aspx>.

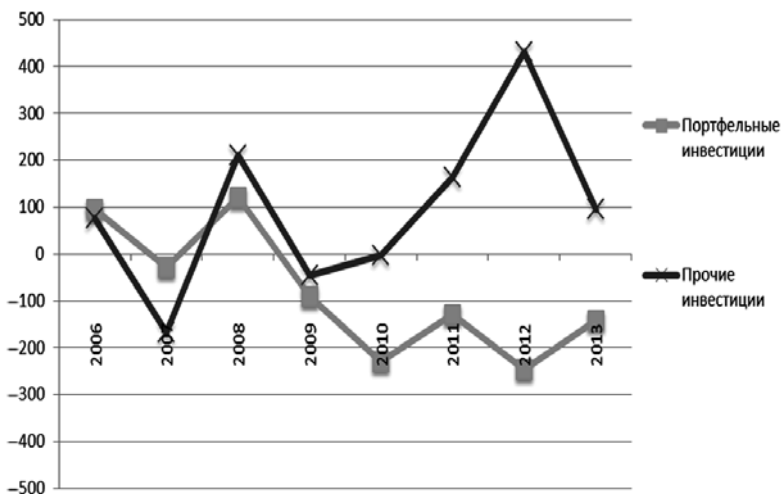


Рис. 1.9. Чистые финансовые потоки с повышенным риском для стран с развивающимися и формирующимися рынками по типам инвестиций (млрд долл.)

Источник: World Economic Outlook Database. International Monetary Fund. April 2016. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weoselagr.aspx>.

В настоящее время наиболее остро проблема долгосрочного финансирования стоит перед странами с развивающимися и формирующимися рынками, в которых только 66 и 78% компаний – представителей малого и среднего бизнеса соответственно имеют в наличии какие-либо долгосрочные обязательства. В развитых государствах аналогичные показатели составляют 80 и 92% соответственно. В основном долгосрочное финансирование в ГФС обеспечивается банками, хотя потенциально оно может предоставляться широким спектром финансовых посредников и рынков. С развитием национальной финансовой системы, как правило, его объемы и сроки погашения увеличиваются. В предкризисные 2000-е гг. глобальные финансовые игроки предпочитали краткосрочные спекулятивные сделки (см. рис. 8, финансовые деривативы), в период наиболее острой фазы глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. существенно сократилось долгосрочное кредитование компаний из развивающихся стран.

Подведем итоги анализа ключевых современных финансовых источников глобальной нестабильности. Усиление рисков в глобальной финансовой системе в 2010-х гг. связано с несколькими факторами: 1) последствиями введения и отмены политики количественного смягчения ФРС США 2008–2014 гг. – масштабное вливание средств в фондовый и нефтяной рынки, резкие колебания курсов валют; 2) эффектами от европейского кризиса и банковских проблем развитых стран, сказавшихся на функционировании глобального кредитного рынка; 3) последствиями китайской экономической «ребалансировки» и схлопывания «пузыря» на фондовом рынке, отразившимися на динамике глобальных рынков ценных бумаг, нефти и валют. Все эти события и процессы спровоцировали негативные тенденции в экономиках государств с развивающимися и формирующимися рынками, ярко выраженные в форме падения валютных курсов.

К числу долгосрочных глобальных финансовых дестабилизаторов, на наш взгляд, следует также отнести: неза-

вершенное формирование системы глобального мониторинга и регулирования ГФС; неравномерное распределение контрольно-надзорных принципов по группам финансовых посредников (основное внимание глобальных реформаторов было уделено разработке регуляционных требований и механизмов для банков и страховых компаний); сохраняющуюся повышенную концентрацию глобальных системно значимых финансовых игроков, способствующую распространению взаимосвязанных финансовых «пузырей» и эффектов «заражения»; нереализованные до конца последствия политики количественного смягчения в зоне евро и перспективы перехода к более жесткой денежно-кредитной политике в США; глобальную конфликтность, выраженную в развитии международных санкционных режимов.

## Глава 2

**МОДИФИКАЦИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СИСТЕМЫ: ГЛОБАЛЬНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ****Трансформация механизма формирования денежного предложения в современной экономике**

Первые полтора десятилетия XXI в. стали временем существенных изменений в денежной сфере ведущих стран. Вновь после 30-х гг. XX в. стало актуальным такое явление, как «ликвидная ловушка»<sup>1</sup>, и получила значительное распространение политика количественного смягчения. Были значительно пересмотрены требования регуляторов к ликвидности коммерческих банков. Новые явления привели к эволюционным изменениям механизма формирования денежного предложения. Одной из наиболее актуальных проблем монетарной теории стала концепция денежного мультипликатора.

Сложившийся к началу XXI в. механизм создания денег включал в качестве основных элементов создаваемую центральным банком денежную базу, основной составной частью которой являются резервы коммерческих банков, и денежный мультипликатор. Последний отражает процесс формирования депозитов в коммерческих банках в результате выдачи кредитов. Самая простая иллюстрация этого процесса состоит в следующем. Предположим, что денежная масса (например,

---

1. Подробнее см.: Бурлачков В.К. Изменения в институциональном механизме денежно-кредитной политики в современных условиях / Институциональные механизмы и факторы устойчивости денежно-кредитной системы: национальный и международный уровень / Под ред. В.К. Бурлачкова, М.Ю. Головина. М.: ИЭ РАН, 2012. С. 25–27.

агрегат  $M1$ ) в национальной экономике составляет величину  $N$ . Но, кроме этого, на банковском счете конкретной компании числится 1,0 млн руб. Коммерческий банк использует из этого миллиона 0,9 тыс. руб. для выдачи кредита и зачисляет их на счет получателя. В результате количество денег в экономике становится равным:  $N + 1,0 + 0,9$  и т.д. Это экономическое явление получило название мультипликатора. В разных источниках он определяется как денежный, депозитный, кредитный или резервный. Все эти определения – конкретные характеристики одного и того же феномена, и поэтому до последнего времени считались синонимами.

В соответствии с общепринятыми представлениями новые деньги создаются в процессе кредитования коммерческими банками компаний и домашних хозяйств. Выданная ссуда зачисляется на счет заемщика. Так появляется новый депозит, т.е. безналичные деньги. В этом процессе большое значение, как было принято считать, играет денежная база, т.е. деньги, создаваемые центральным банком. Именно они мультиплицируются при проведении кредитных операций. Но такой подход стал в настоящее время объектом критики.

Как отмечают экономисты Банка Англии М. Маклей, А. Редиа и Р. Томас: «...ошибочной является концепция, утверждающая, что центральный банк определяет объем кредитов и депозитов в экономике путем контроля за количеством создаваемых им денег, т.е. доктрина денежного мультипликатора. В соответствии с таким подходом центральные банки проводят монетарную политику путем определения объема резервов. Это предполагает постоянное соотношение показателя широких денег к денежной базе, поскольку резервы мультиплицируются в результате изменений в кредитах и депозитах коммерческих банков. Согласно теории, объем резервов является ограничением для кредитования, а центральный банк должен непосредственно определять этот объем. Хотя теория денежного мультипликатора может быть полезным способом изложения вопросов денег и банковского дела в учебниках, такая трактовка не является точным описа-

нием реального процесса создания денег. Вместо того, чтобы контролировать объем резервов, центральные банки в настоящее время осуществляют монетарную политику путем установления стоимости резервов, т.е. процентных ставок»<sup>2</sup>.

Экономисты ФРС США С. Карпентер и С. Демиралп отмечают, что излагаемая в учебной литературе концепция денежного мультипликатора приписывает банковским резервам ключевую роль в формировании объемов банковского кредитования и денежной массы и, соответственно, в трансмиссионном механизме монетарной политики. По их мнению, эта концепция основана на предположении, что установление обязательных резервных требований обеспечивает непосредственную связь между резервами и денежными агрегатами. Поэтому центральный банк способен влиять на денежное предложение, регулируя резервы при проведении операций на открытом рынке.

Несостоятельность этой концепции, как считают С. Карпентер и С. Демиралп, определяется следующими причинами. Во-первых, лишь незначительная доля агрегата M2 связана с резервами, создаваемыми ФРС в ходе проведения операций на открытом рынке. Во-вторых, концепция мультипликатора не согласуется с проводимой ФРС США политикой регулирования денежного предложения на основе контроля за ставкой по федеральным фондам.

С. Карпентер и С. Демиралп утверждают, что в современной экономике трансмиссионный механизм монетарной политики не соответствует традиционной модели денежного мультипликатора, в которой рост банковских резервов предопределяет увеличение денежных агрегатов и объемов кредитования. В частности, они показывают, что в 2007–2008 гг. денежная база в США удвоилась, но агрегат M2 возрос лишь на 8,5%<sup>3</sup>. Авторы констатируют отсутствие прямой связи

---

2. *McLeay M., Radia A., Thomas R. Money creation in the modern economy // Bank of England Quarterly Bulletin. 2014. Q 1. P. 15.*

3. *Carpenter S., Demiralp S. Money, reserves and the transmission of monetary policy: does the money multiplier exist? // Finance and economic discussion series. Federal Reserve Board. 2010. No. 41. P. 4.*

между объемом резервов коммерческих банков и денежным агрегатом M2.

Экономисты МВФ Дж. Бенес и М. Камхоф отмечают, что резервы коммерческих банков в центральном банке не играют в настоящее время значительной роли в формировании широких денежных агрегатов. «Причина состоит в том, — пишут эти исследователи, — что «депозитный мультипликатор» из учебника экономики, благодаря которому денежные агрегаты создаются по инициативе центрального банка за счет начальной инъекции денег высокой эффективности в банковскую систему (а это и приводит к их мультиплицированию при кредитовании), перевертывает действие монетарного трансмиссионного механизма с ног на голову»<sup>4</sup>. По их мнению, главное состоит в том, что центральные банки регулируют процентную ставку и предоставляют по ней резервы коммерческим банкам в соответствии с их спросом.

Представления о денежном мультиплицировании появились еще в первой половине XIX в. Основной вопрос, волновавший в то время всех интересующихся функционированием денежной системы, заключался в значительном расхождении между количеством денег в обращении и объемом выдаваемых кредитов. Ответ на него был найден. Оказалось, что своими активными операциями, т.е. предоставлением кредитов, банки создают себе пассивы. Предоставленная заемщику ссуда зачисляется на его счет и тем самым превращается в депозит (первая идея).

Вторая, более сложная идея состояла в следующем: при расчетах сумма депозита перечисляется из одного банка в другой. Поэтому безналичные деньги создаются банковской системой в целом. Для иллюстрации этого факта была разработана схема движения депозитов в банковской системе. Сейчас она приводится во всех стандартных учебниках.

---

4. Benes J., Kumhof M. The Chicago plan revised // IMF Working paper. 2012. August. WP/12/202. P. 10.

Эти две идеи — создание депозита и перевод безналичных денег из банка в банк — и стали основой теоретических представлений, получивших впоследствии, во второй половине XX в., название концепции денежного мультипликатора. Важно отметить, что такой механизм создания безналичных денег действует на международном рынке евровалют.

Стремление к максимально простому изложению доктрины денежного мультипликатора, прежде всего, в учебной литературе, привело к значительным неточностям в трактовке этого явления. Первая из них связана со стремлением американских авторов адаптировать эту концепцию к реалиям денежного регулирования в США — обязательному резервированию части поступающих в коммерческие банки депозитов в ФРС. Разумеется, для анализа условий американской денежно-кредитной системы такой учет был необходим. При системе обязательных резервов часть каждого поступившего в коммерческий банк депозита уменьшается на сумму, перечисляемую на специальный счет в ФРС. Поэтому при увеличении центральным банком резервов в банковской системе на величину  $\Delta R$  прирост депозитов  $\Delta D$  при норме обязательного резервирования  $h$  должен составлять:  $\Delta D = \Delta R/h$ . В более полной версии денежного мультипликатора, как известно, также учитываются изменения наличных денег и избыточных резервов.

Такой подход создавал иллюзию возможности эффективного управления денежным предложением за счет контроля за динамикой денежной базы, хотя доля наличных денег достигает в ней почти 90% (в частности, в США).

Распространенность изложенного выше варианта концепции денежного мультипликатора стала возможной вследствие популярности учебников по макроэкономике и монетарной политике, подготовленных американскими авторами. В них лишь вскользь, и то не всегда, упоминалось, что обязательные резервные требования не устанавливаются в таких странах, как Великобритания, Австралия, Канада, Швеция. Очевидно, что неиспользование в этих странах резервных требований не



означает отсутствия процесса создания банковских депозитов при выдаче кредитов как экономического явления.

Важно отметить, что современная критика концепции денежного мультипликатора в значительной степени предопределена упрощенным пониманием этого эффекта. В частности, в анализируемой концепции предполагается, что выдаче коммерческим банком ссуды предшествует поступление депозита (денежных средств) на счет кого-либо из его клиентов. Разумеется, на практике кредитный инспектор принимает в рамках своих полномочий решение о выдаче ссуд на основе критериев, установленных для заемщиков, и лимитов, определяемых соответствующими структурами банка. Но ограничителями кредитной деятельности являются нормативы ликвидности, устанавливаемые центральным банком.

Критика концепции денежного мультипликатора не нова. Она касается, прежде всего, практических аспектов этой доктрины. Дело в том, что создание безналичных денег банковской системой резко снижается в кризисных условиях. Увеличение денежной базы не приводило к росту денежных агрегатов, несмотря на все старания ФРС, в период Великой депрессии. Эта связь разорвалась в 90-е гг. XX в. в Японии. Эффект мультипликатора резко снизился в условиях мировой рецессии, последовавшей за кризисом 2007–2010 гг. Это стало одним из главных доводов для проведения центральными банками ведущих стран политики количественного смягчения.

Дж. Тобин отмечал, что процесс создания новых депозитов при предоставлении кредитов определяется потребностью в инвестициях и процентной ставкой<sup>5</sup>. При высоком спросе на кредиты коммерческие банки используют не только средства на депозитах, но и привлекают резервы центрального банка. Однако, как показывает опыт, доступность резервов центрального банка не является достаточным условием для интенсификации денежного мультиплицирования.

---

5. *Tobin J. Commercial banks as creators of «money» // Banking and Monetary Studies / Ed. by D. Carson. Homewood: Richard D. Irwin Inc., 1963. P. 416.*

Для роста спроса на кредитные ресурсы и, соответственно, увеличения денежного мультипликатора основное значение имеет разность между рентабельностью в конкретных сферах ведения бизнеса и процентной ставкой по кредитам. Мы определяем эту разность как чистую доходность предпринимательской деятельности (ЧДПД). Высокое значение этого показателя является важной предпосылкой циклического подъема.

Для анализа концепции денежного мультипликатора большое значение имеет выявление специфической в современных условиях роли сальдо корреспондентских счетов коммерческих банков в центральном банке — так называемой ликвидности банковского сектора.

Деньги на корреспондентских счетах обеспечивают проведение расчетов. Представьте ситуацию: коммерческий банк выдал клиенту кредит. В результате этой операции создан депозит. Клиент принимает решение оплатить за счет этих средств покупку товара и дает указание банку перевести деньги на счет продавца в другом банке. Но у банка клиента не оказывается достаточных ресурсов на корреспондентском счете в ЦБ. Поэтому перевод депозита станет невозможным. Для решения возникшей проблемы банк должен либо получить деньги ЦБ, например, проведя операцию репо, либо заимствовать их на межбанковском рынке. Следовательно, кредитная активность коммерческих банков оказывается зависимой не только от нормативов ликвидности, но и от процентной ставки по операциям с центральным банком.

Следует учитывать важное различие между безналичными деньгами, создаваемыми коммерческими банками, и безналичными деньгами, эмитируемыми центральными банками. Коммерческие банки создают при проведении кредитных операций безналичные деньги, которые могут быть переведены в другие банки только при наличии на их корреспондентских счетах денег, эмитированных центральным банком. Причем безналичные деньги центрального банка не мультиплицируются, т.е. их запас изменяется только при про-

ведении им операций с коммерческими банками. Это связано с тем, что деньги центрального банка (резервы) обращаются между коммерческими банками в платежной системе первого. Как отмечают Т. Бернхардсен и А. Клостер, коммерческие банки не способны влиять на резервы в банковской системе. В случае, если центральный банк в течение рабочего дня не увеличивает и не снижает резервы, то на конец дня их объем остается неизменным<sup>6</sup>.

Такой ситуации не существовало при расчетах между коммерческими банками по корреспондентским счетам. Она возникла в результате проведения расчетов через корсчета, открываемые в ЦБ. Важно учитывать, что деньги на корсчетах обеспечивают не только расчеты, но и конвертацию национальной валюты в иностранную на валютном рынке.

Термин «мультипликатор» предполагает наличие делимого и делителя. Первым является денежный агрегат, например, M2, вторым – денежная база (резервы). Очевидно, что возникает вопрос о правомерности такого подхода в условиях, когда создание депозита в результате кредитной операции осуществляется на основе ставки по кредиту и ставки, таргетируемой центральным банком.

Надо ли, исходя из этих соображений, отказываться от понятия денежного мультипликатора и ограничиваться понятием создания безналичных денег? Ответ на этот вопрос способен дать анализ реальных экономических процессов. В частности, важно учитывать, что мультиплицирование денег наблюдается на международном рынке евродолларов, причем без влияния изменения резервов ФРС США.

Как отмечает С. Фуллер: «Еще одним важным последствием роста сделок с евродолларами является расширение балансов [коммерческих банков] без соответствующего увеличения резервов в США. Например, если американский банк переводит 1,0 тыс. долл. в зарубежный банк № 1 (ЗБ1), то

---

6. *Bernhardsen T., Kloster A. Misunderstood central bank reserves // Economic commentaries. 2012. No. 1.*

американский банк имеет прирост активов на 1,0 тыс. долл., а ЗБ1 – прирост обязательств на 1,0 тыс. долл. Если этот зарубежный банк (ЗБ1) дает кредит в 1,0 тыс. долл. зарубежному банку № 2 (ЗБ2) для последующего кредитования клиентуры, то ЗБ1 имеет дополнительно 1,0 тыс. долл. в активе баланса, а ЗБ2 – дополнительно 1,0 тыс. долл. в пассиве. Наконец, ЗБ2 предоставляет кредит клиенту и отражает 1,0 тыс. долл. в активе баланса. В этом сценарии не происходит относительных изменений в активах и пассивах американского банка, но тем не менее балансы зарубежных банков увеличились на величину кредита... Этот эффект, известный как кредитный мультипликатор, особенно значителен при низких резервных требованиях и является основной причиной такого значительного объема рынка евродолларов»<sup>7</sup>.

Следует особо отметить, что в приведенном примере мультиплицирование евродолларов происходит без увеличения резервов (денежной базы) ФРС США. Этот факт критиками денежного мультипликатора не учитывается.

Современные тенденции развития монетарной сферы приводят к серьезным проблемам в реализации денежно-кредитной политики, предопределяют необходимость координации монетарного регулирования на международном уровне и осуществление мер контроля за динамикой мирового рынка евродолларов.

Механизм создания денег, т.е. формирования денежного предложения, претерпел в последнее двадцатилетие серьезные изменения. Их предпосылками стали формирование центральными банками ведущих стран и региональных организаций, в частности, ЕС, национальных платежных систем межбанковских расчетов и заключение Базельских соглашений о нормах пруденциального надзора за деятельностью кредитных организаций. Вместе с тем, важно учитывать, что наблюдаемая эволюция денежного механизма стала резуль-

---

7. Fowler S. The monetary fifth column: the eurodollar threat to financial stability and economic sovereignty // Vanderbilt journal of transnational law. 2014. Vol. 47. No. 825. P.836.

татом проявления внутренних факторов развития денежно-кредитной системы.

Как отмечалось выше, в современной экономике продолжается процесс увеличения депозитов при проведении коммерческими банками кредитных операций, т. е. при предоставлении кредитов объем безналичных денег возрастает. Но нюанс заключается в том, что выдаче коммерческим банком кредита не предшествует получение им депозита, т.е. поступление денег. Ныне коммерческие банки по всему миру, что называется, «действуют самостоятельно» — выдают кредиты, не обращая внимания на свои пассивы — депозиты клиентов.

Складывается следующая ситуация — современный коммерческий банк создает безналичные деньги печатанием цифр в компьютере. Эти деньги оказываются на счете получателя кредита. Но далее возникает проблема — чтобы перевести эти деньги по распоряжению получателя кредита в другой банк, нужны деньги на корреспондентском счете в центральном банке (ЦБ). Однако создать их может лишь центральный банк — либо операцией рефинансирования, либо репо. Впрочем, один коммерческий банк может купить эти особые деньги («корсчета», т.е. резервы) у другого коммерческого банка на межбанковском рынке. Но и там они могут появиться, только если будут созданы ЦБ. На этом основании в современной литературе утверждается, что в настоящее время существуют три элемента денежной массы: наличные; депозиты; остатки на корсчетах. Последний элемент известен как «ликвидность банковского сектора».

Для денежной теории важны два вывода. Во-первых, современные деньги являются частно-государственными. Во-вторых, система частных коммерческих банков создает ресурс особого рода — деньги, и использует его для получения процентного дохода. Следует ли считать этот доход сеньоражем? Ответ, на наш взгляд, очевиден.

Эволюция денежного механизма стала предметом дискуссии как в научных, так и в банковских кругах. Так, М. Маклей, А. Редиа, Р. Томас отмечают: «В действительности,

объем резервов не является ограничением кредитования, а центральный банк не фиксирует объем имеющихся резервов. Как соотношение между депозитами и кредитами, так и соотношение между резервами и кредитами устанавливаются иначе, чем это описано в учебниках. Прежде всего, банки принимают решения о кредитовании, исходя из доходности таких операций, зависящих от процентной ставки Банка Англии. Именно решения о предоставлении кредитов определяют создание депозитов банковской системой. Объем банковских депозитов, в свою очередь, влияет на объем денег центрального банка, который коммерческие банки хотят держать в качестве резервов для обеспечения платежей. Эти деньги в обычных условиях предоставляются Банком Англии»<sup>8</sup>.

По мнению Дж. Бенеса и М. Камхофа: «...во все времена, если банкам требуются резервы, центральный банк их предоставляет. Резервы не являются ограничителем»<sup>9</sup>.

С. Фуллвилер считает, что воздействие на денежную базу может осуществляться лишь опосредовано — за счет изменения процентной ставки<sup>10</sup>. В частности, ее снижение увеличивает доходность кредитных операций коммерческих банков и, соответственно, повышает спрос на резервы, предоставляемые центральным банком. При увеличении процентной ставки наблюдается обратная динамика спроса на резервы центрального банка.

В работе Б. Фридмена и К. Куттнера отмечается, что основным инструментом управления резервами центральных банков являются процентные ставки<sup>11</sup>. Для практического осуществления такого регулирования используется коридор процентных ставок. В его центре — таргетируемая кратко-

---

8. *McLeay M., Radia A., Thomas R.* Op. cit. P. 2.

9. *Benes J., Kumhof M.* Op cit. P. 10–11.

10. *Fullwiler S.* Modern central bank operations – the general principles. Mimeo, 2008. - <http://www.cfeps.org/ss2008/ss08r/fulwiller/fullwiler%20modern%20cb%20operations.pdf>.

11. *Friedman B., Kuttner K.* Implementation of monetary policy: how do central banks set interest rates? // NBER Working Paper. 2010. No. 16165. July. P. 63.

срочная процентная ставка. По ставке нижней границы коридора свободные ресурсы коммерческих банков абсорбируются, т.е. привлекаются в депозиты ЦБ, а по ставке верхней границы ЦБ предоставляет ликвидность банковскому сектору. Эта схема применяется в настоящее время и в России.

В действительности следствием использования подобной процедуры регулирования процентной ставки является получение коммерческими банками такого объема денег ЦБ, который полностью соответствует объему депозитов, создаваемых банками в ходе кредитования. Ограничителем роста денежной массы оказывается собственный капитал коммерческих банков. Соответственно, динамика денежной массы полностью зависит от решений собственников кредитных учреждений о формировании уставного капитала. Т. Андресен в этой связи отмечает: «Причина принятия Базельских соглашений по банковскому регулированию состоит в предотвращении неплатежеспособности банковского сектора. Однако это регулирование имеет побочное влияние на рост эндогенных кредитных денег. Темп их роста обратно пропорционален минимальному требуемому отношению капитал/активы»<sup>12</sup>.

Но проблема состоит в том, что, согласно Базельским соглашениям, показателем, определяющим масштабы кредитных операций коммерческих банков, является отношение капитала к активам (выданным кредитам и приобретенным финансовым инструментам, в частности, облигациям), взвешенным по степени риска. Очевидно, что продажа рискованных активов на фондовом рынке при их секьюритизации увеличивает возможности банков по наращиванию кредитных операций. Поэтому возник широкий рынок финансовых инструментов, в основе которых — банковские кредиты. Причем таким инструментам присваивались высшие кредитные рейтинги.

---

12. *Andresen T.* Basel rules, endogenous money growth, financial accumulation and debt crisis. Mimeo, 2010. ([http://folk.ntnu.no/tronda/econ/basel.pdf?id=ansatte/Andresen\\_Trond/econ/basel.pdf](http://folk.ntnu.no/tronda/econ/basel.pdf?id=ansatte/Andresen_Trond/econ/basel.pdf)). P. 1.

Иными словами, банки сначала выдают кредиты, в том числе с высокой степенью риска, и реализуют их специально создаваемым компаниям (Special Purpose Vehicle – SPV). Последние эмитируют на основе этих кредитов ценные бумаги, обеспеченные активами (Asset-Backed Securities – ABS), и продают их институтам финансового рынка. В результате снижается показатель риска банковских активов, а это позволяет банкам продолжить процесс кредитования и, соответственно, создания денег. Банки США стали активно использовать для минимизации потребностей в деньгах ФРС (резервах) расчеты через частную клиринговую систему CHIPS (Clearing House and Interbank Payments System).

Следует отметить, что соглашение Базель III способно привести к замедлению роста кредитной активности коммерческих банков и, соответственно, к уменьшению объемов создаваемых ими депозитных денег. Это связано с ужесточением требований к капиталу банков, в частности, введением показателя LCR (Liquidity Coverage Ratio), определяющего минимальный объем ликвидных активов, который коммерческие банки должны иметь на случай оттока ресурсов в кризисный период в течение 30 дней.

В зарубежной литературе по вопросам денежно-кредитной политики в качестве критерия успешности регулирования ликвидности банковского сектора с использованием коридора процентных ставок называется устойчивость краткосрочной процентной ставки, т.е. ее нахождение в заданном коридоре.

Но эта устойчивость достигается операциями по предоставлению и, реже, абсорбированию ликвидности, т.е. денег на счетах коммерческих банков в ЦБ. Поэтому для достижения цели по краткосрочной процентной ставке центральные банки вынуждены предоставлять рынку весь требуемый объем ликвидности. В противном случае процентная ставка оказалась бы вне установленного коридора колебаний. В результате коммерческие банки получают тот объем денег ЦБ, который полностью обеспечивает оборот в платежной системе созданных ими депозитных денег.



Рассмотрим подробнее показатель ликвидности банковского сектора, т.е. сальдо корреспондентских счетов коммерческих банков в ЦБ. Очевидно, что минимальное значение этого показателя определяется потребностью в деньгах ЦБ для проведения платежей, т.е. функционирования платежной системы.

Объем средств, необходимых для осуществления платежей, определяется решениями хозяйствующих субъектов — клиентов банков. Он подвержен существенным конъюнктурным колебаниям. На него влияют инфляционные ожидания. Его экономическое обоснование даже на ближайшую перспективу проблематично. Именно поэтому регулирование ликвидности банковского сектора осуществляется на основе коридора процентной ставки.

Для оценки показателя ликвидности центральные банки, в том числе ЕЦБ и ЦБ РФ, используют специальные методики. Они предусматривают расчет указанного показателя на основе фактически сложившегося в прошедшем периоде и с учетом (в том числе) предполагаемых изменений в обязательных резервах и операций казначейства с бюджетными ресурсами. Причем фактически сложившийся объем не подвергается корректировке.

Но противоречивость концепции ликвидности банковского сектора состоит в том, что каждый коммерческий банк получает деньги ЦБ при операциях репо, исходя из собственных потребностей в платежах, и не может учесть, какой объем средств будет переведен ему другими коммерческими банками при осуществлении платежей.

Как отмечалось выше, при управлении ликвидностью банковского сектора, т.е. совокупным сальдо корреспондентских счетов коммерческих банков в ЦБ, используется коридор процентной ставки. Динамика ставки внутри коридора, как и прочих процентных ставок, определяется: 1) соотношением спроса и предложения денег; 2) инфляционными ожиданиями; 3) девальвационными ожиданиями, т.е. предполагаемой динамикой валютного курса.

Важно обратить внимание на парадокс, связанный с формированием ставки по предоставлению ликвидности банковскому сектору. Эта ставка определяется ЦБ. Но деньги, предоставляемые по ней, должны обеспечивать оборачиваемость в платежной системе денег, созданных коммерческими банками. Фактически ЦБ устанавливает цену денег, созданных коммерческими банками. Но «санкционируя» обращение этих денег, ЦБ тем самым берет на себя риски, связанные с их созданием конкретным коммерческим банком в результате кредитных операций.

Именно сложившаяся в развитых странах в конце XX в. система организации денежного обращения на основе коридора процентных ставок привела в условиях действия норм Базеля I и Базеля II к избыточной леввериджированности экономики. Она предопределила кризис 2007–2009 гг. Последствия функционирования этой системы обусловили необходимость выкупа активов в рамках количественного смягчения, создание «плохих» банков, резкое снижение процентных ставок, введение Европейским центральным банком и Банком Японии отрицательных процентных ставок по депозитам коммерческих банков, т.е. по избыточным резервам.

### **Политика процентных ставок и правило Тейлора**

Последнее десятилетие стало периодом драматических изменений в динамике и формировании процентных ставок в ведущих экономиках мира. Таргетируемые центральными банками ставки были снижены до значений, близких к нулевым, а ставки по избыточным резервам, привлекаемым центральными банками в депозиты, стали в ряде стран отрицательными. В частности, отрицательные ставки по депозитам коммерческих банков установлены Европейским центральным банком (ЕЦБ), центральными банками Дании, Швеции, Японии. В развитых странах наблюдается снижение реальных ставок, вызванное дефляционными тенденциями в экономиках ряда стран. Причины формирования устойчиво низких

процентных ставок состоят не только в проявлениях дефляции, но и в экспансионистской монетарной политике, проводимой центральными банками ведущих стран.

Как отмечают К. Борио и П. Дисиадат: «Политика, которая не противостоит бумам, но агрессивно и постоянно смягчается в периоды кризисов, предопределяет долгосрочное снижение процентных ставок и рост долга. Это создает некое подобие долговой ловушки, при которой затруднительно повысить процентные ставки без негативных последствий для экономической системы. Накопление долга и диспропорции в производстве и инвестициях, вызванные устойчиво низкими процентными ставками, препятствуют возвращению этих ставок к нормальным уровням. Таким образом, низкие процентные ставки становятся самоподдерживающимися»<sup>13</sup>.

В течение длительного периода времени теоретической и методологической основой процентной политики центральных банков было правило регулирования процентной ставки, предложенное Дж. Тейлором. Однако в настоящее время и в развитых странах, и в странах с формирующимися рынками наблюдаются устойчивые расхождения между фактическими процентными ставками и ставками, рассчитываемыми в соответствии с правилом Тейлора<sup>14</sup>. Это свидетельствует о неучете в указанном правиле ряда особенностей современной денежно-кредитной системы, проявившихся в ходе ее эволюции.

В изначальном варианте правило Тейлора имело вид:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2, \quad (1)$$

где:  $r$  — номинальная ставка по федеральным фондам (поскольку первоначально правило разрабатывалось для США);  $p$  — темп инфляции в течение четырех предыдущих

---

13. Borio C., Disyatat P. Low interest rates and secular stagnation: is debt a missing link? // VoxEU. 2014. 25 June. <http://www.voxeu.org/article/low-interest-rates-secular-stagnation-and-debt>. P. 3.

14. Hofman B., Bogdanova B. Taylor rules and monetary policy: a global «Great Deviation»? // BIS Quarterly Review. 2012. September. P. 40–41.

кварталов;  $y$  – процентное отклонение ВВП от его трендового (среднего) значения (гэп, т. е. разрыв выпуска) ( $y = 100(Y - Y^t) / Y^t$ );  $Y$  – реальный ВВП;  $Y^t$  – трендовое (среднее за ряд лет) значение реального ВВП (по расчетам Дж. Тейлора, составило 2,2% за период 1984–1992 гг.)<sup>15</sup>.

Дж. Тейлор предполагал, что цель ФРС по инфляции составляет 2%. Поэтому в уравнении (1) –  $(p - 2)$ , т. е. 2% вычитаются из сложившегося (наблюдаемого) темпа инфляции. Кроме того, принято, что реальная равновесная ставка по федеральным фондам равна 2%. Поэтому в уравнении (1) 2% прибавляются для получения значения номинальной процентной ставки.

Для адекватной трактовки правила Тейлора важно следующее пояснение: «Правило политики в уравнении (1) предопределяет, что ставка по федеральным фондам возрастает, (а) если инфляция увеличивается выше таргетируемого значения в 2% или (б) если реальный ВВП повышается выше значения трендового ВВП»<sup>16</sup>.

Следовательно, в первоначальном варианте правило Тейлора учитывало, во-первых, рост ВВП выше трендовых значений, означающий перегрев экономики; во-вторых, ускорение в этих условиях темпа инфляции. Это предопределило выбор коэффициента для показателя разрыва выпуска ( $y$ ) – 0,5 и коэффициента для показателя превышения инфляцией ее таргетируемого значения  $(p - 2)$  – тоже 0,5. Следовательно, по логике Дж. Тейлора, ставка по федеральным фондам должна возрасти более низкими темпами, чем разрыв выпуска и инфляция, которые она призвана сдерживать. Важно учитывать, что анализируемое правило было разработано Дж. Тейлором на основе эконометрических исследований. Следовательно, оно отражало тенденции, характерные для определенного периода экономического развития.

---

15. Taylor J. Discretion versus policy rules in practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. No. 39. P. 202.

16. Ibid.

Теоретические подходы к регулированию процентной ставки были развиты Дж. Тейлором в работе, опубликованной в 1999 г.<sup>17</sup>. В ней представлено уточненное правило реализации политики монетарных властей:

$$r = \pi + g\gamma + h(\pi - \pi^*) + r^f, \quad (2)$$

где:  $r$  – краткосрочная процентная ставка;  $\pi$  – фактический темп инфляции (в %);  $\gamma$  – отклонение фактического выпуска от трендового значения;  $\pi^*$  – целевое (таргетируемое) значение темпа инфляции;  $r^f$  – целевое (таргетируемое) значение процентной ставки;  $g$ ,  $h$  – константы.

Уравнение (2) является линейным, темп инфляции ( $\pi$ ) и отклонение фактического выпуска от трендового значения, т.е. разрыв выпуска ( $\gamma$ ), представлены в логарифмах. Следует отметить, что коэффициент инфляции составляет  $(1 + h)$ . В трактовке Дж. Тейлора, « $h$  – это величина, на которую ФРС повышает процентную ставку *ex post* ( $r - \pi$ ) в ответ на рост инфляции»<sup>18</sup>. По мнению Дж. Тейлора, предложенное им уравнение «может описывать монетарную политику в разные исторические периоды, в которых использовались различные режимы политики»<sup>19</sup>. Он, в частности, отмечает: «При каждом режиме реакция параметров  $g$  и  $1 + h$  вероятно будет различной, хотя эти параметры при большинстве режимов будут положительными»<sup>20</sup>. Далее Дж. Тейлор уточняет этот тезис, утверждая: «Мы ожидаем, что  $g$  и  $1 + h$  в уравнении (1) будут больше нуля при любых ситуациях. Тем не менее, значение этих коэффициентов будет различаться в зависимости от того, как реализуется монетарная политика»<sup>21</sup>.

---

17. Taylor J. A historical analysis and monetary policy rules. In: Taylor J. (ed.). *Monetary Policy Rules*. Chicago: University of Chicago Press, 1999.

18. Ibid. P. 325.

19. Ibid. P. 323.

20. Ibid.

21. Ibid. P. 325.

Вместе с тем, в той же работе отмечается, что  $g$  и  $h$  – константы. Речь в данном случае идет о том, что исторически при режимах монетарной политики складывались разные значения указанных показателей. Но выбор наиболее эффективного режима монетарной политики предполагает поддержание конкретных параметров, обеспечивающих достижение заявленных целей.

В интерпретации Ч. Карлстрома и Т. Фуэрста правило Тейлора имеет следующий вид<sup>22</sup>:

$$FR_t = r^* + 2\% + 1,5(\text{inf}_t - 2\%) + 1,0(GDP_t - GDP_t^*), \quad (3)$$

где:  $FR_t$  – ставка по федеральным фондам;  $r^*$  – долгосрочная реальная ставка по федеральным фондам;  $\text{inf}_t$  – текущий темп инфляции;  $GDP_t$  – текущий ВВП;  $GDP_t^*$  – потенциальный ВВП по оценке ФРС;  $2\%$  в выражении  $(r^* + 2\%)$  – долгосрочный, целевой для ФРС показатель инфляции;  $2\%$  в выражении  $(\text{inf}_t - 2\%)$  – реальная равновесная ставка по федеральным фондам.

Коэффициент 1,5 определяет степень реакции монетарных властей на усиление инфляции. Коэффициент 1,0 означает, что реакция монетарных властей на гэп выпуска адекватна его фактической величине.

Форма уравнения (3) позволяет полнее оценить влияние разрыва выпуска на изменение ставки по федеральным фондам. При  $GDP_t > GDP^*$  ФРС должна повысить ставку по федеральным фондам, а при  $GDP_t < GDP^*$  – понизить, причем в одинаковой степени. Важно учитывать, что при коэффициенте 1,0 реакция на два противоположных процесса должна быть одинаковой. Очевидно, что при первом варианте действий центральный банк может необоснованно сдерживать развитие экономического подъема, а при втором – часто изменять ставку, усиливая конъюнктурные колебания.

22. Carlstrom Ch., Fuerst T. The natural rate of interest in Taylor rules // Federal reserve bank of Cleveland Economic Commentary. 2016. No. 2016-01. March 22. P. 2.

Но главное в том, что все эти действия центральный банк, согласно правилу Тейлора, должен предпринимать без учета изменения в динамике спроса на деньги и их предложения как важнейшего фактора формирования процентных ставок.

Одним из недостатков правила Тейлора часто называется использование ненаблюдаемых экономических переменных, т.е. показателей, которые определяются лишь на основе экспертных оценок. Это, в частности, относится к потенциальному объему выпуска, соответствующему естественному уровню безработицы, а также к долгосрочному равновесному уровню реальной процентной ставки. Правило Тейлора основывается на факторах воздействия на процентную ставку, находящихся под непосредственным контролем центральных банков, и не учитывает действие факторов, формирующихся в реальной экономике, в частности, средней рентабельности или склонности бизнес-структур и домашних хозяйств к привлечению кредитов.

При анализе правила Тейлора большое внимание традиционно уделяется влиянию на формирование процентных ставок эффекта ликвидности и эффекта Фишера. Первый из них выражается в краткосрочном снижении процентной ставки в начальном периоде реализации экспансионистской монетарной политики. В основе этого эффекта – рост денежного предложения. Однако пересмотр хозяйствующими субъектами инфляционных ожиданий приводит к повышению ценовой динамики и, как следствие, росту номинальных процентных ставок.

Эффект Фишера, в отличие от эффекта ликвидности, является долгосрочным. Он заключается в увеличении номинальных процентных ставок в результате продолжительной экспансионистской политики монетарных властей. По мнению Дж. Тейлора, «влияние инфляции на процентную ставку является краткосрочным «эффектом ликвидности» в отличие от долгосрочного эффекта Фишера (эффекта ожидаемой инфляции)». И далее: «Эффект ожидаемой инфляции наблюдается, если темп роста денежного предложения увеличива-

ется или если возрастает  $\pi^*$  – таргетируемый темп инфляции при использовании правила монетарной политики»<sup>23</sup>. В данном случае речь идет о том, что рост денежного предложения приводит к формированию инфляционных ожиданий, а они вызывают увеличение номинальных процентных ставок. Причем в условиях сильной инфляции наблюдается их значительное повышение. Но надо учитывать, что в краткосрочном плане рост денежного предложения способен предопределить снижение процентных ставок как следствие увеличения денежной ликвидности в экономике.

По мнению Дж. Хаммела: «За счет включения фактического темпа инфляции правило Тейлора компенсирует эффект Фишера. Два члена уравнения – инфляция и разрыв выпуска – отражают эффект ликвидности. Если либо инфляция, либо выпуск находятся на низком уровне, центральному банку следует снизить таргетируемую процентную ставку в целях стимулирования экономики. Но если эти показатели слишком высоки, центральный банк должен повысить таргетируемые значения этих показателей»<sup>24</sup>.

На наш взгляд, утверждение, что правило Тейлора учитывает как эффект ликвидности, так и эффект Фишера, является спорным. Дело в том, что использование эффекта ликвидности означает увеличение центральным банком денежного предложения с целью снижения процентных ставок и, соответственно, стимулирования совокупного спроса. Но реализация этой меры способна привести к допущению роста цен и выходу за пределы целевого показателя инфляции.

Мнение о том, что следование правилу способно вызвать эффект Фишера, основывается на возможности влияния центрального банка на темп инфляции. Но фактически центральный банк, использующий правило Тейлора, всегда должен выбирать между регулированием инфляции и минимизацией разрыва выпуска. В этой связи следует обратить внимание

23. Taylor J. A historical analysis and monetary policy rules. P. 324.

24. Hummel J. What's wrong with the Taylor rule? // Library of economics and liberty. 2014. <http://www.econlib.org/cgi-bin/printarticle2.pl?file=Columns/y2014/HummelTaylor.html>. P. 2.



на специфику стагфляции. В этом состоянии экономической системы, как известно, падение ВВП сочетается с повышающей ценовой динамикой. Но попытки ее снижения за счет увеличения процентной ставки будут приводить к дальнейшему падению ВВП.

Как отмечают Б. Хофманн и Б. Богданова, в ряде развитых стран в 70-х гг. XX в. в период сильных инфляционных процессов процентные ставки, регулируемые центральными банками (*policy rates*), были ниже уровней, определяемых на основе правила Тейлора<sup>25</sup>. С середины 80-х гг. XX в. и до начала XXI в., т. е. в период низкой инфляции и общей макроэкономической стабильности, регулируемые монетарными властями процентные ставки соответствовали рассчитываемым на основе правила Тейлора. С начала 2000-х гг. регулируемые ставки центральных банков ведущих стран оказались на уровнях, значительно ниже тех, которые определяются на основе правила Тейлора. Характерно, что возникновение этого явления совпало с переходом развитых стран к мягкой монетарной политике.

Б. Хофманн и Б. Богданова полагают, что отклонение регулируемых центральными банками процентных ставок от ставок, рассчитываемых на основе правила Тейлора, может быть вызвано: во-первых, мягкой монетарной политикой ведущих стран, предопределившей снижение равновесного уровня реальных процентных ставок; во-вторых, неполным учетом факторов, влияющих на формирование ставок, в частности, состоянием финансовой сферы<sup>26</sup>.

По нашему мнению, важно отметить, что существенное отклонение процентных ставок, рассчитываемых по правилу Тейлора, от ставок центробанков проявилось в начале 2000 г., т.е. в период существенной трансформации денежно-кредитного механизма, как в развитых странах, так и в странах с развивающимися рынками. Переход на стандарты Базеля I при-

---

25. Hofmann B., Bogdanova B. Taylor rules and monetary policy: a global «Great Deviation»? // BIS Quarterly Review. 2012. September. P. 37–38.

26. Ibid. P. 46.

вел к тому, что основным регулятором кредитной активности коммерческих банков стал не приток депозитов клиентуры, а выполнение базельского норматива отношения капитала к активам. Появление в тот же период платежных систем, контролируемых центральными банками (ЦБ), превратило остатки на корреспондентских счетах комбанков в ЦБ (так называемая ликвидность банковского сектора или «корсчета») в особые деньги, немумультиплицируемые и полностью контролируемые монетарными властями. В результате таких изменений перестал действовать классический механизм денежного мультиплицирования.

Рост предложения денежной ликвидности со стороны коммерческих банков привел к понижательной тенденции в динамике процентных ставок. Одновременно снижение коммерческими банками объемов расчетов через платежные системы центральных банков за счет роста расчетов через клиринговые системы, подобные американской системе CHIPS, предопределило падение спроса на деньги ЦБ – «корсчета». Это обусловило снижение ставок, регулируемых центральными банками.

Подводя итоги анализа правила Тейлора, необходимо отметить следующее.

1. Использование правила Тейлора предполагает изменение коэффициентов (констант) уравнения при смене режимов реализуемой монетарной политики. Поэтому речь фактически идет об использовании разных уравнений при различных режимах ДКП.

2. Разрыв (гэп) выпуска в уравнении Тейлора определяется как разность между фактическим и трендовым значениями ВВП. Возможны два варианта. При первом варианте фактический ВВП превышает трендовое значение. Это предполагает повышение процентной ставки для предотвращения перегрева экономики. При втором варианте фактический ВВП оказывается ниже трендового значения. Это предполагает снижение процентной ставки. Однако реализация такой меры невозможна при высоких темпах

инфляции, т.е. в условиях сочетания падения ВВП и роста цен (стагфляции). В этом случае правило Тейлора неприменимо.

3. Уравнение Тейлора связывает выпуск и инфляцию, но не позволяет определять их согласованные уровни. Поэтому воздействие на выпуск может иметь негативные последствия для ценовой динамики и наоборот.

4. В соответствии с правилом Тейлора процентная ставка определяется без учета динамики предложения денег и спроса на них.

5. Эволюция денежного механизма современной экономики усложнила взаимосвязи между краткосрочной процентной ставкой, используемой при банковских кредитных операциях, и ставкой, по которой центральный банк предоставляет денежную ликвидность банковскому сектору. Использование коммерческими банками инноваций, в частности, увеличение объема клиринговых расчетов, привело к снижению спроса на резервы в центральных банках, т.е. средств на корреспондентских счетах. Это усилило понижательную динамику ставки, таргетируемой центральными банками.

6. Необходимость изменения параметров  $g$  и  $(1 + h)$  означает отсутствие констант, обуславливающих соотношения между инфляцией и гэпом выпуска. Следовательно, это соотношение нестабильно.

7. Важным фактором падения процентных ставок в развитых странах стала избыточная левериджированность домашних хозяйств. Высокий уровень процентных выплат снижает предельную склонность домашних хозяйств к заимствованиям и приводит к стагнации совокупного платежеспособного спроса.

### **Занятость как цель денежно-кредитной политики**

Изучение теоретических и практических аспектов использования показателя занятости в качестве цели денежно-кредитной политики предполагает: выявление предпосылок применения такого индикатора; анализ объективных ограни-

чений его применения; разработку мер, реализуемых в рамках конкретных элементов денежно-кредитной политики для достижения положительного результата.

Поддержание высокого уровня занятости в национальной экономике, во-первых, предопределяет социальный мир в обществе; во-вторых, является обязательным условием макроэкономической стабильности. По этой причине обеспечение стабильного уровня занятости и, соответственно, низкой безработицы является в ряде стран одной из важнейших целей денежно-кредитной (монетарной) политики центрального банка и макроэкономической политики в целом.

Так, в соответствии с Законом о Федеральной резервной системе (ФРС) США: «Совет Директоров Федеральной резервной системы и Федеральный комитет по операциям на открытом рынке будут поддерживать долгосрочный рост денежных и кредитных агрегатов, соизмеримый с долгосрочной способностью экономики к увеличению производства, тем самым эффективно обеспечивая достижение целей максимальной занятости, ценовой стабильности и умеренных долгосрочных процентных ставок».<sup>27</sup> Целевые показатели ФРС составляют: по безработице – 6,5%, по инфляции – 2,0%. В четвертом квартале 2014 г. безработица в США снизилась до 5,8%<sup>28</sup>.

В 2013 г. Банк Англии объявил об установлении целевого показателя по безработице, обеспечиваемого при осуществлении монетарной политики, на уровне 7%<sup>29</sup>. Двумя другими целями политики Банка Англии являются низкий уровень инфляции и финансовая стабильность.

Главной целью Европейского центрального банка (ЕЦБ) является ценовая стабильность. Этот регулятор также обязан обеспечивать реализацию экономической политики Евросоюза (ЕС), в том числе достижение таких целей этой

---

27. Federal Reserve Act. <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm>.

28. Bureau of labor statistics. <http://www.bls.gov>.

29. <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/forwardguidance.aspx>.

организации, как полная занятость и сбалансированный рост. Но ЕЦБ, как следует из заявления его руководства, не способен оказывать влияния на уровень занятости в Евросоюзе в силу объективных обстоятельств — показатели численности безработных в ЕС различаются: от 5% в Германии до 25% в Испании, составляя в среднем, по данным на 2014 г., 11,5%<sup>30</sup>. Очевидно, что неспособность ЕЦБ влиять на безработицу и, соответственно, уровень занятости является серьезным ограничением для реализации такого важного элемента макроэкономической политики, как монетарная политика.

В соответствии с действующим законодательством целями Банка России являются обеспечение устойчивости национальной валюты и стабильность финансового рынка. Поддержание экономического роста и высокой занятости не относятся к ним. Но, несмотря на низкий уровень безработицы, в российской экономике проявляется макроэкономическая нестабильность и, соответственно, существует риск циклической безработицы. Модернизация отечественной хозяйственной системы способна усилить риск структурной безработицы. В этой связи для нашей страны актуально проведение макроэкономической политики, обеспечивающей высокую занятость в средне- и долгосрочной перспективе.

Большое внимание, которое центральные банки ведущих стран оказывают при проведении монетарной политики показателям занятости, свидетельствует о комплексности их подходов к денежно-кредитному регулированию, основанных не на отдельных моделях, а на полном учете всей доступной информации о состоянии экономической системы. Необходимость таких подходов к анализу макроэкономических показателей, учитываемых при принятии решений в сфере монетарной политики, обусловлена, во-первых, высокой турбулентностью современной экономики, во-вторых, ограниченными возможностями экономико-математического моделирования.

---

30. Draghi M. Unemployment in the euro area. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html>.

Установление ФРС количественной цели по безработице (6,5%) фактически означает наличие количественной цели по занятости. Но в документах ФРС отмечается: 1) факторы, определяющие максимальную занятость, могут изменяться во времени; 2) количественная оценка максимальной возможной занятости связана с серьезными проблемами; 3) оценки максимальной занятости в связи с их неопределенностью могут подлежать пересмотру<sup>31</sup>.

Основной проблемой регулирования занятости и, соответственно, безработицы с помощью мер монетарной политики является выявление их циклической и структурной составляющих. При преобладании циклической составляющей безработицы основные усилия центрального банка должны быть направлены на стимулирование совокупного спроса. В случае, если безработица является структурной, необходимо комплексное использование всех элементов макроэкономической политики, в том числе бюджетной, промышленной, региональной.

Однако серьезную проблему составляет идентификация циклических и структурных элементов безработицы. Традиционным инструментом оценки структурного элемента безработицы является кривая Бевериджа, определяемая на основе сопоставления показателей динамики вакансий и уровня безработицы. Сочетание роста вакансий с высоким показателем незанятых считается отражением структурного дисбаланса на рынке труда, поскольку в этом случае преобладает спрос на высококвалифицированную рабочую силу, а предложение труда исходит от работников с низкой квалификацией. Очевидно, что в таких условиях стимулирование совокупного спроса мерами монетарной политики способно оказать ограниченное влияние на рынок труда, но создает угрозу усиления инфляционного процесса.

---

31. Federal Reserve Issues. FOMC Statement of Longer-Run Goals and Policy Strategy. Press release. 2012. January 25. [www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm).

Существует высокая вероятность связей между циклической и структурной безработицей, причем они могут иметь нелинейный характер. В частности, наблюдаемое в последние годы в США явление «поляризации» рабочей силы, т.е. сокращение спроса на рабочую силу средней квалификации, может объясняться не циклическим замедлением экономики, а структурными явлениями, в том числе технологическими сдвигами в пользу современных отраслей, а также переносом производства в страны с относительно дешевой рабочей силой. Непринятие мер против циклической безработицы создает угрозу ее превращения в структурную. Это связано с тем, что нехватка платежеспособного спроса в национальной экономике является тормозом развития новых, высокотехнологичных производств. Но стимулирование совокупного спроса повышает риски усиления инфляционного процесса.

Серьезной проблемой проведения монетарной политики, в частности, в США, стал выбор показателей занятости. Дело в том, что падение безработицы в последние два года до 5,8% сочетается в этой стране со снижением индекса трудового участия (Labor Force Participation Rate – LFPR). Он рассчитывается как отношение численности занятых к численности населения в трудоспособном возрасте. В январе 2004 г. LFPR составлял 66,1, в сентябре 2007 г. – 66,0, в сентябре 2014 г. – 62,7<sup>32</sup>. Падение этого индекса может быть связано как со снижением спроса на рабочую силу в условиях низкой конъюнктуры, так и с невозможностью для некоторых категорий работников найти новое рабочее место. Первое объясняется циклическими колебаниями, второе – структурными изменениями.

С 2014 г. ФРС ввела новый показатель состояния занятости – индекс условий рынка труда (Labor Market Conditions Index – LMCI). Он включает 19 показателей, характеризующих различные аспекты трудовой активности: уровень безработицы, индекс трудового участия, показатель временной

---

32. Bureau of labor statistics [www.data.bls.gov](http://www.data.bls.gov).

занятости, списочную занятость, среднегодовую заработную плату, вакансии, динамику найма, увольнений работников и др.<sup>33</sup>, и представляет собой факторную модель. Были проведены ретроспективные расчеты LMCI с 1976 г. В кризисный для американской экономики период с января 2008 г. по июнь 2009 г. снижение индекса составило 350 пунктов. В 2010–2014 гг. отмечался его неустойчивый рост<sup>34</sup>.

Хотя поддержка занятости является законодательно установленной целью ФРС, ее практическое достижение при реализации соответствующих мер монетарной политики вызывает ряд вопросов. В частности, при росте безработицы до 8,1% ФРС в рамках количественного смягчения осуществила масштабную программу выкупа финансовых активов. Фактически был проведен «капитальный ремонт» основных сегментов финансовых рынков, в том числе денежного, облигационного, ипотечных ценных бумаг, а также финансовых институтов, имеющих системное значение. В ходе трех раундов количественного смягчения ФРС создала такой объем денежной ликвидности, который привел к росту фондового индекса S&P500 в течение 2013 г. на 30% при увеличении реального ВВП США за тот же период на 1,7%.

Однако после падения безработицы в США до 6,0% ФРС ввела новый показатель состояния рынка труда и продолжила поддерживать уровень процентной ставки на денежном рынке в 0,25%. Это позволяет утверждать, что фактической, хотя и не декларируемой, целью политики ФРС является поддержка финансового рынка.

Серьезной проблемой монетарной политики, обеспечивающей регулирование занятости, является ее теоретическая обоснованность, т.е. соответствие представлениям о закономерностях и особенностях экономических процессов. Такое соответствие является условием прогнозирования результатов

---

33. Chung H., Fallick B., Nekarda K., Rather D. Assessing the Change in Labor Market Conditions // FED's Notes. 2014. May, 22. <http://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2014/assessing-the-change-in-labor-market-conditions-20140522.html>.

34. Ibid.



реализации конкретных мер проводимой политики, в том числе в сфере занятости. Представляется очевидным, что занятость проявляет существенные циклические колебания. По этой причине для ее анализа не могут использоваться традиционные модели общего равновесия (вальрасовские модели). Их особенность состоит в неучете таких эффектов, как асимметричность рыночной информации, провалы рынков, внешние шоки, несовершенная конкуренция. Но основным недостатком состоит в неучете финансовой асимметрии, основанной на действии денежного мультипликатора. В периоды экономического подъема расширение банковского кредитования приводит к росту денежного предложения. Например, полученный коммерческим банком депозит в 100,0 тыс. руб. может быть использован для выдачи кредита на сумму в 90,0 тыс. руб. В результате такой операции в экономике будут созданы дополнительные безналичные деньги на сумму 90,0 тыс. руб. По этой причине в фазе циклического подъема темп роста совокупного спроса опережает темп увеличения совокупного предложения. Наблюдается повышательная ценовая динамика. Растет спрос на труд. Обратная ситуация складывается в фазе циклического кризиса. Снижение кредитных операций изменяет динамику денежных агрегатов. Темп падения совокупного спроса превышает темп снижения совокупного предложения, предопределяя дефляционные тенденции и уменьшение спроса на труд.

Основным направлением развития вальрасовских моделей равновесия стала попытка учета технологических сдвигов, периодически проявляющихся в реальной экономике. Поэтому новый класс моделей получил название моделей реального делового цикла или, в последней версии, динамических стохастических моделей общего равновесия — DSGE-моделей, в которых денежное предложение представляется стохастическим (случайным) процессом. Однако модернизация модели реального делового цикла не позволила учитывать как провалы рынка, приводящие к падению занятости, так и асимметричность рыночной информации,

являющуюся причиной непрогнозируемых конъюнктурных колебаний. Важно отметить, что асимметричность создается участниками рынков преднамеренно с целью манипулирования ценовыми показателями. Последними примерами таких манипуляций является воздействие крупных международных банков в собственных интересах на основную ставку мирового денежного рынка LIBOR и на динамику котировок мирового валютного рынка.

Кейнсианский подход к разработке и реализации монетарной политики состоит в анализе условий равновесия совокупного спроса и совокупного предложения, а также сбалансированности товарного и денежного рынков при определенных сочетаниях объема выпуска и процентной ставки. Колебания занятости в кейнсианской концепции являются следствием изменений совокупного спроса. Влияние на его динамику может быть оказано как за счет снижения процентной ставки, так и с помощью увеличения бюджетных расходов. Поэтому в концепции кейнсианства предполагается тесная координация монетарной и бюджетной политики. Особенностью кейнсианского подхода является утверждение о жесткости (негибкости) заработной платы, т.е. ее устойчивости в ходе экономического цикла. Это препятствует быстрым изменениям на рынке труда и приводит к падению выпуска. В свою очередь, снижение выпуска предопределяет хроническую безработицу.

С началом кризисных явлений в мировой экономике ведущие страны перешли к модели монетарной политики, близкой к кейнсианскому типу. Это отразилось в снижении процентных ставок и увеличении денежного предложения в рамках так называемого количественного смягчения. Любопытно, что в период кризисных явлений не нашел подтверждения один из основных постулатов кейнсианской доктрины — положение о жесткости заработной платы. Согласно современным исследованиям ведущих стран, заработная плата работников с низкой квалификацией носит умеренно проциклический характер. Но это не повлияло на

широкое использование кейнсианского подхода при преодолении экономической турбулентности.

В научной литературе, посвященной проблемам занятости и безработицы, большое внимание традиционно уделяется закономерности, выражаемой кривой Филлипса. Первоначально эта кривая отражала связь между увеличением заработной платы и ростом спроса на труд, предопределяющим снижение безработицы. Но впоследствии показатель роста заработной платы был заменен на темп инфляции. Новая кривая Филлипса стала отражать связь между инфляцией и безработицей. Ее наличие было подтверждено статистическими данными по экономике США за период 1961–1969 гг. Однако впоследствии существование этой связи не было доказано ни в одной стране<sup>35</sup>.

В соответствии с трактовкой кривой Филлипса, предложенной Э. Фелпсом, связь между инфляцией и безработицей обеспечивается за счет так называемого естественного уровня безработицы, при котором ожидаемый экономическими агентами уровень инфляции не изменяется<sup>36</sup>. Однако проведение монетарной политики, направленной на падение безработицы ниже естественного уровня, приведет к росту инфляционных ожиданий. Это связано с тем, что меры по стимулированию спроса предопределяют повышательную ценовую динамику в экономике. В такой ситуации возникнет спираль «заработная плата – цены». В современной трактовке естественный уровень включает фрикционную и структурную безработицу. Считается, что при таком уровне не наблюдается ускорения инфляции.

С теоретической точки зрения представляется очевидным, что число лиц, ищущих работу, может быть относительно устойчивым. Тем не менее, нельзя отрицать, что в колебаниях численности ищущих работу способны про-

---

35. *Bias P.* A Note on the Textbook Phillips Curve // *Research in Business and Economics Journal*. 2011. Vol. 4. August. [www.aabri.com](http://www.aabri.com).

36. *Phelps E.* Phillips curve expectation inflation and optimal unemployment over time // *Economica*. 1967. August.

являться как повышательные, так и понижательные тренды. Это подтверждается эмпирическими данными о динамике безработицы в европейских странах в 60–80-х гг. XX в. и в США в 90-е гг. XX в. Такие тренды, по нашему мнению, предопределяются структурой фрикционной безработицы. Она включает тех, кто выбирает лучшую работу, и тех, кто не может найти любую приемлемую работу. Такая ситуация может складываться и при высокой, и при низкой конъюнктуре, т. е. в различных фазах экономического цикла. Но в фазе подъема больше количество тех, кто ищет лучшую работу, а на фазе депрессии — тех, кто согласен на приемлемую. Очевидно, что наличие таких трендов предопределяет изменения естественного уровня безработицы.

Кроме того, проблематичным является включение в естественный уровень такого элемента, как структурная безработица. Технологическое развитие в определенные периоды может как ускоряться, так и замедляться. Очевидно, что при масштабной структурной перестройке экономики в традиционных отраслях произойдут массовые увольнения. Это приведет к росту безработицы среди работников средней квалификации. Вряд ли есть основания считать такую безработицу естественной и отказываться от мер по ее минимизации.

В соответствии с современными представлениями естественным является такой уровень безработицы, при котором сложившаяся заработная плата обеспечивает сбалансированность спроса на труд и его предложения. Предполагается, что падение безработицы ниже естественного уровня приводит к росту инфляции и, наоборот, рост безработицы выше естественного уровня предопределяет падение темпов инфляционного процесса. Но естественный уровень безработицы способен изменяться со временем в результате проявления фундаментальных факторов, влияющих на рынок труда. Тем не менее, этот уровень отражает макроэкономические условия, при которых уровни заработной платы и цен находятся в определенном соответствии. На основе приведенных соображений обычно формулируется вывод

о существовании такого уровня безработицы, который не может быть снижен за счет мер, реализуемых в рамках монетарной политики. Но такая политика способна уменьшить колебания безработицы<sup>37</sup>.

В отличие от естественного уровня безработицы, формирующегося под влиянием средне- и долгосрочных структурных изменений, NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) является краткосрочным (на период до одного года) показателем динамики занятости. В приводимом К. Уолшем примере в неурожайные годы при росте потребительских цен формируется уровень безработицы, соответствующий новому уровню инфляции, и это отразится в росте NAIRU<sup>38</sup>. Следовательно, NAIRU является более изменчивым показателем по сравнению с естественным уровнем безработицы. Но из приведенного К. Уолшем примера следует лишь то, что при конъюнктурном изменении цен может увеличиться циклическая безработица. Поэтому, на наш взгляд, нет оснований считать показатель NAIRU достаточно обоснованным. Некоторые авторы полагают, что NAIRU является аналогом естественного уровня безработицы<sup>39</sup>.

Европейская комиссия использует схожий показатель — уровень безработицы, не приводящий к росту заработной платы (Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment — NAWRU). Этот показатель определяет уровень безработицы, при котором рост денежной заработной платы сохраняется на стабильном уровне, т. е. не происходит его ускорения, свидетельствующего о превышении спроса на труд над его предложением. Но нет оснований считать NAWRU теоретически обоснованным показателем. Это связано с тем, что рост заработной платы зависит от группы факторов, а не только от безработицы.

---

37. *Walsh C.* The national rate NAIRU and monetary policy // FRBSF Economic letters. 1998. September 18. P. 4. <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/1998/September>.

38. *Ibid.* P. 2.

39. *Ibid.*

Успешность макроэкономической политики, направленной на поддержание высокой занятости, в значительной степени зависит от адекватной оценки мультипликационного эффекта, обеспечиваемого государственными и частными инвестициями. Как известно, концепция мультипликатора занятости была выдвинута Р. Ханом в 1931 г. и развита Дж. Кейнсом в 1936 г.

Для целей настоящего исследования важно проанализировать специфику мультипликатора занятости. Его основой являются государственные и частные инвестиции в производственную сферу и инфраструктуру. Первоначальные инвестиции приводят к увеличению заказов, получаемых в смежных отраслях и производствах. Их выполнение предполагает увеличение производственных мощностей, т. е. осуществление дополнительных капиталовложений. Одновременно возрастает спрос на труд. Рост объема выплачиваемой заработной платы предопределяет увеличение потребления. Соответственно, повышается спрос на труд во II подразделении. Необходимость увеличения выпуска потребительских товаров предопределяет рост заказов на производство оборудования для II подразделения. На этой основе можно выделить следующие элементы мультипликатора занятости: 1) стимулирование роста рабочих мест в сфере производства средств производства; 2) повышение занятости в сфере производства предметов потребления; 3) возвратный эффект — стимулирование создания рабочих мест в сфере производства средств производства при выполнении заказов, поступающих от производителей потребительских товаров.

Существенное повышение эффективности макроэкономической политики, в том числе в сфере регулирования занятости, может быть достигнуто при использовании так называемых экономических инвариантов. Их применение позволяет воздействовать на прогнозируемость хозяйственной системы.

Как известно, высокая степень прогнозируемости физических систем обеспечивается действием так называемых

законов сохранения, в том числе энергии, импульса, момента импульса. Действие этих законов предопределено наличием в физических системах симметрий и обусловленных ими инвариантов — сохраняющихся величин. Инвариантность выражает устойчивость взаимодействий в физических процессах. В экономических системах, в которых принимают решения люди, а рынки могут становиться предметами манипулирования, таких устойчивостей не наблюдается. В экономике количество факторов, влияющих на процессы, не является постоянным и меняется со временем.

В этой связи возникает проблема использования в хозяйственной системе для повышения ее устойчивости и прогнозируемости искусственных инвариантов, т. е. долгосрочных экономических показателей. В разное время предпринимались попытки применения таких экономических показателей, как стабильный темп роста денежной массы, правило установления процентной ставки, фиксированный валютный курс. Однако все эти попытки оказались неудачными, поскольку указанные показатели формируются непосредственно в экономической системе при взаимодействии развивающихся в ней процессов. Очевидно, что неудачу потерпит попытка таргетирования инфляции. Дело в том, что темп роста цен обусловлен таким экономическим процессом, как взаимодействие денежной и товарной масс.

В качестве успешных попыток использования экономических инвариантов можно назвать масштаб цен, т. е. введение денежной единицы как соотношения между ценами товаров, а также минимальный официальный размер оплаты труда (МРОТ). Эти показатели являются экзогенными по отношению к экономической системе, т. е. не определяются в ней непосредственно. В качестве возможных экономических инвариантов могут рассматриваться соотношения: между сбережением и потреблением; между процентной ставкой и средней рентабельностью в реальном секторе.

В этой связи возникает вопрос о возможности использования в качестве экономического инварианта показателя

занятости на уровне 94% трудоспособного населения, т.е. при безработице в 6%. Очевидные проблемы применения такого инварианта связаны с возможными колебаниями фрикционной и структурной безработицы, с падением занятости в периоды циклических кризисов. Вместе с тем следует учитывать, что регулирование занятости может осуществляться лишь при комплексном использовании всех элементов макроэкономической политики. Так, меры, реализуемые в рамках монетарной политики, способны стимулировать совокупный спрос за счет воздействия на процентные ставки, денежные агрегаты, валютный курс. Однако, такие меры лишь опосредованно влияют на структурные сдвиги в экономике и структурную безработицу. Ее минимизация более эффективно обеспечивается при реализации мер бюджетной и промышленной, в том числе научно-технической, политики.

Использование показателя занятости как инварианта предопределяет реализацию мер по поддержке экономической активности на национальной территории в случае расширения бизнес-структурами практики переноса производства в другие страны и широкого использования аутсорсинга.

Таким образом, несмотря на определенные ограничения, существует объективная возможность использования занятости в качестве экономического инварианта и, соответственно, цели денежно-кредитной политики. Достижение этой цели должно обеспечиваться за счет активного и комплексного использования всех элементов указанной политики.



## СИСТЕМНЫЙ РИСК: МЕТОДЫ ОЦЕНКИ И РАСЧЕТЫ ДЛЯ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

### Понятие и методологические подходы к оценке

Институциональное и организационно-техническое развитие банковской и в целом финансовой системы, происходившее параллельно с индустриализацией и становлением постиндустриальной экономики, вело к тому, что она во все большей степени стала приобретать свойство *высоко связанности*. Такая система, в отличие от традиционной, характеризуется тем, что ее состояние и динамика уже не являются простой суммарной функцией действий отдельных ее субъектов, но она сама активно воздействует на них, формируя общие ожидания и настроения. Субъекты же принимают решения индивидуально, исходя из своих собственных целей, однако влияют на общую конъюнктуру. Возникает своеобразная обратная связь между действиями участников рынка и его общей конъюнктурой<sup>1</sup>. Причем при определенных условиях эта обратная связь может приводить к «взрывным» изменениям. Появляются угрозы, связанные с внезапным и синхронным изменением способа действий ее участников, которые приведут к нежелательной динамике рынка и нарушению балансов активов и обязательств, кризису системы. Это находит отражение в появлении угрозы системного кризиса и соответствующего системного риска.

---

1. Эта обратная связь находит своеобразное отражение в концепции рефлексивности финансового рынка (см., например: *Бирштейн Б., Боршевич В.* Теория рефлексивности Джорджа Сороса: опыт критического анализа // Рефлексивные процессы и управление. 2001. № 1).

Сам термин «системный риск» появился в экономической науке недавно, примерно в 1990-х гг., и был заимствован из политологии<sup>2</sup>. В 2001 г. в докладе Группы десяти о консолидации в финансовом секторе предложено следующее его рабочее определение: «Системный финансовый риск — это риск того, что какое-либо событие вызовет потерю экономической стоимости активов или доверия к ним, в результате чего неопределенность в финансовой системе увеличится до уровня, при котором, вполне возможно, будет оказано значительное неблагоприятное воздействие на реальный сектор экономики»<sup>3</sup>. Известные западные специалисты в области банковских рисков Дж. Кауфман и К. Скотт предлагают следующее определение: «Системный финансовый риск — это риск или вероятность сбоя всей системы в связи с возникшей недееспособностью ее отдельных частей или компонентов; является следствием параллельной динамики (корреляции) между большинством или всеми элементами системы»<sup>4</sup>. Можно привести множество других определений системного риска (СР), но их характерной чертой является то, что в них речь не идет о его конкретных источниках. Этим СР как раз и отличается от традиционных финансовых рисков. Он связан с *коллективным поведением* субъектов рынка, рефлексивным взаимодействием двойной системы, включающей, с одной стороны, этих субъектов, с другой — общую динамику рынка, которая проявляется в ценах, курсах и качествах активов. Что касается «конкретного источника» риска, то его невозможно указать заранее в традиционном смысле. В этом как раз и заключается основная методологическая трудность, связанная с оценкой и предупреждением СР.

- 
2. Dwyer G.D. What is systemic risk, anyway? // Federal Reserve Bank of Atlanta macroblog. 2009. November 06 <http://macroblog.typepad.com/macroblog/2009/11/what-is-systemic-risk-anyway.html>.
  3. Report on consolidation in the financial sector. Group of Ten. 2001. January. <http://www.bis.org/publ/gten05.pdf>.
  4. Kaufman G.G., Scott K.E. What is systemic risk, and do bank regulators retard or contribute to it? // The Independent Rev. 2003. Vol. VII. No. 3. [http://www.independent.org/pdf/tir/tir\\_07\\_3\\_scott.pdf](http://www.independent.org/pdf/tir/tir_07_3_scott.pdf).

Следует отметить, что системные банковские кризисы, которые чаще всего были связаны с СР, несмотря на их разнообразие, имеют некоторые общие закономерности. Для их выявления Ф. Бойсаем, Ф. Коллардом и Ф. Сметсом была собрана обширная база данных эпизодов банковских кризисов по 14 развитым странам за период с 1870 по 2008 гг. (всего ими было выделено 176 полных бизнес-циклов и 78 эпизодов банковских кризисов, половина из которых относится к системным)<sup>5</sup>. Анализ факторов этих кризисов позволил авторам сформулировать ряд некоторых обобщений:

1) системные банковские кризисы относятся к достаточно редким событиям. Частота их наступления в рассмотренной выборке составляет 4,49%. Это означает, что страна испытывает банковский кризис в среднем один раз в 22 года (системный же не чаще одного раза в сорок лет);

2) финансовые рецессии характеризуются большей продолжительностью и глубиной по сравнению со спадами в реальном секторе экономики. В собранной базе данных только четверть рецессий реального сектора сопровождалась банковскими кризисами, однако, именно эти спады имели наиболее разрушительные последствия. Так, падение реального ВВП на душу населения в период системного банковского кризиса на 40% больше, чем просто при рецессиях в нефинансовом секторе экономики. Также, как правило, все системные кризисы имели продолжительность более одного года;

3) системный финансовый риск имеет тенденцию реализовываться в разгар интенсивных кредитных бумов. Расчеты по выборке показали, что до системного банковского кризиса как ВВП, так и объем кредитов находились выше своих трендов со средними отклонениями 1,8% и 3,8% соответственно. Это говорит о том, что банковский кризис разгорается в определенный момент экономического цикла, как правило, в фазе пика во время кредитного бума.

---

5. *Boissay F., Collard F., Smets F. Booms and systemic banking crises. National Bank of Belgium. 2012. 26 September. <https://www.nbb.be/doc/ts/enterprise/speeches/presentations/paperfranksmets.pdf>*

Существуют два традиционных метода анализа и оценки системного финансового риска – *расчет показателей финансовой устойчивости* (ПФУ) и *проведение макросценарного стресс-тестирования банковского сектора*. Для унификации ПФУ на международном уровне МВФ в 2007 г. разработал «Руководство по составлению показателей финансовой устойчивости», в котором использовано 39 индикаторов<sup>6</sup>. Данные показатели разделены на две группы: 1) базовый набор (12 индикаторов), отражающий состояние и устойчивость банковского сектора (табл. 3.1); 2) рекомендуемый набор (27 индикаторов), содержащий показатели, предназначенные для оценки состояния иных финансовых корпораций, сектора нефинансовых организаций и домашних хозяйств, а также рынка недвижимости.

Таблица 3.1 Базовый набор показателей финансовой устойчивости МВФ

1. Достаточность капитала	Отношение нормативного капитала к активам, взвешенным по риску
	Отношение нормативного капитала первого уровня к активам, взвешенным по риску
	Отношение необслуживаемых кредитов и займов за вычетом созданных резервов к капиталу
2. Качество активов	Отношение необслуживаемых кредитов и займов к совокупным валовым кредитам и займам
	Отношение распределения кредитов и займов по секторам экономики к совокупным кредитам и займам
3. Прибыль и рентабельность	Норма прибыли на активы
	Норма прибыли на собственный капитал
	Отношение прибыли по процентам к валовому доходу
	Отношение непроцентных расходов к валовому доходу
4. Ликвидность	Отношение ликвидных активов к совокупным активам (коэффициент ликвидных активов)
	Отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам
5. Чувствительность к рыночному риску	Отношение чистой открытой валютной позиции к капиталу

Источник: Показатели финансовой устойчивости: руководство по составлению. Вашингтон: МВФ, 2007. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/rus/guide.pdf>).

6. Показатели финансовой устойчивости: руководство по составлению. Вашингтон: МВФ, 2007. С. 2. [www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/rus/guide.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/rus/guide.pdf).

ПФУ являются хорошим отправным пунктом при анализе устойчивости финансового сектора, однако их недостаточно для выявления системных проблем. Например, увеличение кредитования рынка недвижимости может быть выгодно для отдельного банка в краткосрочной перспективе, при этом его ПФУ будут удовлетворительными, но если наблюдается аналогичное поведение в области кредитования одновременно и у других банков, то происходящий в результате этого резкий рост позиции финансового сектора в отношении недвижимости может вызвать системную нестабильность. *В таких случаях риски, которые считаются экзогенными для любого отдельно взятого финансового учреждения, являются эндогенными для финансовой системы в целом.* Кроме того, использование ПФУ имеет определенные ограничения: во-первых, основываясь только на данных показателях, невозможно прогнозировать изменения конъюнктуры финансового рынка; во-вторых, они не учитывают сложившиеся межбанковские связи. Поэтому при анализе системного финансового риска рассчитанные ПФУ следует дополнять другими инструментами и методами.

Довольно распространенным подходом к оценке системного риска являются агрегированные стресс-тесты. МВФ определяет стресс-тестирование как «методы оценки чувствительности портфеля к существенным изменениям макроэкономических показателей или к исключительным, но возможным событиям»<sup>7</sup>. Агрегированные стресс-тесты осуществляются по группе кредитно-финансовых организаций и позволяют оценить результат воздействия некоторого шокового события на совокупный бухгалтерский баланс коммерческих банков.

---

7. Blaschke W., Jones M.T., Majnoni G., Peria S.M. Stress testing of financial systems: an overview of issues, methodologies, and FSAP experiences // IMF Working Paper. 2001. No. 88. P. 4. [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0188.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0188.pdf).

Существует довольно много различных видов стресс-тестов (СТ), которые в практических целях удобно объединить в две группы<sup>8</sup>:

1) *однофакторные* СТ, или анализ чувствительности (при их проведении рассматривается влияние изменения одного из факторов риска на состояние банковского баланса, например, курса валют на величину чистой валютной позиции);

2) *многофакторные* СТ, или анализ сценариев (рассматривается изменение одновременно нескольких факторов риска).

При проведении агрегированного стресс-тестирования надзорными органами обычно учитываются следующие риски: кредитный, процентный, валютный, ликвидности<sup>9</sup>.

Однако практика применения СТ различными центральными банками выявила существенные недостатки этого метода<sup>10</sup>, которые сводятся к следующим:

- неопределенность выбора макросценариев;
- непредсказуемость поведения коммерческих банков в стрессовых условиях;
- существование косвенных каналов влияния макроэкономического шока на финансовый сектор, не принимаемых во внимание анализирующим органом;
- «линейный» характер результатов стресс-тестов.

Недостатки, присущие традиционным инструментам, побудили исследователей искать новые подходы к анализу и оценке системного финансового риска. Это привело к тому, что в международной практике стали выделять два его проявления<sup>11</sup>:

- 
8. Андриевская И.К. Стресс-тестирование: обзор методологий. М.: Высшая школа экономики, 2007. С. 3–5. [www.hse.ru/data/240/854/1235/Andrievskaya1.doc](http://www.hse.ru/data/240/854/1235/Andrievskaya1.doc).
  9. Čihák M. Introduction to applied stress testing // IMF Working Paper. 2007. No. 59. P. 26–42 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0759.pdf>.
  10. Мусеев С.Р. Тайны стресс-тестов // Банковское дело. 2010. № 6; Gondat-Larralde C. Assessing and modeling systemic risk: a stock-take / CCBS/PFTAC/NRBT Seminar, Tonga, 10–13 Aug. 2010 <http://www.pftac.org/filemanager/files>.
  11. Borio C. Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward // BIS Working Papers. 2011. No. 354.

1) *временной аспект*, связанный с накоплением в нефинансовом секторе экономики и денежно-кредитной сфере дисбалансов, являющихся источниками уязвимостей финансовой системы в целом. Иначе говоря, временная составляющая системного риска характеризует совокупный размер экономических рисков, который берет на себя финансовый сектор в каждый момент времени, по отношению к его капиталу и располагаемой ликвидности (так называемая *проблема процикличности*);

2) *межсекторальный (пространственный) аспект*, характерный для ситуации, когда риск одинаково реализуется во всех финансовых учреждениях (например, в период кризиса ликвидности) или если балансы финансовых учреждений тесно взаимосвязаны (через риск контрапартнера). Иначе говоря, пространственная составляющая – это распределение совокупной величины экономических рисков между отдельными элементами финансового сектора, обусловленное его структурными особенностями (*кросс-секционный, или структурный риск*)<sup>12</sup>.

Говоря о пространственном аспекте системного риска в широком смысле, имеют в виду сегменты финансового сектора экономики, в которых сконцентрирована основная масса рисков. В узком же понимании данная составляющая системного риска отождествляется с проблемой существования так называемых *системно значимых финансовых учреждений (СЗФУ)*. Они представляют собой финансовые учреждения, деятельность которых оказывает существенное влияние на общее состояние (устойчивость) финансового сектора страны и прекращение которой может привести к дестабилизации всей системы. Одним из основных признаков СЗФУ является его размер, измеряемый долей активов в активах финансового сектора. Другой важный критерий системной значимости – наличие прямых или косвенных финансовых

---

12. BBA briefing on instruments of macroprudential policy. Britain Bankers' Association. 2012. February [www.bba.org.uk/download/7444](http://www.bba.org.uk/download/7444).

связей между учреждениями, создающих возможность для передачи рисков от одних организаций к другим.

Если говорить о денежно-кредитной системе Республики Беларусь, то выделение СЗФУ представляется не очень сложной задачей. Она, как и банковские системы большинства небольших экономик, является высококонцентрированной. Всего в республике действует 26 банков. На 5 крупнейших приходится более 80% от суммы всех активов и собственного капитала. Поэтому ниже мы остановимся подробнее не первом аспекте СР.

### Методы и инструменты анализа временной составляющей системного риска

Для отслеживания временной компоненты системного риска в международной практике набирает популярность подход, основанный на построении *агрегированного индекса финансовой стабильности*, имеющего вид непрерывной переменной и позволяющего в любой момент времени дать оценку состояния финансового сектора<sup>13</sup>. Обычно такие индексы строятся с использованием факторов, характеризующих различные элементы национальной финансовой системы.

Построение агрегированных индексов финансовой стабильности (АИФС) имеет два положительных следствия для совершенствования методологии отслеживания системного риска. Во-первых, их можно использовать в системах раннего предупреждения в качестве элемента, позволяющего отслеживать динамику изменения состояния финансового сектора. Во-вторых, они дают возможность аналитикам оперировать числовой характеристикой устойчивости финансового сектора экономики.

Тем не менее, построение АИФС является достаточно сложной задачей, учитывая неоднородность финансового

---

13. Егоров А. Стресс-индекс как мера финансовой стабильности: подходы к его построению // Банковский вестник. 2009. № 25. С. 38.



сектора и существование многочисленных связей между участниками финансового рынка. Поэтому попытки создания агрегированных индексов финансовой стабильности пока рассматриваются как предварительное тестирование альтернативных подходов к измерению уровня системного риска, а не как некие устоявшиеся стандарты оценки финансовой стабильности.

Процедуры построения АИФС в различных странах имеют свои особенности<sup>14</sup>. Но в любом случае они направлены на оценку и отслеживание динамики основных рисков, уровень которых проявляется в показателях кредитной экспансии и качества кредитных портфелей (кредитный риск), процентных ставок и валютного курса (процентный и валютный риски), цен на недвижимость и курсов акций (рыночный риск) и др.

Другим достаточно распространенным инструментом, используемым для мониторинга степени накопления финансово-экономических дисбалансов во временном измерении, являются *системы раннего предупреждения* – специализированные эконометрические модели, откалиброванные с учетом исторического опыта страны или региона.

Системы раннего предупреждения (СРП) представляют собой попытку объединить ряд экономических показателей в единый индикатор риска возникновения системного финансового кризиса в рамках статистически оптимального подхода. Несмотря на то, что данные модели не обладают идеальной точностью предсказания, они предлагают формализованный метод прогнозирования эпизодов реализации системного риска и позволяют получить количественную оценку вероятности осуществления основных финансовых шоков.

---

14. См.: Geršl A. Financial stability indicators: advantages and disadvantages of their use in the assessment of financial system stability // CNB Financial Stability Report, 2006. Praha, Czech National Bank, 2007 [http://www.cnb.cz/en/financial\\_stability/fs\\_reports/fsr\\_2006/FSR\\_2006\\_article\\_2.pdf](http://www.cnb.cz/en/financial_stability/fs_reports/fsr_2006/FSR_2006_article_2.pdf); Petrovska M. Measures of financial stability in Macedonia / M. Petrovska, E. Mucheva Mihajlovska // Journal of Central Banking Theory and Practice. 2013. Vol. 2. No. 3; End J.W. van den. Indicator and boundaries of financial stability // DNB Working Papers. 2006. No. 9.

Построение СРП предполагает, прежде всего, наличие формулировки системного банковского кризиса и четко обозначенных количественных параметров (пороговых значений в динамике некоторого ключевого индикатора) его однозначного выявления. Наиболее часто зарубежными исследователями и специалистами<sup>15</sup> выделяются следующие количественные критерии реализации системного риска:

- доля проблемных кредитов банковского сектора в общем объеме его кредитного портфеля превышает 10%;
- происходит массовый отток депозитов населения в течение года или последовательно в течение нескольких лет на величину, превышающую 20%;
- затраты государства на восстановление банковского сектора превышают 2% от ВВП страны.

Прогнозирование эпизодов напряженности в финансовом секторе экономики при помощи СРП опирается на три подхода:

1) *макроэкономический* — в его основе лежит представление о том, что системные финансовые кризисы являются следствием макроэкономической политики, поэтому их можно прогнозировать с использованием макроэкономических переменных;

2) *основанный на банковском балансе* — кризисы связывают с ненадлежащей банковской практикой и предполагается, что банкротство финансовых учреждений можно предсказывать по данным их бухгалтерских балансов;

3) *основанный на показателях рынка* — предполагает, что в курсах инструментов участия в капитале и долговых инструментов заложена информация о состоянии финансового учреждения, которая не отражается в данных баланса. Эту информацию можно использовать для получения вероятности распределения возможных убытков.

---

15. См., в частности: Demirguc-Kunt A., Detragiache E. The determinants of banking crises in developing and developed countries // IMF Staff Papers. 1998. Vol. 45. No. 1.

Все эти методические подходы направлены на получение количественной оценки вероятности обострения системного риска и формируются с учетом особенностей денежно-кредитной системы соответствующей страны.

### **Расчет индекса системного риска для Республики Беларусь**

Для расчета индекса системного риска (ISR-индекса) на экономических данных Республики Беларусь нами использовались следующие показатели:

- *кредитный разрыв* (отклонение текущего уровня кредитов, выданных экономике, от долгосрочного равновесного тренда<sup>16</sup>), исчисляемый как остаток коинтеграции в соответствующей ЕСМ-модели;
- *отношение межбанковских кредитов к депозитам клиентов* (срочным и до востребования), позволяющее улавливать небазовое фондирование;
- *отношение балансовых активов к собственному капиталу банков*, характеризующее степень финансовой зависимости (левериджа);
- *отношение средств, привлеченных банками от нерезидентов, к требованиям к нерезидентам* (относительное сальдо активных и пассивных операций банков с нерезидентами).

С целью получения количественной оценки кредитного разрыва для Республики Беларусь была использована эконометрическая модель, которая основана на том, что динамика реального кредитования экономики определяется двумя фундаментальными факторами — реальными ВВП и процентной ставкой. При этом долгосрочный тренд в динамике кредита формируется под воздействием спроса на заемные средства,

---

16. Равновесный тренд — тот уровень требований банков к экономике, который считается «нормальным» для данной страны с учетом ее исторического опыта и текущих макроэкономических и монетарных условий функционирования.

аппроксимируемого ВВП, а краткосрочные колебания зависят от поведения реальной ставки по рублевым кредитам.

Траектория кредитного разрыва в Республике Беларусь с 2005 г. представлена на рисунке 3.1. Она свидетельствует о том, что до 2007 г. уровень требований банковского сектора к экономике был ниже своего равновесного уровня. С I квартала 2007 г. по I квартал 2008 г. наблюдался незначительный положительный кредитный разрыв, который нивелировался к концу периода. Но с середины 2008 г. разрыв реального кредитования со знаком «+» начал быстро увеличиваться, достигнув своего максимума к началу 2011 г. Значительная девальвация национальной валюты в 2011 г. и последовавшие за ней инфляционные процессы обесценили рублевую задолженность субъектов хозяйствования (удельный вес валютной задолженности в структуре кредитного портфеля банков тогда составлял всего 22–24%), вследствие чего в III квартале 2011 г. кредитный разрыв отсутствовал. В первом полугодии 2012 г. разрыв характеризовался как существенно отрицательный, однако уже во II квартале произошел перелом тренда на возврат реального кредитования экономики к равновесному уровню. Активное валютное кредитование предприятий на протяжении 2012–2013 гг. (вследствие существенной разницы в процентных ставках) привело к тому, что уже в начале 2014 г. уровень заимствований вышел на равновесный уровень (кредитный гэп приблизился к нулевому значению). В конце 2014 г. кредитный разрыв обозначил очень быстрое увеличение (сопоставимое с ростом в 2009–2010 гг.) на фоне начала рецессии в реальном секторе экономики. Ослабление курса национальной валюты на протяжении 2015 г. способствовало данному увеличению, ведь после периода активных валютных заимствований доля кредитной задолженности экономики перед банками в иностранной валюте достигла 60%. К началу 2016 г. кредитный разрыв возрос до «рекордных» за последние 5 лет 22%. При этом он отражает не кредитный «бум», а скорее рецессию, спровоцированную материализацией глубинных проблем реального сектора экономики («спусковым

механизмом» стало ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры). Накопленная за многие годы долговая нагрузка экономических агентов стала не соответствовать их уменьшающимся текущим доходам, что создало потенциально опасную ситуацию для банковского сектора.

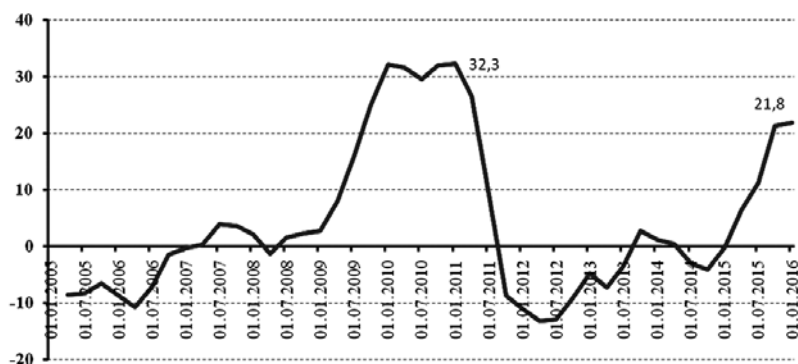


Рис. 3.1. Динамика кредитного разрыва в Республике Беларусь (в %) *Рассчитано по: данные Национального банка Республики Беларусь.*

Реализация системного риска обычно сопровождается наступлением системного кризиса ликвидности, поэтому ISR-индекс должен содержать компоненту, характеризующую состояние ресурсной базы банковского сектора с точки зрения покрытия активных операций финансовых учреждений. Однако традиционные показатели ликвидности (отношение ликвидных банковских активов к краткосрочным обязательствам, соотношение ликвидных и совокупных активов и т.д.) не являются опережающими и отражают уже сложившееся положение<sup>17</sup>. В то же время предоставить оперативную информацию о дефиците (избытке) ликвидности способен межбанковский рынок, точнее, объем выданных межбанковских кредитов, масштабированный на какой-либо агрегированный показатель деятельности банковского сектора со сто-

17. International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring. Bank for International Settlements. 2009. December <http://www.bis.org/publ/bcbs165.pdf>.

роны обязательств. Поэтому в качестве второй компоненты ISR-индекса выбран рыночный индикатор состояния ликвидности, представляющий собой отношение межбанковских кредитов к депозитам клиентов банков, т.е. «коэффициент небазового фондирования» (см. рис. 3.2).

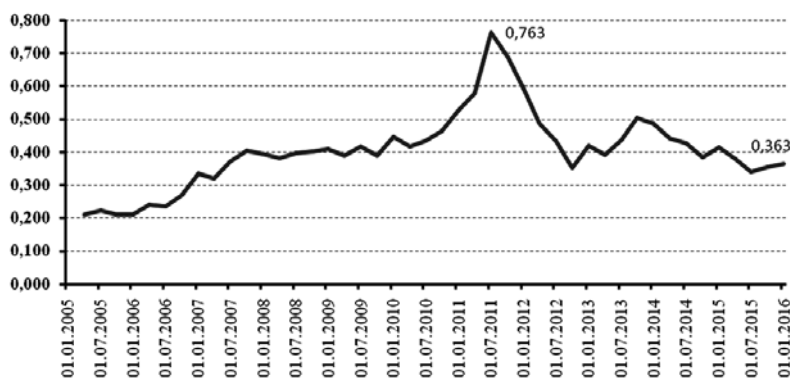


Рис. 3.2. Динамика небазового фондирования белорусских банков  
Рассчитано по: данные Национального банка Республики Беларусь.

Как видно из рис. 3.2, системный риск ликвидности достиг своего максимума в середине 2011 г. в разгар валютного кризиса (межбанковские кредиты составляли 76,3% депозитов клиентов). В 2012 г. ситуация стабилизировалась, и показатель вернулся к своему среднему значению (0,4), вокруг которого колебался на протяжении 2013–2015 гг.

Реализация системного банковского риска имеет более серьезные последствия для экономики в целом в случае нехватки собственного капитала банков для покрытия существующих рисков по активным операциям. Признанным в международной практике индикатором способности банков абсорбировать шоки является отношение капитала к активам<sup>18</sup>. Это показатель, обратный уровню рычага (левериджа). Он и является третьей составляющей ISR-индекса.

18. Nissim D., Penman S. Financial statement analysis of leverage and how it informs about profitability and price-to-book ratios // Review of Accounting Studies. 2003. No. 8.

Кроме того, последствия системного банковского кризиса окажутся более разрушительными в случае несбалансированности финансовых связей банковского сектора с внешним миром. Поэтому последняя компонента ISR-индекса – это индикатор потоков капитала, который отражает риски, возникающие в процессе проведения банками активных и пассивных операций с нерезидентами. Превышение ресурсов нерезидентов над активами, размещенными во внешнем секторе, свидетельствует о снижении валютной ликвидности банков, что может усугубить негативные последствия банковского кризиса.

Динамика этих переменных представлена на рис. 3.3.

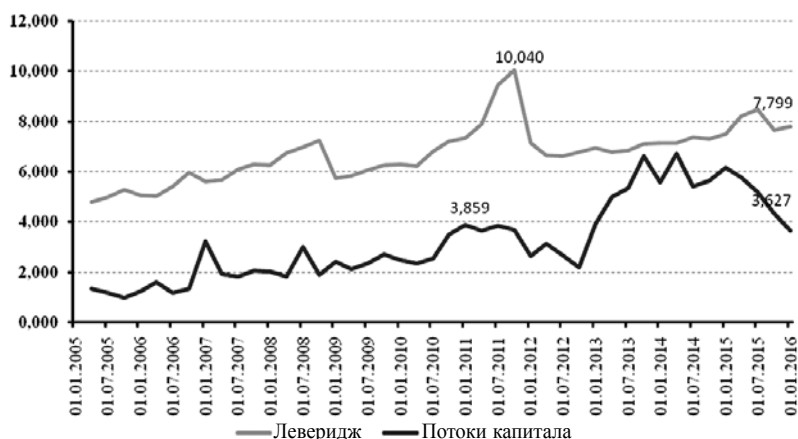


Рис. 3.3. Динамика леве́риджа и потоков капитала в Республике Беларусь

Рассчитано по: данные Национального банка Республики Беларусь.

Как и в случае с предыдущими индикаторами, критической отметкой в их динамике был 2011 г., а в 2012 г. данные коэффициенты вновь «усреднялись». Тем не менее, за три последних года леве́ридж возрос на 18%, что обусловлено отставанием скорости роста собственного капитала банков от темпа увеличения объема их активных операций с клиентами. Отношение средств, привлеченных банками от нерези-

дентов, к имеющимся требованиям к нерезидентам, в свою очередь, характеризовалось быстрым ростом в 2013 – первой половине 2015 г. (практически трехкратное увеличение за данный период). Банки активно использовали средства нерезидентов для удовлетворения потребностей своих клиентов из реального сектора экономики в валютных кредитах (депозитов населения в иностранной валюте было недостаточно; более того, в условиях макроэкономической неопределенности вклады размещались преимущественно на короткие сроки и не могли стать надежным источником фондирования долгосрочных проектов). Во втором полугодии 2015 г. по мере спада кредитной активности банки сократили объем обязательств перед нерезидентами, что вызвало соответствующее уменьшение рассматриваемого коэффициента.

Квартальная динамика ISR-индекса с 2008 по 2016 г. приведена на рис. 3.4.

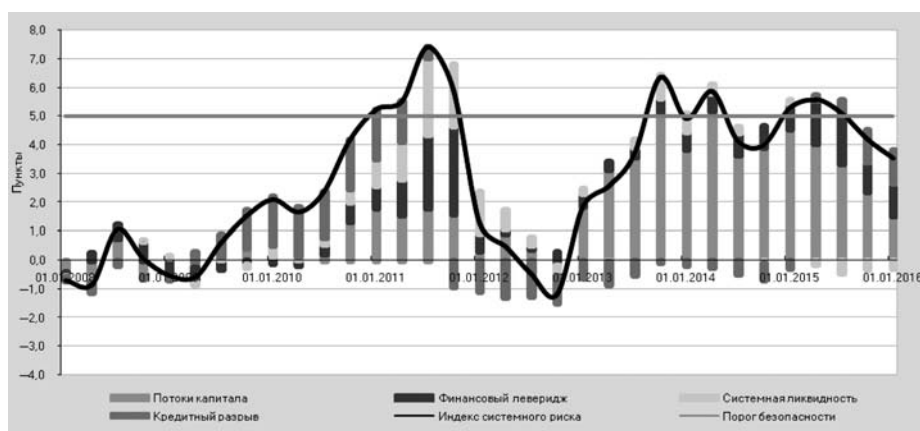


Рис. 3.4. Индекс системного риска банковского сектора Республики Беларусь, построенный на квартальных данных  
 Рассчитано по: данные Национального банка Республики Беларусь.

Она свидетельствует о том, что к концу 2011 г. (в период дестабилизации валютного рынка) он достиг своего пикового значения. Затем заметно снизился, однако с конца 2013 г. находится на высоком уровне. Основным фактором его высо-



кого значения является несбалансированность операций банков с внешним миром. Во втором полугодии 2015 г. величина системного риска несколько снизилась (значение ISR-индекса в целом за 2015 г. — на 1,7 пункта, составив 3,6 на конец периода<sup>19</sup>), однако существенные изменения претерпела его структура. Сокращение объема средств нерезидентов на фоне роста требований к внешнему сектору уменьшило значимость соответствующего фактора риска; параллельно возросли угрозы, связанные с чрезмерной кредитной нагрузкой на экономику (расчетный показатель кредитного разрыва, используемый в ISR-индексе, возрос до 22% к концу 2015 г.). Суммарный вклад двух остальных факторов в динамику системного банковского риска равен нулю (рост финансового леввериджа и улучшение ситуации с системной ликвидностью банковского сектора по итогам 2015 г. компенсировали друг друга).

В настоящее время Национальным банком Республики Беларусь осуществляется мониторинг ISR-индекса, совершенствуется и развивается методика его расчета, а также других показателей, отражающих вероятность увеличения СР.

---

19. Значения выше 5 следует рассматривать как крайне нежелательные.

## Глава 4

**КАНАЛЫ ВЛИЯНИЯ ГЛОБАЛЬНОЙ  
НЕСТАБИЛЬНОСТИ НА ЭКОНОМИКУ  
И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНУЮ СИСТЕМУ  
РОССИИ И БЕЛАРУСИ**

Глобальные финансовые источники нестабильности, с одной стороны, создают и усиливают воздействие глобальных дестабилизаторов на современную мировую финансовую систему, с другой – рассредоточивают негативное влияние на национальные экономики и межстрановые финансово-экономические взаимосвязи. В настоящей главе мы проанализируем основные характеристики и каналы распространения финансовых угроз по схеме «сверху–вниз», т.е. с глобального на национальные уровни финансовых систем России и Беларуси<sup>1</sup>.

Прежде всего, необходимо определить степень интегрированности анализируемых стран в глобальные экономические процессы. Одним из комплексных количественных индикаторов, позволяющих провести подобную оценку, является предложенный McKinsey Global Institute ранговый показатель участия в международном движении финансово-экономических потоков (rank of participation) с учетом индекса взаимозависимости (MGI connectedness index). Рейтингование стран базировалось на анализе динамики глобального дви-

---

1. Настоящее исследование подготовлено по материалам статьи: *Архипова В.В.* Институциональные источники финансовой нестабильности // Современная Европа. 2016. №5 (71). С. 103–114.

жения товаров и услуг, прямых иностранных инвестиций, информации и миграции. В результате общего ранжирования (в выборке присутствовали 139 государств) Россия и Беларусь заняли 14 и 46 места соответственно, причем по уровню вовлеченности в процессы чисто финансовой глобализации анализируемые страны оказались соответственно на 18 и 101 позициях. Таким образом, Россия с совокупным потоком стоимостей с учетом товаров, услуг, притока и оттока финансовых ресурсов в объеме 1 059 млрд долл. (57% от национального ВВП) в большей степени интегрирована в глобальную финансовую систему (ГФС) и глобальную экономику в целом, нежели Беларусь с уровнем аналогичного показателя в 92 млрд долл. (121% от ВВП). При этом при сравнении приведенных показателей интенсивность финансово-экономических потоков в Беларуси оказалась выше, чем в РФ<sup>2</sup>.

Оценка уровня внешней финансовой открытости России и Беларуси согласуется с полученными выше выводами. Так, средние за 2011–2016 гг. показатели международной инвестиционной позиции (в части активов на первое января каждого года), соотнесенные с национальным ВВП в текущих ценах, оказались равными 69% для РФ и 24% для Беларуси. При этом среднее значение внешнего долга анализируемых стран в % к ВВП за аналогичный период оказалось выше для Беларуси (56% против 31% в РФ)<sup>3</sup>.

На основании того, что: а) финансовая система РФ в большей мере интегрирована в процессы ГФС и более открыта для различных финансовых эффектов, нежели финансовый сектор экономики Беларуси; б) изучаемые страны находятся в тесном финансовом взаимодействии (например, прямые иностранные инвестиции за 2010–2016 гг., направленные из России в Беларусь, составили в среднем 61,2% совокупных ПИИ в Беларусь, в обратном направлении – 79% от общего

---

2. Digital globalization: the New Era of Global Flows. McKinsey Global Institute. March 2016. P. 11, 126–127.

3. Рассчитано по: данные Банка России и Национального банка Республики Беларусь. <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs>, <http://www.nbrb.by/statistics/InvestPos/Quarterly6>.

показателя ПИИ из Беларуси)<sup>4</sup>, анализ воздействия глобальных источников финансовой нестабильности будет разделен на два этапа: исследование дестабилизирующего влияния ГФС на российский финансовый сектор и изучение дальнейшей передачи финансовых «шоков» от РФ к Беларуси.

Подчеркнем, что финансовых секторах обеих анализируемых стран преобладают банковские системы: доминирование активов банков в совокупных активах национального финансового сектора России и Беларуси является абсолютным и варьируется около 90%<sup>5</sup>.

Уровень банковской концентрации, исходя из оценок Мирового банка для пяти крупнейших банков, в России в среднем за 2006–2015 гг. находился в пределах 30–45%, в Беларуси – колебался около 80% (как и аналогичный индикатор финансовой стабильности по ГФС в целом)<sup>6</sup>. Это означает, что возникающие у крупных банковских игроков финансовые проблемы с большой вероятностью (особенно для Беларуси) могут быстро развиваться и стать «шоком» для всей финансовой системы. Согласно экспертным оценкам, лидирующие по основным финансовым показателям пять белорусских банков (открытое акционерное общество АСБ Беларусбанк, Белагропромбанк, БПС-Сбербанк, Белинвестбанк и Банк БелВЭБ), из которых 3 государственных и 2 контролируемых российским капиталом, являются системно значимыми финансовыми посредниками для финансовой системы Беларуси<sup>7</sup>. Банк России в конце 2015 г. утвердил список из 10 банков, входящих в «ядро» национальных системообразующих банковских игроков РФ. В их состав попали широко

- 
4. Рассчитано по: данные Банка России и Национального банка Республики Беларусь. <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs>, <http://www.nbrb.by/statistics/InvestPos/Quarterly6>.
  5. Peer Review of Russia. Financial Stability Board. February 2015. P. 36; Financial Stability in the Republic of Belarus. National Bank of the Republic of Belarus. 2015. P. 19.
  6. World Development Indicators Database 2012-2016. World Bank. <http://data.worldbank.org/products/wdi>.
  7. Пашкевич А., Власенко М. Системно значимые финансовые институты на примере банков Белоруссии // Белорусский вестник Национального банка Белоруссии. 2013. Июль. №19(600). С. 27–36; Belarus Investment Guide. Sorainen, Приорбанк, KPMG. 2014. P. 24.

представленные в Беларуси ПАО Сбербанк, АО Банк ГПБ, ПАО Банк ВТБ, а также UniCredit, являющийся глобальным системно значимым банком для ГФС<sup>8</sup>. По оценкам экспертов, для более объективного представления финансовых реалий в РФ целесообразно иметь расширенный российский список банков, дополненный такими глобальными игроками, как Citi, Deutsche и Nordea<sup>9</sup>. Итак, глобальные финансовые дестабилизаторы, напрямую оказывая негативное воздействие на финансовый сектор (национальную банковскую систему) России через кредитный или банковский канал, косвенно влияют на устойчивость развития белорусских финансов.

Действительно, если обратиться к результатам анализа динамики чистых инвестиционных потоков на основании национальных платежных балансов обоих государств (см. рис. 4.1–4.2), то прочие инвестиции, отражающие в том числе кредитное межстрановое взаимодействие, являются наиболее волатильными из всех финансовых потоков: в особенности в 2008–2009 гг. и 2013–2015 гг. для России; в 2008 г., 2010–2012 гг. и 2013–2015 гг. – для Беларуси.

Портфельные инвестиции среди чистых инвестиционных потоков занимают второе место по уровню нестабильности. Для РФ «пики» дестабилизирующего воздействия на национальную экономику приходится на 2008 и 2013–2015 гг., для Беларуси – на 2010–2012 и 2013–2015 гг. (см. рис. 4.1–4.2). Потоки прямых иностранных инвестиций для Беларуси в период 2010-х гг. также имели тенденцию к резким изменениям, которые наиболее остро ощущались в 2011–2012 гг. (см. рис. 4.2).

Наблюдаемые выше через динамику чистых инвестиционных потоков финансовые явления, на наш взгляд, по своим характеристикам следует отнести к категории «внезапных остановок» потоков капитала (*sudden stops*), представляющих собой резкое прекращение (замедление) притока или крити-

---

8. Банк России. [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=20102015\\_100129ik2015-10-20T10\\_01\\_03.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=20102015_100129ik2015-10-20T10_01_03.htm).

9. *Anokhina M., Penikas H., Petrov V.* Identifying SIFI Determinants for Global Banks and Insurance Companies: Implications for D-SIFIs in Russia. *Universita di Pavia*. September 2014. P. 13–14.

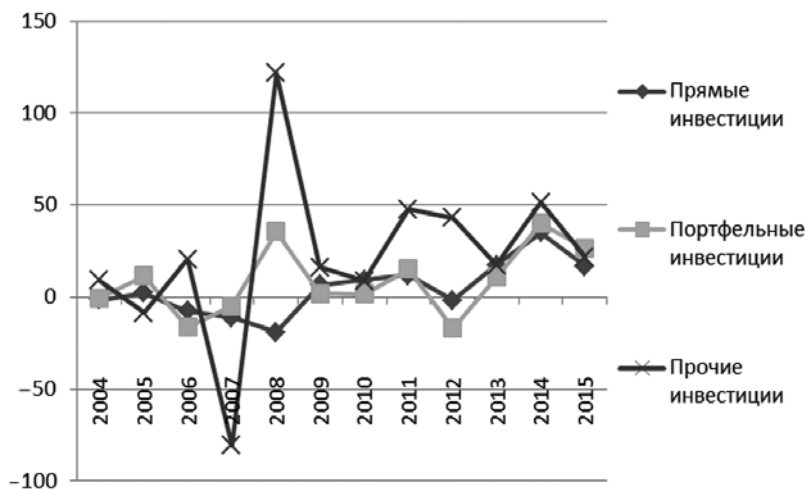


Рис. 4.1. Чистые инвестиционные потоки для российской экономики в 2004–2015 гг. (млрд долл. США): чистое кредитование (+) / чистое заимствование (–)

Источник: Данные платежного баланса Российской Федерации, по методологии РПБб. Банк России. <http://www.cbr.ru/statistics/?PrfId=svs>.

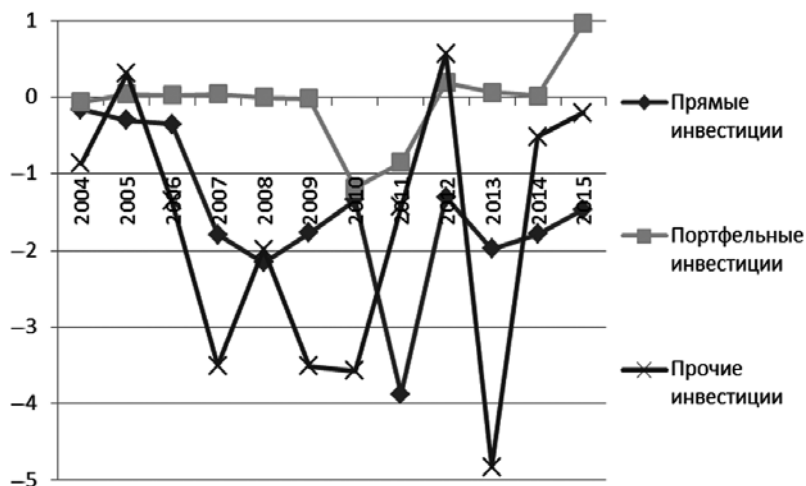


Рис. 4.2. Чистые инвестиционные потоки для белорусской экономики в 2004–2015 гг. (млрд долл. США): чистое кредитование (+) / чистое заимствование (–)

Источник: Данные платежного баланса Республики Беларусь. Национальный банк Республики Беларусь. <http://www.nbrb.by/statistics/BalPay>.

ческую для страны смену направления движения финансовых ресурсов после существенного поступления краткосрочного капитала в национальную финансовую систему<sup>10</sup>.

Кроме того, «внезапная остановка», как правило, сопровождается обесценением национальной валюты и сокращением ВВП. Если обратиться к соответствующим данным по анализируемым странам, то можно сразу найти подтверждение полученным выше результатам (см. рис. 4.3–4.5). В РФ «скачки» обменного курса опять же приходятся на 2008–2009 гг. и 2014–2015 гг., в Беларуси — на 2009 г., 2011–2012 гг. и 2014–2016 гг., при этом кривая изменялась «ступенчато» (см. рис. 4.3), поскольку валютный курс более жестко регулировался.

Ухудшение состояния ВВП в обоих случаях приходится на 2008–2009 и 2014–2015 гг., динамика сальдо счета текущих операций в основном отражает выводы, полученные в ходе анализа финансового счета национальных платежных балансов (см. рис. 4.4).

Чем объясняются внезапные остановки потоков капитала в этих странах? Прежде всего, отметим, что во всех выявленных нами случаях Россия (дважды) и Белоруссия (трижды) оказались в «водовороте» глобальных системных негативных финансовых эффектов: на 2008–2009 гг. приходится острая фаза глобального финансово-экономического кризиса; на 2010–2012 гг. — кризис суверенных долгов в еврозоне (категория «развитые страны» является одним из основных торговых партнеров Беларуси, их доля в общем белорусском экспорте и импорте товаров в среднем за 2000-е гг. составила 80 и 85% соответственно<sup>11</sup>); на 2013–2016 гг. — ужесточение политики ФРС США, финансовый кризис на Кипре, введение

---

10. Определение сформулировано на основании следующих источников: *Calvo G.A. Explaining Sudden Stop, Growth Collapse, and BOP Crisis: The Case of Distortionary Output Taxes. International Monetary Fund. 2003. IMF Staff Papers. Vol. 50, Special Issue. P. 11–12; Edwards S. Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops // National Bureau of Economic Research. January 2004. NBER Working Paper 10276. P. 6–33.*

11. World Development Indicators Database 2012–2016.

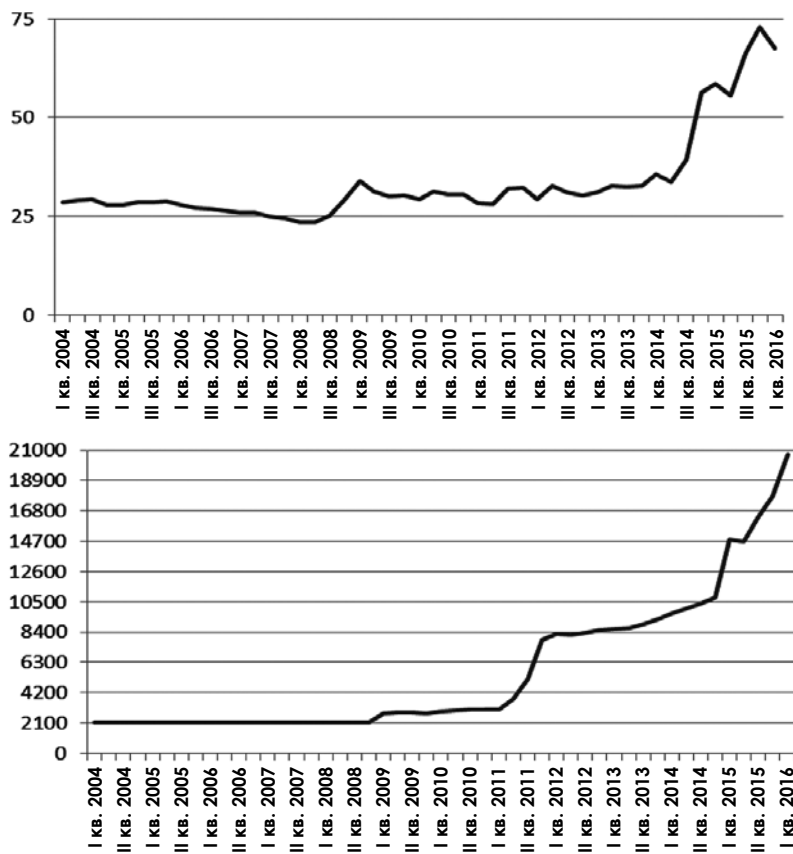


Рис. 4.3. Средний официальный курс российского (верхний график) и белорусского (нижний график) рубля по отношению к доллару США (руб. за долл.)

Источники: Банк России. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/ex\\_rate\\_ind\\_15.htm&pid=svs&sid=analit](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/ex_rate_ind_15.htm&pid=svs&sid=analit); Национальный банк Республики Беларусь. <http://www.nbrb.by/statistics/Rates/AvgRate>.

международного санкционного режима в отношении России, действие санкций в отношении Беларуси.

Встает вопрос о том, насколько согласуются эпизоды внезапных остановок потоков капитала в России и Беларуси? Ответить на него помогает сравнение данных, представленных на рис 4.2 и 4.5. В отмеченные ключевые критические периоды динамика движения финансовых ресурсов и формы



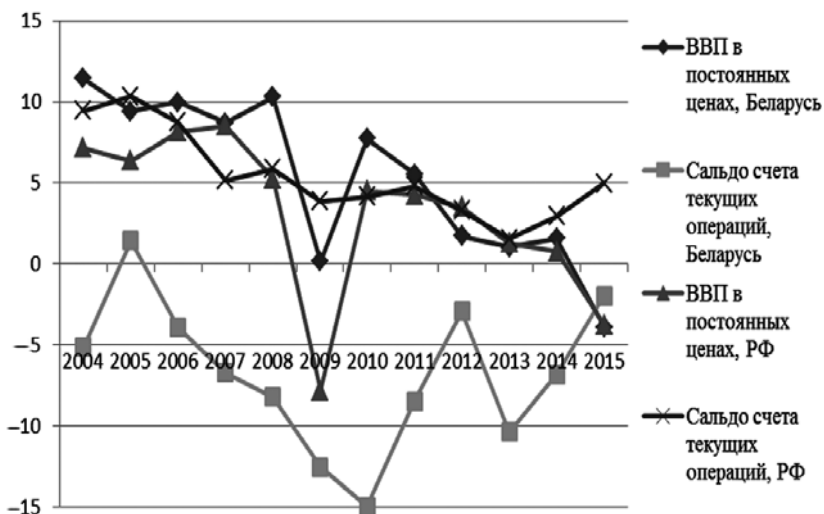


Рис. 4.4. ВВП в постоянных ценах и динамика сальдо счета текущих операций РФ и Беларуси в 2004–2015 гг. (в %)

Источник: World Economic Outlook Database. International Monetary Fund. April 2016. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weoselgr.aspx>.

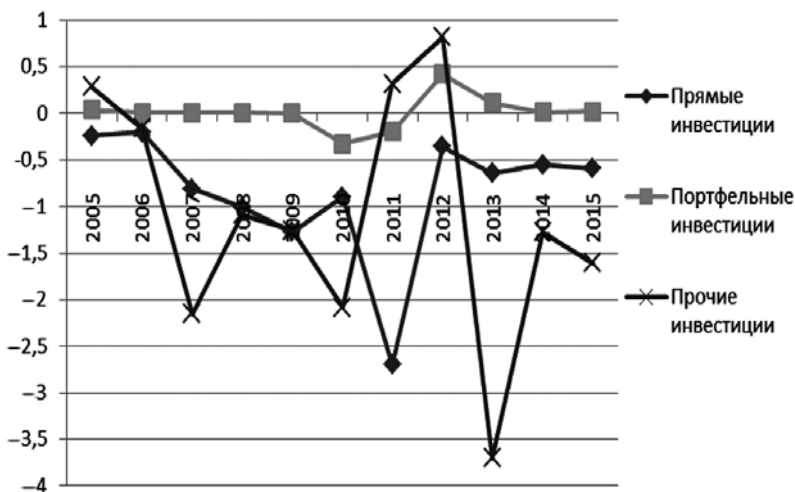


Рис. 4.5. Чистые инвестиционные потоки для белорусской экономики по данным платежного баланса Беларуси с Россией в 2005–2015 гг. (млрд долл. США)

Примечание: чистое кредитование (+), чистое заимствование (–).

Источник: <http://www.nbrb.by/statistics/BalPayBelRus>.

соответствующих кривых повторяются, что указывает на активное межстрановое финансовое взаимодействие и подтверждает, что в большинстве случаев РФ занимает промежуточное положение в «цепочке» передачи финансовых стрессов от ГФС к Беларуси.

Как уже упоминалось в первой главе, растущей угрозой для развития ГФС является глобальная конфликтность, выраженная в форме международных санкционных режимов. Беларусь в 2006 г. и Россия с 2014 г. по настоящее время оказывались объектами комплексных финансовых санкций. Подчеркнем, что в подобной ситуации высоко вероятные риски в средне- и долгосрочной перспективе негативно влияют, прежде всего, на международную инвестиционную позицию стран (совокупность активов и обязательств). К примеру, на начало 2016 г. в зону опасности попадают преимущественно краткосрочные финансовые ресурсы в объеме около 1 трлн долл. для РФ (45% от общего анализируемого показателя) и потенциально примерно 18 млрд долл. для Беларуси (примерно 27% соответствующего совокупного показателя) (см. табл. 4.1).

На деятельность финансовых систем России и Беларуси оказывают воздействие теневые финансовые потоки, являющиеся источниками глобальной финансовой нестабильности. По уровню офшорных банковских депозитов в % к внутренним банковским депозитам Россия (89%) шла впереди Беларуси в 2006 г. (21%). В 2007 г. аналогичные показатели по обеим странам практически совпали (примерно 60%) и до 2010 г. сокращались, достигнув отметки в 11–12%. После 2010 г. лидирующие позиции укрепились за Беларусью: 31% против российских 11–12%<sup>12</sup>. Согласно оценкам белорусских экспертов, в период 1990-х – начала 2000-х гг. из-за различий в национальном законодательстве коммерческие банки РФ, благодаря появившейся возможности существенно повысить уровень своего капитала и расширить сферы влияния, реализовывали агрессивную стратегию захвата доли бело-

---

12. World Development Indicators Database 2012–2016.

Таблица 4.1. Международная инвестиционная позиция России и Беларуси в 2010–2016 гг. (на 1 января каждого года, млн долл. США)

Страны	Статьи	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Россия	Активы	1 087 711	1 171 153	1 244 900	1 380 699	1 474 598	1 249 213	1 145 789
	Обязательства	984 799	1 152 744	1 095 450	1 238 368	1 342 862	958 899	831 921
	Активы + Обязательства	<b>2 072 510</b>	<b>2 323 897</b>	<b>2 340 350</b>	<b>2 619 067</b>	<b>2 817 460</b>	<b>2 208 112</b>	<b>1 977 710</b>
Беларусь	Активы	11 002	11 682	17 376	17 287	15 643	14 323	13 554
	Обязательства	29 836	37 527	46 095	47 205	54 748	56 156	54 608
	Активы + Обязательства	<b>40 838</b>	<b>49 209</b>	<b>63 471</b>	<b>64 492</b>	<b>70 391</b>	<b>70 479</b>	<b>68 162</b>

Источники: Данные платежных балансов Российской Федерации и Республики Беларусь. Банк России, Национальный банк Республики Беларусь. [http://www.cbr.ru/statistics /?PrId=svs](http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs), <http://www.nbrb.by/statistics/InvestPos/Quarterly6>.

русского рынка банковских услуг, в том числе путем увеличения масштабов теневого финансирования<sup>13</sup>. Заметим, что СФС при анализе глобального теневого банкинга включает РФ в число юрисдикций, существенно вовлеченных в глобальный теневой финансовый сектор в том числе вследствие недостатков законодательной и судебной-исполнительной деятельности в области финансового надзора и регулирования<sup>14</sup>.

Что касается деятельности небанковских игроков, то размер их активов в российских и белорусских совокупных финансовых активах составляет около 10%: в РФ на долю страховых компаний приходится в среднем за 2000-е гг. примерно 2% системных активов, в Беларуси – 4%<sup>15</sup>. Однако, по оценкам экспертов, основную угрозу для анализируемых стран представляют не национальные, а глобальные небанковские посредники, которые приводят в движение крупные

13. См., например: *Кунцевич В.П.* Возникновение и особенности развития теневой экономики в Республике Беларусь // Вестник Белорусского государственного экономического университета. 2005. № 3. С. 53–58. <http://bseu.by:8080/handle/edoc/5308>.

14. Global Shadow Banking Monitoring Report 2014. Financial Stability Board. October 2014; Global Shadow Banking Monitoring Report 2015. Financial Stability Board. November 2015.

15. Peer Review of Russia. Financial Stability Board. February 2015. P. 36; Financial Stability in the Republic of Belarus. National Bank of the Republic of Belarus. 2015. P. 19; World Development Indicators Database 2012-2016. World Bank. <http://data.worldbank.org/products/wdi>.

финансовые потоки и перемещают капитал между странами, руководствуясь собственными предпочтениями<sup>16</sup>.

Взаимодействие России и Беларуси с глобальными рынками ограничено определенными сегментами (однако подчеркнем, что для России круг этих сегментов существенно шире, например, за счет большей работы с производными финансовыми инструментами: показатель чистых потоков средств, вложенных в эти инструменты, в % к ВВП в 2015 г. составил 0,6% для РФ и около 0,1% для Беларуси)<sup>17</sup>. Во-первых, эти страны связаны с глобальным кредитным рынком (ГКР) через посредников из развитых государств (Беларусь имеет даже «цепочки» посредников от развитых стран через РФ в нее, в меньшей степени — напрямую от развитых стран в Беларусь). Как уже отмечалось выше, комплексные финансовые санкции в отношении России существенно сократили ее доступ к ГКР и, соответственно, опосредованно — потоки с глобального кредитного рынка в Беларусь.

Во-вторых, существует связь с глобальным валютным рынком, которая прослеживается, главным образом, через высокую степень долларизации отечественной экономики (определяемую нами как отношение депозитов в иностранной валюте в отечественной банковской системе к денежной массе в широком смысле). Уровень долларизации экономики РФ в 1996 г. был равен 19%, затем резко повысился в кризисные 1998 г. и 2008–2009 гг. до почти 30%, за 2010 — начало 2015 г. увеличился от 15–20% до более 50%. Аналогичный показатель для белорусской экономики отдельно по 1996 г., 1998 г. и 2008–2009 гг. колебался в диапазоне 28–33%, а за период с 2010 г. по начало 2015 г. вырос с 43 до 55%<sup>18</sup>.

- 
16. Kaminsky G.L., Lyons R.K., Schmukler S.L. Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview // The World Bank Economic Review. 2001. Vol.15. No. 2. P. 331.
  17. Данные платежного баланса Российской Федерации и Республики Беларусь. Банк России, Национальный банк Республики Беларусь. <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs>; <http://www.nbrb.by/statistics/BalPay>.
  18. Данные по РФ до 2003 г. приведены в: Головин М.Ю. Долларизация в переходных экономиках России и стран Центральной и Восточной Европы // Проблемы прогнозирования. 2004. №3. С. 126; авторские расчеты после 2003 г. проводились на основе данных Банка России. Оценка степени долларизации белорусской экономики осуществлялась на базе данных Национального банка Республики Беларусь.

Наконец, особое влияние на состояние финансовых систем анализируемых стран оказывает динамика цен глобального нефтяного рынка. Подчеркнем, что Россия является чистым экспортером сырой нефти, а Беларусь – чистым импортером (вместе с тем, только 30% импортируемой сырой нефти потребляется внутри страны, а остальной объем перерабатывается и в виде нефтепродуктов реэкспортируется в Западную Европу и обратно в РФ). Таким образом, глобальный нефтяной рынок оказывает косвенное негативное влияние на белорусскую экономику посредством неблагоприятного влияния на РФ через резкое снижение цен на сырую нефть (неоднократно наблюдаемое в 2014–2016 гг.) и «скачки» валютного курса российского рубля<sup>19</sup>.

Национальные фондовые рынки анализируемых государств довольно узкие. В результате межстранового сравнения ряда основных биржевых показателей выясняется, что фондовый рынок РФ обладает большей «глубиной» и степенью открытости. Так, по состоянию на начало 2015 г. рыночная капитализация допущенных к торгам акций для Белорусской валютно-фондовой биржи (БВФБ) составила 0,8% от национального ВВП страны, аналогичный показатель для Московской биржи – 21%. Общий объем торговли облигациями, допущенными к торгам, на начало 2015 г. (по итогам 2014 г.) в % к ВВП в текущих ценах составил для анализируемых фондовых бирж Беларуси и России 3,4 и 6% соответственно<sup>20</sup>.

Одним из важных источников внешних и внутренних угроз являются риски, связанные с имплементацией глобальных финансовых инициатив в национальную практику России и Беларуси. Вследствие особенностей их финансовых систем речь идет, прежде всего, о банковских стандартах Базель III. Например, согласно полученным выше результа-

---

19. Republic of Belarus. International Monetary Fund. IMF Country Report №15/136. May 2015. P. 8.

20. Бюллетень биржевой статистики. Международная ассоциация бирж стран СНГ. 2014. С. 9, 20, 41; Статистика Международной ассоциации бирж стран СНГ. <http://mab.micex.ru/association/1>.

там исследования, для анализируемых стран довольно остро стоит проблема привлечения долгосрочного финансирования. Однако, в частности, для РФ, сроки внедрения коэффициента долгосрочного чистого фондирования (*net stable funding ratio*), качественных требований к нему и механизмов сокращения рисков, ставящих под угрозу банковский капитал (*large exposures*), согласованно откладываются до 2018–2019 гг.<sup>21</sup>

Подводя итог, кратко перечислим основные выводы, полученные в ходе исследования каналов влияния глобальных источников финансовой нестабильности на национальные экономики России и Беларуси:

1. Геодинамика распространения финансовых стрессов может быть охарактеризована с помощью следующих пространственно-географических «цепочек»: а) развитые страны (преимущественно государства ЕС и США) → Россия → Беларусь; б) развитые страны (преимущественно ЕС) → Беларусь.

2. Основными компонентами ГФС, через которые глобальные финансовые дестабилизаторы оказывают негативное воздействие на российскую и белорусскую финансовые системы, являются глобальные рынки кредита и валюты, а также глобальный нефтяной рынок.

3. В современных условиях внешние финансовые «шоки» для анализируемых стран возникали из-за:

- присутствия глобальных системно значимых финансовых посредников в экономике РФ и системообразующих банков России в финансовом секторе Беларуси, что повышает вероятность эффектов финансового «заражения»;
- участия России (напрямую) и Беларуси (опосредованно через РФ) в сфере глобальных теневых финансов;

---

21. Tenth progress report on adopting of the Basel Regulatory framework. BCBS. Bank for International Settlements. April 2016. P. 5–18.

- вовлеченности в глобальные конфликты и «проверки на прочность» вследствие установления международного комплексного санкционного режима в 2006 г. для Беларуси, с 2014 г. — для РФ;
- системных эффектов внезапной остановки потоков капитала (отслеживаемых в основном по динамике прочих и портфельных инвестиций);
- неблагоприятных «скачков» цен на нефть;
- реформаторского «канала» (например, задержка в проведении необходимых финансовых реформ).

4. «Чувствительность» национальной экономики анализируемых стран к внешним финансовым стрессам определяется нами как критическая из-за развития процессов масштабной долларизации; существенной зависимости от динамики нефтяных цен; высокого уровня банковской концентрации и узости остальных внутренних финансовых рынков как альтернативных кредитному рынку источников финансовых ресурсов; крайне лимитированного доступа на глобальные финансовые рынки.

5. Наблюдается длительное отсутствие четко сформулированной и проработанной тактики взаимодействия с международными валютно-финансовыми организациями, организованного участия в обсуждении и согласовании реформаторских решений на глобальном уровне, а также стратегии внедрения глобальных финансовых инициатив в рамках национального законодательства на основе детального анализа и учета особенностей отечественной экономики.

6. В перспективе основными финансовыми источниками дестабилизаторов для российской и белорусской экономики останутся глобальные рынки кредита, валюты и нефти (см. гл. 1) на фоне низких цен на энергоресурсы и укрепления доллара США. Для РФ и Беларуси сохраняется высокая вероятность возникновения эффектов финансового «заражения» и внезапной остановки потоков капитала, и, таким образом, наиболее актуальным вопросом становится регулирование трансграничного движения финансовых ресурсов.

## Глава 5

**МОДИФИКАЦИИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКИ РОССИИ ПОД ВЛИЯНИЕМ  
ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ****Денежно-кредитная политика в условиях  
модернизации национальной экономики**

Темпы модернизации национальной экономики в значительной степени предопределяются действием механизма мобилизации имеющихся финансовых ресурсов. В условиях относительной геополитической стабильности важным источником модернизации может стать привлечение иностранного капитала. Однако в периоды нестабильности внешнеполитических отношений основным, а иногда и единственным источником структурных преобразований являются внутренние финансовые ресурсы.

Важное макроэкономическое условие формирования достаточного объема финансовых ресурсов в национальной экономике — относительно высокая норма накопления. Вместе с тем, следует учитывать, что завышенная норма будет означать снижение конечного потребления. В такой ситуации будет наблюдаться падение совокупного платежеспособного спроса, а следовательно — ухудшение условий формирования финансовых условий модернизации.

В российской экономике в настоящее время сложилось значительное расхождение между нормой сбережения и нормой накопления. Оно является следствием формирования двух государственных фондов — резервного и национального благосостояния, а также значительного вывоза капитала, как легального, так и нелегального. Повышение нормы накопле-



ния в российской экономике может быть обеспечено, прежде всего, за счет снижения оттока капитала, а также использования на инвестиционные цели части Фонда национального благосостояния.

Внутренними финансовыми ресурсами модернизации национальной экономики являются: амортизационные накопления; нераспределенная прибыль корпоративного сектора; государственные инвестиции; сбережения домашних хозяйств.

В условиях модернизации национальной экономики особое значение имеет использование ресурсов кредитной системы. Они включают кредиты как коммерческих банков, так и Центрального банка. Последний имеет широкие возможности по рефинансированию кредитов банковского сектора, предоставленных корпорациям.

Процесс рефинансирования Центральным банком кредитных учреждений способен оказывать сильное влияние на предложение заемных ресурсов, но связан со значительными рисками. Недостаточно контролируемый процесс рефинансирования может стимулировать предоставление коммерческими банками кредитов на реализацию экономически необоснованных и высокорискованных проектов в корпоративном секторе. Кроме того, значительные объемы рефинансирования могут привести к избыточному платежеспособному спросу как компаний, так и домашних хозяйств. Такая ситуация обычно формируется при росте заказов корпоративного сектора и значительном увеличении доходов домашних хозяйств. В результате этих явлений резко усиливается ценовая динамика, повышаются инфляционные ожидания. Вместе с тем полный отказ от рефинансирования Центральным банком кредитов коммерческих банков превращается в фактор сдерживания модернизации национальной экономики. Поэтому должны быть установлены четкие условия рефинансирования. К ним относятся: направление заемных ресурсов в инновационные проекты, осуществляемые в соответствии с правительственными программами; исключение попадания выделяемых

Таблица 5.1. Процентные ставки, устанавливаемые Банком России по специализированным инструментам рефинансирования в 2014–2016 гг. (в % годовых)

Период действия	Величина ставки по кредитам, выданным на срок от 1 до 1095 календарных дней, обеспеченным:					
	залогом прав требования				залогом облигаций, размещенных в целях финансирования инвестиционных проектов и включенных в Домбраный список Банка России	поручительствами АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства»
	по кредитным договорам, имеющим целевой характер, связанный с кредитованием субъектов малого и среднего предпринимательства	по кредитам, предоставленным в рамках реализации инвестиционных проектов	по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»	по кредитам, обеспеченным залогом облигаций, размещенных в целях финансирования инвестиционных проектов и включенных в Домбраный список Банка России		
05.11.2014 – 11.12.2014	5,50	8,00	8,00	8,00	–	
12.12.2014 – 01.02.2015	6,50	9,00	9,00	9,00	–	
02.02.2015 – 15.03.2015	6,50	9,00	9,00	9,00	–	
16.03.2015 – 04.05.2015	6,50	9,00	9,00	9,00	6,50	
05.05.2015 – 15.06.2015	6,50	9,00	9,00	9,00	6,50	
16.06.2015 – 02.08.2015	6,50	9,00	9,00	9,00	6,50	
03.08.2015 – 13.06.2016	6,50	9,00	9,00	9,00	6,50	
14.06.2016 – 18.09.2016	6,50	9,00	9,00	9,00	6,50	
19.09.2016	6,50	9,00	9,00	9,00	6,50	

Источник: Статистический бюллетень Банка России. 2016. №12 (283). С. 77.

средств на валютный рынок, в частности, благодаря открытию счетов их использования в государственном казначействе; контроль со стороны Счетной палаты.

Банк России в настоящее время в соответствии с принятыми решениями в порядке рефинансирования может

предоставлять коммерческим банкам по ставкам ниже ключевой кредиты, обеспеченные залогом:

- прав требования по кредитам на финансирование инвестиционных проектов, одобренных Правительством РФ;
- облигаций, размещенных в целях финансирования инвестиционных проектов и включенных в Ломбардный список Банка России;
- прав требования по кредитным договорам, застрахованным в ОАО «Российское агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций» (ОАО «ЭСКАР»).

Кроме того, Банк России может рефинансировать кредиты, обеспеченные залогом прав требования по межбанковским кредитным договорам, предоставляемым ОАО «МСП Банк». Однако такие операции ЦБ РФ не оказывают необходимого воздействия на состояние рынков средне- и долгосрочного кредитования в России. Это, прежде всего, связано с относительно высокими процентными ставками по таким операциям (табл. 5.1).

В настоящее время основными способами решения проблемы повышения эффективности денежно-кредитной политики Банка России следует считать запуск механизма рефинансирования средне- и долгосрочных кредитов коммерческих банков инновационным и инфраструктурным компаниям, а также создание взаимосвязанной системы кратко-, средне- и долгосрочных процентных ставок.

### **Валютная политика Банка России**

В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 гг.» валютная политика не выделена в отдельный раздел и обсуждается в рамках общих направлений ДКП<sup>1</sup>. Видимо,

---

1. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2015. [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2016\(2017-2018\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016(2017-2018).pdf).

это предопределено тем обстоятельством, что в рамках реализуемой Банком России с 2014 г. модели инфляционного таргетирования валютная политика состоит в использовании свободного курса национальной валюты и, соответственно, предполагает отказ от целенаправленного воздействия на курсовую динамику. Однако, как следует из данных, приведенных в табл. 5.2, при переходе к свободному курсообразованию существенно усилилась волатильность валютного курса рубля.

Таблица 5.2. Средневзвешенный курс рубля к доллару США расчетами в день заключения сделки на Единой торговой сессии ПАО «Московская биржа» в 2014–2016 гг.

Месяц	2014	2015	2016
Январь	34,0952	65,9914	78,5848
Февраль	35,3605	64,4551	77,1903
Март	36,1413	59,8556	69,7839
Апрель	35,6734	52,6497	66,5075
Май	34,7669	50,5409	65,8402
Июнь	34,3346	54,6002	65,1232
Июль	34,7483	57,6624	64,4807
Август	36,1742	66,2390	64,9191
Сентябрь	38,0480	66,5435	64,3699
Октябрь	41,1446	63,2410	62,5920
Ноябрь	46,3248	65,1777	64,3683
Декабрь	56,6447	70,1512	—

Источник: Статистический бюллетень Банка России. 2016. №12 (283). С. 95.

По логике инфляционного таргетирования хозяйствующие субъекты при калькулировании затрат и оценке инвестиционных проектов должны руководствоваться показателем инфляции, заявленным Центральным банком. Если на практике инфляция превысит таргетируемый показатель, то центральный банк должен отреагировать на ускорение ценовой динамики увеличением процентной ставки. Но в этих условиях будет наблюдаться приток в страну иностранного спекулятивного капитала. Следовательно, резко возрастает

спрос на национальную валюту, поскольку по депозитам в ней установлена высокая процентная ставка. Для минимизации притока спекулятивного капитала вводится свободный валютный курс. Следовательно, он является необходимым атрибутом модели инфляционного таргетирования.

Но степень теоретического обоснования модели инфляционного таргетирования и возможных последствий ее использования в российской экономике вызывает определенные опасения. Во-первых, в этой модели ДКП инфляция рассматривается как экзогенный показатель, т.е. считается, что ценовая динамика не определяется непосредственно в экономической системе. На этом основании допускается предположение, что показатель инфляции должен вноситься в экономическую систему извне, т.е. Центральным банком. Но такой вывод следует лишь из экономико-математической модели, в которую не включаются показатели денежной и товарной масс. В ином случае именно их взаимная динамика определяет как инфляционный, так и дефляционный процессы. Во-вторых, инфляционное таргетирование предполагает изменение процентных ставок без учета рентабельности в реальном секторе.

Как известно, модель инфляционного таргетирования применяется в некоторых странах, имеющих значительный сырьевой экспорт, в частности, в Австралии и Канаде. Но в них, в отличие от России, валютный курс не является индикатором инфляционных ожиданий. Это связано с тем, что в указанных странах инфляционные процессы не наблюдались в течение длительного периода. Кроме того, емкость внутреннего рынка и значительный объем на нем продукции национальных производителей минимизируют влияние импортных цен на общую ценовую динамику. Исходя из приведенных соображений, можно было предположить, что попытка перехода Банка России к инфляционному таргетированию должна была привести к усилению инфляции.

В «Основных направлениях» ДКП Банка России на 2016–2018 гг. отмечается, что в России в потребительской

корзине значительную долю занимают товары, цены на которые в существенной степени зависят от колебаний курса рубля. Кроме того, в указанном документе утверждается: «Существенное ослабление рубля, дополненное усилением девальвационных ожиданий, определило резкое ускорение инфляции, которая превысила значения стрессового сценария Банка России»<sup>2</sup>.

Но следует отметить, что ускорение инфляции началось еще до фактического ослабления рубля. Сам факт перехода ЦБ РФ к инфляционному таргетированию и, соответственно, к свободному курсообразованию означал для импортеров усиление волатильности курса национальной валюты и, как следствие, повышение валютных рисков. Это заставило их увеличить рублевые цены на импортируемые товары, тем самым повлияв на ускорение темпов инфляционного процесса. Используемые в «Основных направлениях» понятия «девальвационные и инфляционные ожидания» действительно отражают проявившуюся в период кризиса национальной валюты связь между падением курса рубля и инфляционным процессом. Вместе с тем в анализируемом документе утверждается, что обесценение рубля и повышение цен на импортируемые товары стали следствием внешнего шока — понижательной динамики мировой цены на нефть<sup>3</sup>.

Показательно, что в «Основных направлениях» содержится следующее утверждение: «Укрепление рубля имело положительное влияние на динамику внутренних цен и стало одним из факторов замедления инфляции с апреля 2015 г.»<sup>4</sup>. В этой связи возникает вопрос относительно обоснованности ДКП, основанной на полном отказе от влияния курсообразования в результате перехода к таргетированию инфляции в условиях, когда валютный курс определяет ожидания относительно будущей ценовой динамики.

- 
2. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов. С. 13.
  3. Там же.
  4. Там же. С. 30.

Характерно, что в разделе «Основных направлений», посвященном сценариям ДКП в 2016–2018 гг., продекларировано: «Банк России продолжит следовать режиму плавающего валютного курса, при этом в случае возникновения угроз для финансовой стабильности будет готов совершить интервенции на внутреннем валютном рынке».<sup>5</sup> Но это означает использование режима управляемого, а не свободного плавания национальной валюты, т.е. отказ от режима валютного курса, присущего классической модели инфляционного таргетирования.

В «Основных направлениях» утверждается, что одним из каналов трансмиссионного механизма ДКП Банка России, способным транслировать изменения ключевой ставки в реальную экономику, является валютный, но не содержится описания специфики его функционирования. Вместе с тем действие этого канала приобрело в современной российской экономике существенную специфику, предопределенную использованием коридора колебаний ключевой процентной ставки.

Поддержание ключевой ставки в рамках заданного регулятором коридора колебаний предопределяет необходимость предоставления денежной ликвидности банковской системе в случае, если ставка приближается к верхней границе коридора, и абсорбирования денежной ликвидности путем ее привлечения в депозиты в ЦБ РФ в случае, если ставка снижается к нижней границе коридора. Но при вспышке спекулятивной активности на валютном рынке доходность проводимых операций начинает превышать значение ключевой процентной ставки. Банк России продолжает поддерживать процентную ставку в границе коридора и увеличивает предоставление денежной ликвидности коммерческим банкам. Эти ресурсы оказываются на валютном рынке и усиливают падение российской валюты. Следовательно, применение Банком России процентного коридора является фактором усиления спекулятивной активности и дополнительного давления на рубль.

---

5. Там же. С. 44.

В условиях высокой спекулятивной активности единственный способ стабилизации рыночной ситуации – резкое повышение ключевой ставки Банка России. В частности, в период сильного давления на рубль в декабре 2014 г. эта ставка была увеличена до 17%. Ее рост привел к дезорганизации процесса кредитования в российской экономике.

Но следствием такого повышения ключевой ставки стало резкое увеличение доходности долговых инструментов в российской валюте. Это привело к росту спроса на рубль.

В настоящее время сохраняется угроза новой спекулятивной атаки против российской валюты. Фактором усиления такой атаки станет использование процентного коридора, предопределяющего доступность рублевой ликвидности для спекулянтов в условиях поддержки ЦБ РФ ключевой ставки в рамках установленного коридора.

В сложившейся в настоящее время ситуации рубль стал одной из наиболее волатильных валют. Достаточно отметить прямую связь изменений валютного курса рубля и мировой цены на нефть. Рациональная связь между этими экономическими показателями состоит в том, что снижение цены на нефть предопределяет падение валютной выручки российских нефтяных компаний и, соответственно, уменьшение предложения иностранной валюты на российском рынке. Очевидно, что такое снижение может произойти лишь после заключения и исполнения контрактов на поставку российской нефти по новым ценам. Но на практике влияние динамики цены на нефть на курс рубля наблюдается в краткосрочном периоде. Это предопределяется высокой спекулятивной активностью на российском валютном рынке.

На наш взгляд, следует признать, что переход Банка России к модели инфляционного таргетирования был недостаточно обоснованным решением, во-первых, в силу теоретической непроработанности этой модели, во-вторых, вследствие неучета важных особенностей отечественной экономики.

В этой связи целесообразна реализация в России комплексного подхода к денежно-кредитной политике, осно-



ванного на мониторинге и регулировании денежных и кредитных агрегатов, а также выстраивании взаимосвязанной системы кратко-, средне- и долгосрочных процентных ставок.

### **Развитие финансового сектора российской экономики и проблема кредитных ресурсов**

Нехватка кредитных ресурсов для развития реального сектора — наиболее острая и самая обсуждаемая проблема отечественной экономики. Она существовала даже в период относительно благополучного развития российской хозяйственной системы в условиях высоких мировых цен на нефть. Ее обострение в период макроэкономической нестабильности связано как с резким снижением нефтяных котировок, так и с введением международных санкций против нашей страны.

Важно учитывать, что проблема нехватки кредитных ресурсов связана не столько с их недостаточностью, сколько с дороговизной. Компании реального сектора неспособны привлекать заемные средства по ставкам, близким к рентабельности производства. Высокий уровень процентных ставок в российской экономике в значительной мере связан с политикой Банка России в отношении ключевой ставки. Ее динамика приведена в табл. 5.3.

Уровень ключевой процентной ставки ЦБ РФ оказывает влияние на процентные ставки по кредитам, предоставляемым коммерческими банками компаниям реального сектора (табл. 5.4).

«Обратной стороной» проблемы нехватки кредитных ресурсов является узость ресурсной базы банковской системы — низкие по сравнению с другими странами объемы депозитов корпораций и домашних хозяйств, крайне ограниченные объемы рефинансирования центрального банка.

Одним из возможных направлений решения проблемы кредитных ресурсов является развитие такой формы долгового финансирования, как облигационные займы. Такой

Таблица 5.3. Динамика ключевой ставки Банка России в 2013–2016 гг.

Период действия	% годовых
16.09.2013 – 02.03.2014	5,50
03.03.2014 – 27.04.2014	7,00
28.04.2014 – 27.07.2014	7,50
28.07.2014 – 04.11.2014	8,00
05.11.2014 – 11.12.2014	9,50
12.12.2014 – 15.12.2014	10,50
16.12.2014 – 01.02.2015	17,00
02.02.2015 – 15.03.2015	15,00
16.03.2015 – 04.05.2015	14,00
05.05.2015 – 15.06.2015	12,50
16.06.2015 – 02.08.2015	11,50
03.08.2015 – 13.06.2016	11,00
14.06.2016 – 18.09.2016	10,50
19.09.2016	10,00

Источник: Статистический бюллетень Банка России. 2016. №12 (283). С. 65.

подход к анализируемой проблеме, в частности, представлен в разработанных Банком России «Основных направлениях развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов».<sup>6</sup>

Разумеется, можно представить, что при определенных условиях, например, высокой доходности в сочетании с преференциями и льготами, часть банковских вкладчиков разместит свои средства в облигации. Но это крайне негативно повлияет на ресурсную базу коммерческих банков. Ее значительную часть составляют крупные депозиты физических лиц. Кроме того, важно учитывать, что при подобном «маневре» не изменится суммарный объем заемных ресурсов финансо-

6. Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2016. [http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr\\_2016-18.pdf](http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf).

Таблица 5.4. Процентные ставки по кредитам, предоставляемым коммерческими банками компаниям реального сектора в 2015–2016 гг. (% годовых)

Годы	Всего					
	до 30 дней, включая «до востребования»	от 31 до 90 дней	от 91 до 180 дней	от 181 дня до 1 года	от 1 года до 3 лет	свыше 3 лет
2015:						
январь	19,59	20,70	20,20	19,50	15,32	14,87
февраль	17,46	18,51	19,05	18,50	17,75	15,03
март	16,89	18,38	18,77	18,73	17,21	15,31
апрель	16,36	17,98	18,32	17,40	17,31	14,38
май	14,92	16,54	16,49	17,18	16,93	15,06
июнь	14,26	16,33	16,93	16,17	15,62	14,37
июль	13,33	15,55	16,10	15,36	15,41	14,10
август	12,54	15,42	15,93	15,36	14,88	14,08
сентябрь	12,43	15,06	15,14	15,21	14,38	13,97
октябрь	12,19	14,74	15,66	14,56	14,39	14,40
ноябрь	12,32	15,00	15,40	14,86	14,58	13,57
декабрь	12,39	14,36	15,17	14,68	13,67	12,07
2016:						
январь	12,08	14,27	14,21	14,71	14,00	13,13
февраль	12,06	13,69	15,22	14,78	13,44	13,09
март	11,96	14,06	14,27	14,55	13,69	13,98
апрель	11,86	13,83	14,87	14,06	13,93	13,77
май	11,77	13,64	14,68	14,37	13,81	14,33
июнь	11,41	13,69	14,44	13,95	13,68	13,65
июль	11,04	13,41	13,82	13,43	13,27	12,59
август	10,89	13,56	13,95	13,31	13,01	12,94
сентябрь	10,71	13,08	13,69	13,27	12,77	12,73
октябрь	10,65	12,81	13,69	13,09	11,66	12,44

Источник: Статистический бюллетень Банка России. 2016. №12 (283). С. 129.

вого сектора, аккумулированных в банковском секторе и на облигационном рынке.

Из изложенного следует, что особое значение имеет анализ взаимозависимости процессов развития финансового

сектора и процесса формирования заемных ресурсов, аккумулируемых в банковской системе и на облигационном рынке. Их источниками являются временно свободные средства корпораций и сбережения домашних хозяйств. К ним также относятся размещаемые в банковской системе временно свободные средства казначейства.

В мировой практике известны две модели организации финансового сектора: англосаксонская и континентальная. В первой модели основной объем заемных ресурсов корпорации мобилизуют на рынке облигаций; во второй – в банковском секторе. Первая модель исторически сформировалась в США, Великобритании, Австрии, Канаде; вторая – в Германии, Франции, Японии. Очевидно, что такая классификация финансовых секторов конкретных стран является условной. В настоящее время развиваются все сегменты финансовых секторов указанных стран. Поэтому выделение двух моделей отражает не столько современную специфику, сколько исторические предпосылки и особенности становления конкретных сегментов финансовых рынков. Основной драйвер их роста предопределен условиями и интенсивностью формирования, во-первых, среднего класса, во-вторых, корпоративного сектора.

В конкретных странах эти процессы происходили в разные периоды и в различных условиях. Поэтому в одних странах накопления нарождающегося среднего класса аккумулировались в банках, а в других – представители этого класса в условиях индустриального развития получили возможность стать инвесторами и работодателями корпоративного сектора. Главное заключается в том, что темпы становления среднего класса исторически обуславливают темпы развития финансового рынка в целом и его конкретных сегментов в частности.

На определенном этапе индустриального развития важным фактором эволюции финансового сектора становятся пенсионные фонды. Их значение состоит как в формировании спроса на облигации, так и в размещении долгосрочных депозитов в банковской системе.

В современной российской экономике отсутствует большинство рыночных факторов, способных обеспечить быстрое развитие финансового сектора и сбалансированность его конкретных сегментов. Это прежде всего касается среднего класса. Он начал формироваться в противоречивых условиях приватизации и поэтому предпочел эмигрировать – если не физически, оформив соответствующие визы, то «финансово», т. е. переведя капиталы за рубеж. Объявляемые время от времени налоговые амнистии месторасположение этих средств никак не изменили.

Сумбурная и затянувшаяся вне всякой меры пенсионная реформа не привела к появлению в отечественной финансовой системе стабильного источника длинных денег. Причина состоит в том, что изначально были поставлены противоречивые задачи. В возникшей системе обязательные взносы работодателей, относимые на себестоимость, собираются государством и частично передаются частным пенсионным фондам. Функция Пенсионного фонда РФ состоит в выплате пенсий как застрахованным лицам, так и лицам, получающим государственные пенсии. Источник государственных пенсий – федеральный бюджет. Но чем сложнее система, тем больше риски ее функционирования. Поэтому параллельно с официальной пенсионной системой в России сложилась и неформальная. Люди среднего возраста, думающие о накоплениях на старость, хранят сбережения в депозитах и сейфовых ячейках, в основном Сбербанке, в иностранной валюте. Разумеется, в кризисных условиях накопления в сейфовых ячейках начинают увеличиваться, в том числе за счет снятия денег с депозитов. Но обратная тенденция формируется лишь в условиях благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и заметного роста доходов домашних хозяйств.

Российские корпорации и банки также не располагают в настоящее время финансовыми ресурсами, способными обеспечить устойчивое развитие финансового сектора. Это связано как с объективными, так и с субъективными факторами. Во-первых, достаточный для формирования накоплений уро-

вень рентабельности бизнеса существует лишь в добывающих отраслях отечественной экономики.

Во-вторых, объем капитала, накопленный в российской банковской системе, значительно меньше, чем в других странах.

В-третьих, сохраняется существенный отток капитала из России в силу политических и экономических условий.

В-четвертых, неустойчивость национальной валюты, зависимость ее динамики от конъюнктуры мирового энергетического рынка предопределяет периодические девальвации рубля и, соответственно, обесценение части капитала, выраженной в национальной валюте.

В начале XXI в. российские банки и корпорации, в том числе с государственным участием, пытались решать проблему нехватки заемных ресурсов за счет внешних заимствований. Огромные риски такой политики были очевидны. Ее реализация наряду с введением против России международных санкций создала серьезные проблемы на валютном рынке. Эти события продемонстрировали, что конечным источником выплаты внешнего долга как государственными, так и частными системно значимыми компаниями являются официальные золотовалютные резервы.

В сложившейся в настоящее время макроэкономической и геополитической ситуации основным источником для российского финансового рынка могут быть лишь ресурсы Банка России. Как показывает исторический опыт, их использование влечет за собой неизбежное усиление инфляционного процесса. Со значительными рисками также связана широкая поддержка центральными банками мирового фондового рынка. Его перегрев — явное свидетельство пагубных последствий политики количественного смягчения, осуществленной центральными банками ведущих стран.

Однако эти обстоятельства не должны привести к отказу от политики влияния монетарных властей на формирование и функционирование национального финансового сектора, в том числе от расширения операций рефинансирования коммерческих банков.

Проблема рефинансирования давно привела к расколу отечественных экономистов на два противоположных лагеря. Представители первого утверждают, что в российской экономике отношение денежного агрегата M2 к ВВП, т.е. монетизация экономики, значительно ниже, чем в развитых и некоторых развивающихся странах, поэтому у Банка России существуют широкие возможности по наращиванию рефинансирования коммерческих банков в целях роста кредитования реального сектора.

Но пропагандисты такого подхода не учитывают тот факт, что разность между агрегатами M2 и M1 — это срочные вклады корпораций и домашних хозяйств. Для первых — это временно свободные деньги; для вторых — часть богатства, накопленная несколькими поколениями. Высокое значение агрегата M2 — не предпосылка, а результат относительно длительного развития национального финансового сектора на основе формирования национальных корпораций и среднего класса.

Попытка искусственно обеспечить рост монетизации экономики, измеряемой агрегатом M2, в отсутствие финансово устойчивого корпоративного сектора и многочисленного среднего класса, безусловно, будет иметь более пагубные последствия, чем количественное смягчение, предопределившее надувание «пузырей» на фондовых рынках ведущих стран.

Но следует критически относиться и к мнению второй группы экономистов, утверждающих, что расширение Банком России операций рефинансирования в целях увеличения банковского кредитования реального сектора и инфраструктурных проектов неизбежно приведет к ускорению инфляционного процесса и спекулятивному давлению на курс рубля.

Сторонники такого подхода принимают во внимание опыт централизованной экономики. В этой модели хозяйственного развития рефинансирование Центральным банком коммерческих банков и кредитование последними предприятий, осуществляющих в том числе инфраструктурные проекты, приводило к «выбросу» в экономику дополнительных доходов, не обеспеченных продукцией аграрного и потре-

бительского секторов. В условиях фиксированных цен такое несоответствие выражалось в дефиците товаров массового потребления, т. е. скрытой инфляции.

Но в рыночной экономике, к тому же в условиях роста производства в потребительском и аграрном секторах, сложится иная ситуация. Повышение доходов обеспечит увеличение спроса на продукцию указанных секторов, тем более, если будет осуществляться политика импортозамещения. Разумеется, в такой ситуации сохраняются высокие риски макроэкономической нестабильности, предопределяемые как внешними, так и внутренними факторами.

Дискуссия между сторонниками широкого использования рефинансирования Центрального банка для стимулирования экономической активности имеет давнюю историю. В «Трактате о деньгах» (1930 г.) Дж.М. Кейнс называет adeptов экспансионистской денежно-кредитной политики «армией еретиков»<sup>7</sup>.

Со временем состав этой армии менялся, но основная идея «еретиков» оставалась той же — увеличение кредитования позволяет использовать в процессе производства максимальный объем имеющихся в обществе трудовых и материальных ресурсов. Кроме того, утверждается, что доступность банковского кредитования дает возможность бизнесу сформировать достаточный объем основного и оборотного капитала и тем самым создать высокий спрос на рынке труда.

В интерпретации Дж.М. Кейнса основная проблема, поставленная «денежными еретиками», сводится к следующему: если современная банковская система способна увеличивать объемы кредитования национальной экономики, то по каким основаниям можно отказываться от такой возможности? Среди «денежных еретиков» традиционно господствует мнение, согласно которому повышательная ценовая динамика проявляется лишь при превышении объемов выданных кредитов спроса на капитал со стороны бизнес-структур.

---

7. Keynes J. Treatise on Money. L.: Macmillan and Co. 1930. Vol. II. P. 217.



По мнению Дж.М. Кейнса, изложенному в «Трактате о деньгах», ошибка «денежных еретиков» состояла в том, что в соответствии с их представлениями стабильность цен определяется полнотой использования факторов производства в национальной экономике.

В интерпретации Дж. Кейнса инфляционный процесс проявляется при нарушении сбалансированности совокупных инвестиций и совокупных сбережений. Такая ситуация складывается в случае, если совокупный объем инвестиций за счет финансовых ресурсов корпоративного сектора и банковских кредитов оказывается больше объема совокупных сбережений. В этом случае, по мнению Дж.М. Кейнса, происходит создание богатства в денежной форме, не имеющего эквивалента в виде товаров и услуг. Соответственно, дефляционный процесс проявляется в противоположном случае, когда совокупный объем инвестиций меньше совокупного объема сбережений.

Особым случаем, на наш взгляд, является тезаврация сбережений, в частности, накопление денег в банковских ячейках, в том числе в иностранной валюте. Эти деньги не участвуют в хозяйственном обороте и, исходя из концепции Дж.М. Кейнса, могут быть замещены кредитными ресурсами. Средства в иностранной валюте на руках у населения России в настоящее время могут составлять до 30,0 млрд долл.

Макроэкономический анализ условий влияния рефинансирования на ценовую динамику должен подкрепляться результатами исследования микроэкономических оснований, т. е. действий бизнес-структур в условиях увеличения объема банковского кредитования за счет рефинансирования и их влияния на конъюнктурные показатели.

В этой связи следует отметить, что увеличение рефинансирования приводит к повышению платежеспособного спроса и, соответственно, влияет на объем выпуска и рентабельность производства. Но через короткий временной лаг должна ускориться ценовая динамика, т. е. произойдет повышение цен на сырье и комплектующие. В этих условиях относительно высо-

кая рентабельность производства, как ни парадоксально, способна играть роль своеобразного антиинфляционного буфера. Компании могут в течение определенного времени допустить снижение рентабельности в целях недопущения роста цен, способного вызвать потерю части контролируемого ими рынка. Такой возможности не будет у компаний с низкой рентабельностью, и им придется повысить цены, тем самым распространив инфляционный процесс на своих потребителей.

При усилении инфляции и, соответственно, росте издержек компании с первоначально высоким уровнем рентабельности на определенном этапе потеряют возможность воздерживаться от повышения цен. В таких условиях инфляционный процесс станет полномасштабным. Он может сочетаться с поддержанием высокого уровня платежеспособного спроса. Это облегчит для компаний перенос возрастающих издержек на потребителей.

Изложенное позволяет сделать вывод о том, что в наибольшей степени подвержены угрозе инфляции экономики с низким уровнем рентабельности в основных отраслях экономики, в том числе в потребительском секторе. Именно к этому типу относится российская экономика.

При анализе баланса рисков, связанных с расширением рефинансирования, следует учитывать последствия изменения денежно-кредитного механизма под влиянием перехода на базельские нормативы и создания платежных систем центральных банков. В новых условиях возможности коммерческих банков по предоставлению кредитов ограничиваются не депозитами клиентуры и объемами рефинансирования Центрального банка, а нормативным соотношением их капитала и активов. Коммерческий банк выдает кредит клиенту, имеющему устойчивый входящий денежный поток и достаточное обеспечение, зачисляя деньги на его счет. Но проблема у банка может возникнуть при получении распоряжения клиента о переводе денежных средств в другой банк. В случае нехватки у коммерческого банка средств на корреспондентском счете в Центральном банке ему необходимо занять эти

средства под процент. Следовательно, совокупный объем кредитования в национальной экономике определяется величиной капитала коммерческих банков и ключевой ставкой Центрального банка.

В настоящее время в России отсутствуют ресурсы, которые могли бы использоваться для увеличения капитала коммерческих банков. Этот фактор будет сдерживать расширение банковского кредитования в среднесрочной перспективе.

Как отмечалось выше, текущая процентная политика Банка России состоит в использовании ключевой ставки и ее поддержании в коридоре колебаний  $\pm 1$  п.п. Тем самым монетарные власти устанавливают стоимость денег, привлекаемых коммерческими банками для проведения расчетов по корреспондентским счетам. Если возникает угроза выхода фактической рыночной ставки за пределы процентного коридора, ЦБ РФ увеличивает предложение денежной ликвидности.

В условиях резкого усиления спекулятивной активности на валютном рынке доходность операций с иностранной валютой может превышать ключевую ставку. В подобной ситуации у ЦБ РФ нет иного выхода, кроме резкого повышения этой ставки. Очевидно, что реализация этой меры дезорганизует процесс кредитования в национальной экономике.

Но подобная практика также способна подорвать устойчивость рынка облигаций. В теории Дж.М. Кейнса возможностью обесценения капитала, использованного на покупку облигации, в случае роста процентной ставки объясняется наличие спекулятивного мотива спроса на деньги.

Поэтому текущая процентная политика Банка России, предопределяющая необходимость резкого повышения процентной ставки в условиях нестабильности на валютном рынке, является непреодолимым препятствием для развития рынка облигаций, продекларированного им.

При анализе проблем, связанных с рефинансированием кредитных учреждений Центральным банком, важно учитывать, что в экономической действительности в силу объективных причин постоянно возникают расхождения между кре-

дитными и денежными агрегатами и их значениями, определяемыми теоретическими балансовыми соотношениями.

Основная опасность рефинансирования в условиях снижения мировых нефтяных котировок – попадание рублевой ликвидности на валютный рынок. Этот риск не поддается простым методам управления. Тем не менее, он может быть минимизирован, в частности, за счет введения лимитов по валютной позиции коммерческих банков.

Очевидно, что масштабное рефинансирование кредитных учреждений Центральным банком связано со значительными угрозами. Примерами могут служить такие события, как крах банка Дж. Ло и перекредитование экономик с плановой системой хозяйствования. Но были и явные достижения, в частности, в Южной Корее и Японии. Несмотря на все риски рефинансирования, иного выхода у России сейчас нет. Вернее, в данном случае иное – это продолжение «гуляния» курса рубля вслед за нефтяными котировками и сохранение недиверсифицированной структуры национальной экономики.

## Глава 6

# СТРУКТУРНЫЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИИ СО СТОРОНЫ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ\*

### Структурные проблемы российской экономики и действие внешних факторов

Одной из ключевых структурных проблем российской экономики является, как известно, гипертрофированная роль топливно-энергетического комплекса. Если в общей структуре произведенного ВВП на долю добычи полезных ископаемых и производства энергии в 2014–2015 гг. в среднем приходилось около 11%, то в структуре промышленного производства – 19,7%, т. е. значимость этого сектора для российской экономики существенно выше. Топливо-энергетический комплекс играет ведущую роль во внешнеэкономических связях России и в структуре доходов бюджета. Так, в 2015 г. на топливно-энергетические товары приходилось 63% российского экспорта<sup>1</sup>. По оценкам Экономической экспертной группы, на нефтегазовые доходы бюджета приходилось в 2015 г. 43% всех доходов федерального бюджета<sup>2</sup>.

---

\* Глава подготовлена на основе статьи: Головнин М.Ю., Никитина С.А. Денежно-кредитная политика России и институциональные ограничения финансовой системы // Вестник Финансового университета. 2016. №6. С. 7–18.

1. [http://customs.ru/index2.php?option=com\\_content&view=article&id=22577:-2015-&catid=52:2011-01-24-16-28-57&Itemid=1978](http://customs.ru/index2.php?option=com_content&view=article&id=22577:-2015-&catid=52:2011-01-24-16-28-57&Itemid=1978).
2. <http://www.eeg.ru/pages/39?PHPSESSID=8bb8ace7a6793b2703a7794af922ee91>.

В этих условиях неудивительно, что динамика цен на нефть на мировом рынке во многом определяет развитие российской экономики. Так, основные кризисы в экономике России в течение последних двух десятилетий (1998 г., 2008–2009 гг. и 2014–2016 гг.) были связаны с резким падением цены на нефть на мировом рынке (см. рис. 6.1).

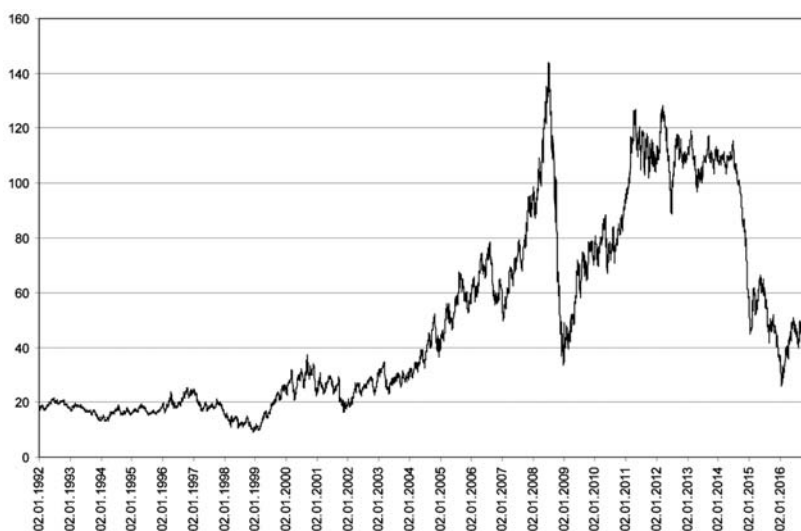


Рис. 6.1. Динамика цены на нефть марки Brent в 1992–2016 гг. (долл. за баррель)

Источник: U.S. Energy Information Administration. <http://tonto.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RB RTE&f=D>.

При этом во время кризисов добывающая промышленность обычно демпфирует внешние шоки, поскольку стремится поддержать динамику физических объемов производства, тогда как обрабатывающая падает ускоренными темпами: так, в 1998 г. добыча топливно-энергетических полезных ископаемых сократилась на 1,1%, а производство в обрабатывающей промышленности уменьшилось на 6,2%, в 2009 г. при таком же сокращении в сфере добычи снижение в обрабатывающей промышленности составило 15,2%, в 2015 г. добыча энергоносителей не изменилась, а обрабаты-

вающая промышленность упала на 5,4%<sup>3</sup>. В итоге по окончании кризисов сырьевая зависимость российской экономики возрастает.

Наряду с внешнеторговой открытостью происходило и более важное с точки зрения нашего исследования развитие процессов финансовой открытости российской экономики. Они не шли однонаправленно, под воздействием внешних шоков трансграничные потоки капитала, связанные с российской экономикой, существенно колебались, во многом следуя за динамикой мировых цен на нефть. При этом на протяжении двух последних десятилетий финансовая открытость российской экономики сталкивалась с двумя проблемами структурного характера – офшоризацией и долларизацией.

*Офшоризация* российской экономики проявляется в масштабном использовании низконалоговых юрисдикций в трансграничном движении капитала в Россию и из нее. В результате наблюдается искажение статистики международного движения капитала по странам, поскольку за притоком «иностранных» инвестиций зачастую стоит возвращающийся на родину российский капитал. Так, по оценкам Б.А. Хейфеца, на начало 2013 г. от  $\frac{1}{3}$  до  $\frac{1}{4}$  всех накопленных в России и отправленных ею иностранных инвестиций за рубеж связаны с офшорными и спарринг-офшорными юрисдикциями<sup>4</sup>. Что касается портфельных инвестиций из России, то в 2007–2012 гг. 69% из них приходилось на страны – явные офшоры.

Проблему *долларизации* российской экономики необходимо рассматривать с двух сторон – активов и пассивов нефинансовых экономических агентов. Долларизация активов традиционно измеряется как отношение доли депозитов в иностранной валюте к денежной массе в широком смысле или к общему объему депозитов в банковской системе страны. Первый показатель иногда называют степенью дол-

---

3. [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/#).

4. Хейфец Б.А. Деофшоризация российской экономики: возможности и пределы. М.: ИЭ РАН, 2013. С. 16.

ларизации экономики. В российской экономике она традиционно резко возрастает во время финансовых и экономических кризисов, как это было в 2008 г. и в 2014–2015 гг. (см. рис. 6.2). Здесь, с одной стороны, действует статистический эффект, связанный с тем, что во время резкого падения курса национальной валюты доля выраженной в иностранной валюте составляющей денежной массы растет (пока под ее динамику не подстроятся остальные составляющие), а с другой – эффект, отражающийся в росте объема депозитов, выраженного в иностранной валюте, и связанный с бегством от активов в национальной валюте. Вторым эффектом более ярко проявился в 2014–2015 гг.

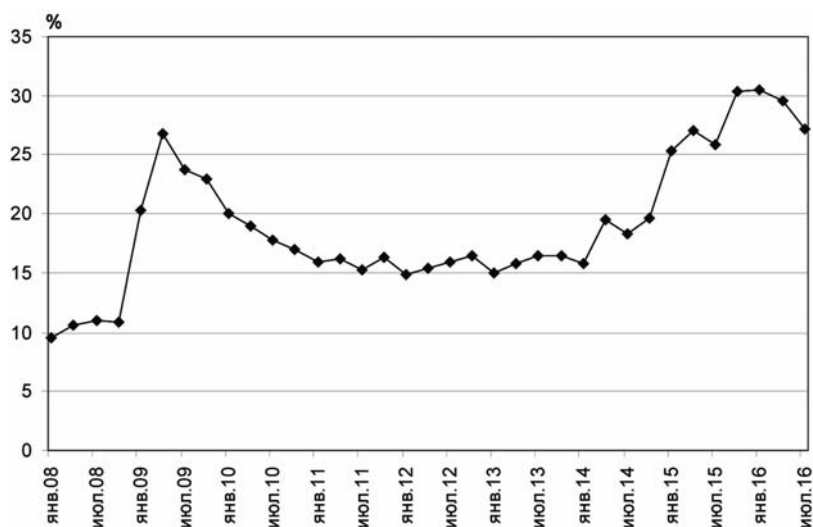


Рис. 6.2. Доля депозитов в иностранной валюте в денежной массе в широком смысле в 2008–2016 гг. (в %)

Рассчитано по: данные Центрального банка Российской Федерации. <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=dkfs>.

Помимо хранения средств на депозитах в иностранной валюте, долларизация проявляется в виде роста объема данной валюты на руках у населения, который отражает недоверие не только к национальной валюте, но и к финансовой



системе. В 2010–2014 гг. наблюдалась устойчивая тенденция роста объемов чистой покупки наличной иностранной валюты, которая резко увеличилась в 2014 г. в связи с ростом неопределенности относительно дальнейшей динамики курса российского рубля<sup>5</sup> (см. рис. 6.3).

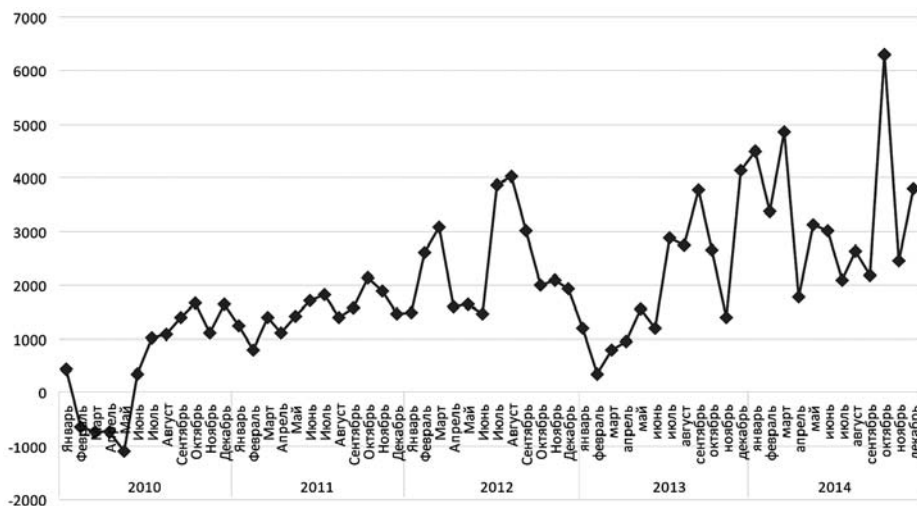


Рис. 6.3. Чистая покупка населением наличной иностранной валюты в 2010–2014 гг. (в млн долл.)

Рассчитано по: данные Центрального банка Российской Федерации. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank\\_system/for\\_exch\\_14.htm&pid=finr&sid=inr\\_1](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank_system/for_exch_14.htm&pid=finr&sid=inr_1).

Специфика структуры российской экономики и особенности ее модели открытия внешнему миру способствуют ее сильной подверженности внешним шокам, что подтвердил опыт 2014–2016 гг. При последовательном воздействии серии данных шоков, некоторые из которых наложились друг на друга: отмена политики количественного смягчения в США, политические потрясения на Украине и присоединение Крыма, экономические санкции развитых стран в

5. К сожалению, в дальнейшем Банк России перестал публиковать в открытом доступе данные, позволяющие рассчитать значение чистой покупки наличной иностранной валюты населением.

отношении России, падение цен на нефть на мировом рынке, замедление экономики и падение в отдельные периоды фондовых индексов в Китае.

В условиях глобализации основные каналы распространения внешних шоков на российскую экономику действуют в финансовом секторе, функционирование которого в России также осложняется наличием специфических структурно-институциональных проблем.

### **Структурно-институциональные проблемы рынка ценных бумаг**

Развитие инфраструктуры фондового рынка России происходило по пути от значительной сегментации на начальном этапе (выражавшейся в появлении значительного количества фондовых бирж) к последующим процессам концентрации и выходу на первый план двух торговых площадок (ММВБ и РТС).

Начальный этап развития рынка ценных бумаг также отличался узким набором обращающихся на нем инструментов. Так, его формирование началось с рынка государственных ценных бумаг, затем в 1997 г. достигли пика торги на рынке акций. Однако кризис 1998 г. нанес сокрушительный удар по фондовому рынку России.

Восстановление рынка ценных бумаг произошло в начале 2000-х гг. под воздействием улучшения внешнеэкономической конъюнктуры (прежде всего, роста цен на нефть и благоприятных условий на мировых финансовых рынках), а также увеличения экономической активности. За период с 2000 по 2007 гг. капитализация всех компаний, прошедших листинг на российском фондовом рынке, выросла с 15 до 115,6% ВВП, а объем торгов акциями – с 7,8 до 58% ВВП<sup>6</sup>. Активно развивался рынок корпоративных облигаций, был

---

6. По данным Всемирного банка. <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> и <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS>.

запущен новый инструмент – биржевые облигации. Россия приблизилась к показателям стран с относительно развитым фондовым рынком. Но кризис 2008–2009 гг. в очередной раз прервал развитие национального фондового рынка. Капитализация рынка акций в 2008 г. упала до 23% ВВП, а объем торгов – до 33,9% ВВП. Эти показатели несколько выросли в последующие годы, но затем вновь снизились и находились далеко от предкризисных значений. Очередное резкое сокращение капитализации рынка акций произошло в 2014 г. (до 18% ВВП). При этом объем торгов акциями в 2014–2015 гг. снизился до 8–9% ВВП. Положительное влияние кризис 2014–2016 гг. оказал на рынок облигаций: государству потребовались средства для покрытия дефицита бюджета (хотя объем резервных фондов еще не исчерпан), а у корпораций возник спрос на заимствования внутри страны при ограничении внешнего предложения займов в условиях санкций (как следствие, объем рынка корпоративных облигаций вырос до 10,9% ВВП в 2015 г.<sup>7</sup>).

В период между кризисами 2008–2009 гг. и 2014–2016 гг. осуществлялись меры, направленные на содействие развитию фондового рынка:

- усиление концентрации на рынке в форме объединения двух крупнейших фондовых бирж (ММВБ и РТС) в Московскую биржу;
- принятие закона «О центральном депозитарии» (от 7 декабря 2011 г. ФЗ №414). Фактически этим статусом был наделен Национальный расчетный депозитарий<sup>8</sup>;
- создание мегарегулятора для обеспечения комплексного регулирования финансовых рынков, потребность в котором особенно возросла в ходе развития про-

---

7. Берзон Н.И., Столяров А.И., Теплова Т.В. Российский финансовый рынок: вызовы, проблемы и перспективы. <https://conf.hse.ru/data/2016/04/14/1129618585/Финансовые%20рынки.docx>.

8. Криничанский К.В. Состояние и проблемы развития финансового рынка в России // Журнал экономической теории. 2013. №3.

цессов финансовой глобализации<sup>9</sup>. Он был сформирован на основе Центрального банка путем передачи ему функций Федеральной службы по финансовым рынкам (с 1 сентября 2013 г.). В целом это решение следует признать позитивным, поскольку возникает возможность взаимной увязки регулирования денежно-кредитной системы и финансового сектора.

Однако, несмотря на эти институциональные изменения, проблемы развития российского фондового рынка, как мы видим исходя из основных показателей его функционирования, решить не удалось. Во многом это было связано с оставшимися неизменными проблемами структурного характера: значительной ролью нерезидентов на российском фондовом рынке; оттоком финансовой активности за границу; воздействием внешних шоков на динамику российского рынка; консервативным сберегательным поведением населения, ориентированным на вложение средств в банковские депозиты (в силу наличия проблемы доверия).

В финансовой системе России на всем протяжении ее развития ведущую роль играл банковский сектор (в том числе и банки как финансовые посредники на рынке ценных бумаг). В 2015 г. на коммерческие банки приходилось 66,4% совокупных активов финансового сектора российской экономики, тогда как на паевые инвестиционные фонды и профессиональные участники рынка ценных бумаг — лишь 2,5%<sup>10</sup>.

Высокие значения капитализации российского фондового рынка как в 1997 г., так и в 2006–2007 гг. достигались главным образом за счет **значительного присутствия на нем иностранного капитала**. Этому, в частности, способствовала досрочная отмена ограничений на трансграничное движение капитала в России с 1 июля 2006 г. Так, в первой

---

9. Карминский А.М. Формирование инструментария мегарегулятора // Журнал Новой экономической ассоциации. 2013. №3.

10. Берзон Н.И., Столяров А.И., Теплова Т.В. Указ. соч.

половине 2008 г. доля нерезидентов на фондовом рынке ММВБ достигла 39,7%<sup>11</sup>.

В период 2005–2007 гг. активно развивался рынок первичных публичных размещений (IPO) российских компаний как в России, так и за рубежом. На пике этой активности в 2007 г. отечественные компании провели 32 IPO, из них 14 на московских фондовых биржах, 15 – на Лондонской фондовой бирже, а остальные – на других европейских площадках (см. табл. 6.1). Затем последовал резкий спад активности в сфере IPO, связанный с последствиями кризиса 2008 г. Однако уже в 2010–2011 гг. произошло некоторое оживление: было проведено 21 IPO, из которого лишь 7 прошло на московских биржах, а остальные – за рубежом. В последующие годы количество IPO плавно сокращалось, а в 2014 г. в связи с потрясениями на российской фондовом рынке было осуществлено только 1 IPO – на Лондонской фондовой бирже. Таким образом, мы видим, что с 2011 г. **зарубежные торговые площадки устойчиво лидируют в части проведения IPO российских эмитентов.**

Таблица 6.1. Количество IPO, проводимых российскими компаниями на различных площадках в 2007–2014 гг.

Площадки	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Лондонская фондовая биржа	15	3	2	3	7	5	1	1
ММВБ, РТС (затем – Московская биржа)	14	3	1	7	0	0	2	0
NASDAQ (US)	0	0	0	0	1	1	1	0
Deutsche Börse	1	0	0	0	1	0	0	0
NASDAQ OMX (Europe)	2	0	0	0	0	0	0	0
Гонконгская фондовая биржа	0	0	0	2	0	0	0	0
NYSE	0	0	0	0	0	1	1	0

Источник: PricewaterhouseCoopers. <http://www.pwc.ru/ru/capital-markets/russian-ipo.html>.

11. Гейнц Д., Турчановский Д. Кризис на фондовом рынке – взгляд изнутри // Рынок ценных бумаг. Биржевое обозрение. 2009. №2.

Зависимость российского фондового рынка от присутствия нерезидентов, а также отток финансовой активности за границу усиливают воздействие внешних шоков на его динамику. Это ярко проявилось в период глобального экономического и финансового кризиса, когда значение индекса РТС с 1 сентября 2008 г. по 1 марта 2009 г. упало на 67,3%, и в начале кризиса 2014–2016 гг., когда с 1 марта 2014 г. по 1 марта 2015 г. снижение того же индекса составило 27,6%<sup>12</sup>.

Хотя введение финансовых санкций снизило заинтересованность нерезидентов в российских активах, их замещения национальными инвесторами не произошло, а в условиях повышения привлекательности государственных ценных бумаг для первых при укреплении курса рубля в 2016 г. назревают предпосылки для образования еще одного источника финансовых рисков в случае изменения внешних условий.

Основной проблемой российского рынка ценных бумаг, которую необходимо решать в настоящее время, является недостаточный внутренний спрос. Необходимо выстраивать стратегию для его развития, направленную на увеличение роли розничных инвесторов, создание ориентиров доходности с помощью организации рынка государственного долга, формирования налоговых стимулов для вложений в ценные бумаги российских эмитентов, привлечение пенсионных накоплений граждан и т.д.

### **Структурно-институциональные проблемы банковского сектора**

Банковская система России, как и рынок ценных бумаг, активно развивалась в период 2000–2007 гг. также при значительном участии нерезидентов, хотя их роль была менее значима.

Банковский сектор устойчиво привлекал средства за счет внешних займов (отражающихся в платежном балансе по ста-

---

12. Рассчитано по: данные Московской биржи. <http://moex.com/ru/index/RTSI>.

тье «прочие инвестиции»). Объем чистых обязательств, принятых банковским сектором России по линии прочих инвестиций, вырос с 11,3 млрд долл. в 2003 г. до 70,9 млрд долл. в 2007 г.<sup>13</sup>

В то же время в этот период существенно усилились позиции дочерних иностранных банков в российской банковской системе. Если на 1 января 2004 г. кредитные организации с иностранным участием в капитале свыше 50% контролировали 7,4% активов, 6,6% собственных средств и 2,2% вкладов физических лиц, то на 1 января 2008 г. значения соответствующих показателей составляли 17,2; 15,7; 8,9%. При этом в отдельных сегментах доля нерезидентов была весьма весомой — так, на 1 января 2008 г. 22% кредитов, депозитов и прочих размещенных средств, предоставленных кредитным организациям, приходилось на банки с преобладающим участием иностранного капитала<sup>14</sup>.

Банковская система России относительно благополучно прошла кризис 2008–2009 гг. благодаря активной государственной поддержке, в том числе направленной на наращивание капитала (см. табл. 6.2). Однако уже в 2010 г. наблюдалось ухудшение относительных показателей функционирования банковской системы, а последующий рост в 2011–2015 гг. имел довольно слабую базу (в том числе в 2014–2015 гг. он был связан с переоценкой активов в иностранной валюте в условиях существенно изменившегося обменного курса рубля).

В первую очередь необходимо отметить относительно **низкий уровень капитала в банковской системе России**. Некоторое улучшение положения в кризисный период 2008–2009 гг. сменилось снижением показателей отношения капитала к ВВП (который на начало 2016 г. не достигал еще уровня начала 2010 г.) и отношения капитала к активам (который устойчиво снижался с начала 2011 г. до начала 2015 г.).

---

13. Статистика платежного баланса (аналитическое представление). <http://cbr.ru/statistics/?PrId=svs>.

14. Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2005. №33. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2005. С. 10; Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2009. №75. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2009. С. 10.

Таблица 6.2. Показатели развития российской банковской системы в 2007–2015 гг.

Показатели	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2012	01.01.2013	01.01.2014	01.01.2015	01.01.2016
Совокупные активы (в % от ВВП)	51,9	60,5	67,9	75,8	73,0	74,4	79,6	80,9	99,6	102,7
Кредиты нефинансовым организациям и физическим лицам (в % от ВВП)	29,8	37,0	40,0	41,5	39,2	41,6	44,6	45,7	52,4	54,4
Капитал (в % от ВВП)	6,3	8,0	9,2	11,9	10,2	9,4	9,8	9,9	10,2	11,1
Капитал (в % от совокупных активов)	12,1	13,3	13,6	15,7	14,0	12,6	12,3	12,3	10,2	10,9

Источники: Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2011. №110. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2011; Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2015. №156. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2015; Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2016. №170. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2016.

**Увеличение доли на рынке банков с преобладающим государственным участием** было общей тенденцией последнего десятилетия: по расчетам А.В. Верникова, к 2013 г. доля трех крупнейших государственных банков – Сбербанка, ВТБ и Россельхозбанка с их дочерними банками – в совокупных активах банковской системы России достигла 42%<sup>15</sup>. По нашим оценкам, в ноябре 2016 г. этот показатель составлял уже 45,5%<sup>16</sup>. Подобное изменение институциональной структуры банковской системы, с одной стороны, теоретически упрощает процессы регулирования банковской системы и экономики в целом, но, с другой – подрывает конкуренцию. Дополнительным риском, связанным со значительной долей государственных банков, стало введение в их отношении санкций со стороны США и ЕС в июле 2014 г., что затруднило привлечение внешнего финансирования.

Усиление позиций государственных банков стало частью более общей тенденции, связанной с сокращением числа банков и растущей концентрацией в банковском секторе.

15. Верников А.В. Сравнение институциональной структуры банковских систем России и Китая // Деньги и кредит. 2014. №11. С. 23.

16. На основе данных Интернет-портала Banki.ru.



Количество действующих в России кредитных организаций (имеющих право на осуществление банковских операций) сократилось с 1 058 на начало 2010 г. до 649 на начало октября 2016 г.<sup>17</sup>. Во многом это сокращение было вызвано целенаправленной политикой Центрального банка по очищению банковского сектора, проводившейся особенно интенсивно в 2014–2016 гг. С одной стороны, действительно далеко не все банки полноценно выполняли свои функции, и требовалась определенная «очистка» банковского сектора. С другой – время для проведения Центральным банком подобной политики было выбрано неудачно. Оно совпало с кризисом в экономике и в банковской системе в частности. Неопределенность, связанная с тем, какой из банков будет закрыт следующим, не способствовала росту доверия вкладчиков к банковской системе в условиях достаточно высокого уровня нестабильности.

Одновременно в посткризисный период произошло сокращение позиций дочерних иностранных банков на российском рынке. На начало октября 2016 г. доля банков с иностранным участием в капитале свыше 50% в совокупных активах банковской системы России снизилась до 12%, в совокупном капитале – до 16,3%, во вкладах физических лиц – до 11,4%. При этом особенно сильно пострадали позиции банков со 100%-ным иностранным капиталом. На начало 2010 г. они контролировали 11,3% активов российской банковской системы, 11% совокупного капитала, 6,2% вкладов физических лиц, на начало октября 2016 г. эти показатели снизились до 6,5, 9,6 и 5% соответственно<sup>18</sup>.

За последние годы снизилась зависимость банковской системы от внешних рынков как по линии привлечения средств, так и их размещения. Во многом это было связано

---

17. Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2011. №110. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2011. С. 5; Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2016. №170. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2016. С. 5.

18. Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2011. С. 11; Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2016. С. 11.

с введенными летом 2014 г. санкциями и их последствиями. Так, на начало 2010 г. внешние пассивы банковской системы России составляли 11,9% совокупных пассивов, а внешние активы – 14,2% совокупных активов, тогда как на 1 октября 2016 г. соответствующие показатели были равны 8,0 и 13,6% соответственно<sup>19</sup>. Отметим, что при резком сокращении возможностей привлечения средств из-за рубежа внешние вложения российских банков сократились не столь значительно.

Еще одной проблемой банковской системы является **отсутствие долгосрочных пассивов**. Свыше 99% средств нефинансовых организаций размещено на вкладах до востребования и сроком менее 1 года. Структура вкладов физических лиц по срокам постепенно улучшалась до осени 2014 г. На ноябрь 2014 г. 42,9% вкладов физических лиц было размещено на срок свыше 1 года. Однако, следует иметь в виду, что срок большинства этих вкладов незначительно превышал 1 год (многие банки по более высоким процентным ставкам предлагали вклады со сроками на несколько дней более 1 года). О проблеме «длинных пассивов» свидетельствует тот факт, что на протяжении 2014 г. доля вкладов населения, размещенных на срок свыше 3 лет, была устойчиво низкой (2,4–3%). Ситуация резко ухудшилась в декабре 2014 г. после обесценения рубля и потери доверия вкладчиков к банковской системе. В первые 10 месяцев 2016 г. доля вкладов физических лиц сроком до 1 года (включая вклады до востребования) колебалась в пределах 75–84%, тогда как доля вкладов со сроком свыше 3 лет упала до минимальной величины (0,3–0,7%), при этом на протяжении года она снижалась<sup>20</sup>. Динамика структуры вкладов населения по срокам очень хорошо демонстрирует роль крайне важного для стран с формирующимися рынками, в том числе России, институционального фактора в развитии банковской системы – доверия.

---

19. Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2011. С. 29; Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2016. С. 30.

20. Данные Центрального банка Российской Федерации. [http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=int\\_rat](http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=int_rat).

В кризисные периоды (2008–2009 гг., 2014–2015 гг.) особо остро возникала **проблема «плохих кредитов»**. Отчасти она является следствием общего ухудшения макроэкономической ситуации, отчасти – избыточно динамичного развития отдельных направлений банковского кредитования (как это было, например, в случае с потребительским кредитованием в период до 2014 г.). Удельный вес просроченной задолженности в общей сумме кредитов, депозитов и прочих размещенных средств банковского сектора вырос с 3,5% на 1 января 2014 г. до 5,7% на 1 ноября 2016 г.<sup>21</sup>.

Таким образом, при внешнем росте относительных показателей функционирования банковской системы России (отношение активов и кредитов к ВВП) основные проблемы ее развития (недостаточная обеспеченность собственными средствами, отсутствие долгосрочных вкладов населения, наличие «плохих кредитов», зависимость от внешнего финансирования) большей частью сохраняются, их действие ослабляется в относительно спокойные периоды и обостряется во время кризисов.

## Глава 7

**АНАЛИЗ РИСКОВ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СИСТЕМЕ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ, ПРОБЛЕМ И ВОЗМОЖНЫХ НАПРАВЛЕНИЙ ЕЕ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ**

Денежно-кредитная система (ДКС) Республики Беларусь является маломощной. Отношение суммарных активов банковских учреждений к ВВП составляет не более 70%. Это значительно меньше не только по сравнению с индустриально развитыми странами, но и с восточноевропейскими, где эта величина превышает 100%. Причем ДКС Беларуси слабо диверсифицирована. Рынок ценных бумаг, небанковские, страховые и другие финансовые организации также недостаточно развиты. В совокупности с неблагоприятной общеэкономической ситуацией, в особенности в связи с распространенностью режима мягких бюджетных ограничений (МБО), это предопределяет высокий уровень рисков в банковской системе и угроз ее дестабилизации.

**Анализ рисков банковской деятельности в Республике Беларусь**

Основной угрозой, воздействующей на состояние и устойчивость функционирования банковского сектора Республики Беларусь, в настоящее время является *проблема кредитного риска*. Доля проблемных активов банков в активах, подверженных кредитному риску, на конец 2015 г. сложилась на уровне 6,7%, увеличившись с начала года на 2,3 п.п.<sup>1</sup>

---

1. Здесь и далее в главе использована текущая информация Национального банка РБ.

Специальный резерв на покрытие возможных убытков по активам, подверженным кредитному риску, был сформирован в необходимом объеме. Несмотря на приемлемые значения показателей<sup>2</sup>, характеризующих текущий уровень данного риска, кредитный риск имеет высокий потенциал для реализации в ближайшем будущем.

Ситуация осложнена тем, что кредитная задолженность большинства предприятий государственной формы собственности, относящихся к крупнейшим кредитополучателям банковского сектора, классифицирована как низкорисковая во многом благодаря наличию гарантий Правительства Республики Беларусь и местных органов власти. В то же время показатели их финансовой устойчивости свидетельствуют в пользу отнесения задолженности многих из указанных предприятий к группе повышенного риска. Иначе говоря, в случае отсутствия государственных гарантий доля проблемных активов банковского сектора в активах, подверженных кредитному риску, могла бы быть значительно выше. Соответственно, существующие бюджетные риски государства и кредитные риски банковского сектора взаимно дополняют и усиливают друг друга.

Преобладающая часть кредитного риска банковского сектора сконцентрирована в кредитном портфеле юридических лиц – на корпоративный сектор приходится 75,9% активов, подверженных ему. Наиболее рисковым является кредитование субъектов хозяйствования строительной отрасли и предприятий сельского хозяйства: доля проблемных активов в активах банков, предоставленных строительным организациям, составляет 12,8%, предприятиям сельского хозяйства – 9,1% (в промышленности доля проблемных активов равна 5,1%).

Необходимо отметить, что эффективность экономики Беларуси за последние годы значительно снизилась. Сложное финансовое положение отечественных предприятий реаль-

---

2. Считается, что положение является весьма опасным в том случае, если значение данного показателя превышает 10%, если оно составляет более 20%, ситуация становится критической.

ного сектора отчасти продиктовано неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктурой – снижение емкости традиционных рынков сбыта, девальвационные процессы в странах – основных торговых партнерах и т.д. Это факторы, которым объективно сложно противодействовать в краткосрочной перспективе. Однако основная причина неудовлетворительного финансового состояния большинства субъектов хозяйствования все же лежит в плоскости внутренней организации бизнес-процессов и связана с ошибками предприятий в стратегическом планировании своей деятельности, недостатком координации, низкой компетентностью управленческих кадров. Иначе говоря, крупным белорусским предприятиям не хватает гибкости, умения приспосабливаться к быстро меняющемуся рынку и соответствующим образом корректировать стратегию и тактику поведения.

Наибольшее опасение вызывает тот факт, что у многих субъектов хозяйствования даже не наблюдается стремления повысить уровень собственной мобильности и адаптивности. Ведь в противном случае внешние шоки не оказывали бы такого сильного негативного воздействия на экономику предприятий, а последствия преодолевались бы гораздо быстрее. Необходимо отметить, что во многом это связано с режимом мягких бюджетных ограничений, который способствовал формированию у субъектов хозяйствования ложных стимулов. Активная государственная поддержка определенных видов деятельности и крупных предприятий не обеспечила повышения качественных экономических показателей, но способствовала разрастанию «аппетита» у получателей целевых средств и выработке ложных ожиданий относительно их гарантированного дальнейшего получения в обозримом будущем. И теперь вместо того, чтобы заняться оптимизацией бизнес-процессов, организации (преимущественно государственной формы собственности) направляют свои усилия на обоснование необходимости получения очередных траншей государственных средств и «протапливают» соответствующие решения в Правительство. При этом кредитная поддержка на

индивидуальных условиях в последующем не приносит должной отдачи. В результате экономика Республики Беларусь «заиклиивается» в своеобразном «порочном круге» мягких бюджетных ограничений.

Режим МБО в секторе государственных предприятий способствовал консервации исторически сложившейся в стране структуры производства. Последние годы наблюдались устойчивое снижение производительности труда и макроэкономической эффективности, рост материалоемкости и импортоемкости выпускаемой продукции. В настоящее время можно констатировать, что белорусская экономика в сформировавшемся виде исчерпала свои возможности по обеспечению стабильного развития.

Таким образом, повсеместно наблюдаемые сейчас экономические проблемы в основном носят не краткосрочный характер, связанный с временными трудностями в странах-партнерах, а имеют более фундаментальные предпосылки. Соответственно, кроме мер по оперативной макроэкономической стабилизации (к которым относится, в частности, рефинансирование банками кредитной задолженности предприятий исходя из денежных потоков последних) необходимо детально рассмотреть вопрос по изменению подходов к оказанию государственной поддержки традиционным секторам экономики исходя из критериев эффективности. Государственная политика должна быть направлена на выстраивание для предприятий адекватной системы стимулов, направленных на рациональное использование кредитных средств. Причем делать это нужно, невзирая на возможные краткосрочные экономические и производственные спады, ведь в конечном итоге от этого зависит долгосрочное благосостояние населения и финансовая успешность деятельности субъектов хозяйствования и банков.

В 2015 г. доля кредитной задолженности экономики перед банками в иностранной валюте достигла 58% (для сравнения: в период валютных корректировок 2011 г. она колебалась в пределах 22–24%). Это означает, что такая мера, как

девальвация национальной валюты, практически исчерпала свои возможные положительные эффекты и в дальнейшем может в еще большей степени ухудшить долговое положение реального сектора экономики Республики Беларусь.

Низкая кредитоспособность реального сектора экономики на фоне напряженной ситуации с банковской ликвидностью привела к практически полной остановке кредитного роста в стране. Но, несмотря на это, девальвационные процессы и экономический спад приводят к тому, что уровень долговой нагрузки на экономику возрастает. Коэффициент обслуживания долга (КОД) уже в 2016 г. может превысить 30% (см. рис. 7.1).

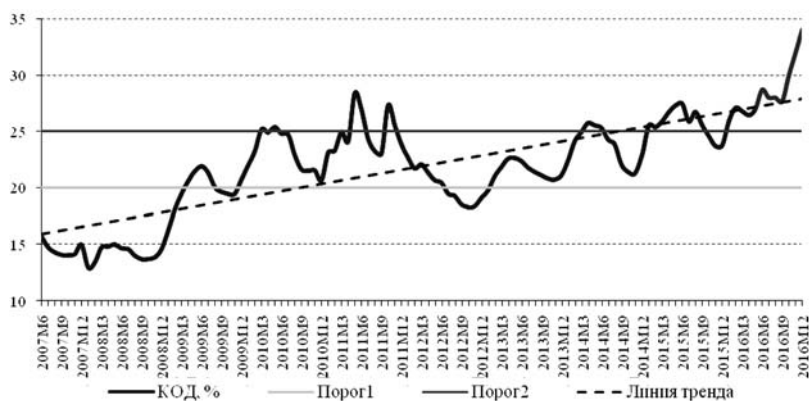


Рис. 7.1. Коэффициент обслуживания долга (в %)

Рассчитано по: данные текущей статистики НБ РБ.

КОД определяется как отношение потока платежей по накопленному долгу, включающих погашение основной части долга и выплату процентов, к величине текущих доходов (ВВП в случае экономики в целом).

Международные исследования показывают, что КОД является очень надежным опережающим индикатором системных банковских кризисов. Данный показатель характеризуется склонностью достигать своих пиковых значений, которые удивительно похожи в разных странах, незадолго до



реализации системного риска (значения КОД выше 20–25% являются важным сигналом наступления банковского кризиса в течение ближайшего года). Фактически в настоящее время экономические агенты Республики Беларусь вынуждены направлять в банки в среднем более четверти своих текущих доходов, обслуживая накопленную задолженность.

Несмотря на то, что в остатках кредитной задолженности юридических лиц традиционно преобладают долгосрочные кредиты, краткосрочные заимствования имеют гораздо большие обороты. Соответственно, в ежемесячных платежах по обслуживанию задолженности доминируют платежи не по долгосрочным, а по краткосрочным кредитам, в еще большей степени увеличивая реальную нагрузку на экономику. Такая ситуация опять же является отражением тяжелого состояния реального сектора экономики, который испытывает острый дефицит собственных оборотных средств, восполняемый активным использованием краткосрочных кредитов.

Не способствуют положительной динамике кредитного рынка в Беларуси сохраняющиеся высокими ставки по кредитам в национальной валюте, относительно короткие сроки кредитования, а также «пиковые» валютные риски по выданным ранее кредитам в иностранной валюте.

На сегодняшний день средняя ставка по кредитам, предоставленным на рыночных условиях, составляет порядка 35% годовых. По льготным кредитам ставка ниже 10%. Соответственно, итоговая средняя ставка по кредитам находится в районе 17% годовых. Очевидно, что для того чтобы обеспечить снижение стоимости рыночного кредитования при сохранении рентабельной работы банков, необходимо значительно сократить объемы льготного кредитования.

Удельный вес задолженности юридических лиц, обеспеченной гарантиями Правительства Республики Беларусь и местных исполнительных и распорядительных органов, в активах банков, подверженных кредитному риску, составляет порядка 20%. Доля проблемных активов данной категории остается невысокой (менее 1% по итогам 2015 г.) во мно-

гом благодаря особенностям банковского законодательства, позволяющего банкам принимать решение об отнесении к низкорисковым группам задолженности по кредитам, обеспеченным гарантиями Правительства Республики Беларусь, местных исполнительных и распорядительных органов, вне зависимости от наличия у должника признаков финансовой неустойчивости и (или) иной негативной информации о его способности исполнить свои договорные обязательства.

В конечном счете высокую долговую нагрузку и неэффективность кредитования в целом обуславливают разросшиеся масштабы директивного кредитования. Доля льготных кредитов в общем объеме долгосрочных кредитов, выданных банками экономике, достигает 40%. Нестандартное финансирование проектов служит фактором снижения эффективности кредитования и на рыночных условиях. Белорусские банки, предоставляя часть своих ресурсов по низким процентным ставкам, оставляют в своем распоряжении меньше средств, предназначенных для рыночного кредитования экономических агентов. В результате предложение заемных ресурсов снижается, а их стоимость возрастает. Дорогие рыночные кредиты, как правило, привлекаются на короткие сроки и расходуются организациями на обеспечение текущей хозяйственной деятельности (экстренное покрытие дефицита оборотных средств). Возможности же предприятий по финансированию такими кредитами долгосрочных инвестиционных проектов, которые в перспективе позволят повысить производительность, крайне ограничены. Следовательно, рыночные кредиты в таких условиях также не служат действенным источником роста.

К другим рискам, оказывающим значительное негативное влияние на устойчивость банковского сектора РБ, относится **риск ликвидности**, в первую очередь, валютной. Результаты стресс-тестирования, проводимого Национальным банком, показывают, что в случае значительного (около 50%) оттока иностранного капитала большинство банков с величиной активов более 90% от общей суммы

активов банковского сектора начнут испытывать дефицит ликвидности в иностранной валюте.

Динамика средств нерезидентов в пассивах банков Республики Беларусь в значительной степени определяется общими тенденциями развития экономики, а также финансовым состоянием стран-партнеров. И если возврат привлеченных ресурсов осуществляется с определенной степенью регулярности в соответствии с контрактными сроками погашения, то интенсивность заимствования банками новых средств напрямую зависит от уровня инвестиционной активности в стране и потребностей их клиентов в валютных кредитах, а также от готовности нерезидентов предоставить финансирование. Поэтому наблюдающийся в последнее время отток иностранного капитала из белорусской банковской системы на фоне спада в реальном секторе и санкций, введенных США и ЕС против финансового сегмента Российской Федерации, в определенном смысле является естественным явлением, отражающим текущую финансово-экономическую ситуацию в регионе. При этом отечественные банки сохраняют способность финансирования потребностей своих клиентов в иностранных кредитных линиях в случае поступления от них соответствующих запросов.

Необходимо отметить, что значимая часть рассматриваемого оттока обусловлена причиной, носящей исключительно технический характер и связанной с колебанием курсов валют, в частности, с обесценением евро и российского рубля по отношению к доллару США. Также имели место распространенные в банковской практике операции по предоставлению ресурсов материнскими компаниями дочерним банкам в рамках регулировки ликвидности последних. Возврат данных средств по мере стабилизации ситуации с ликвидностью также повлиял на общий отток иностранного капитала из банковского сектора Республики Беларусь.

Гораздо большую угрозу стабильному функционированию отечественных банков представляет собой незапланированный отток средств нерезидентов. Причины, вызывавшие

его на протяжении 2015 года, имели весьма разнообразную природу. Некоторые из них были связаны с возникновением разногласий на уровне организаций при изменении договорных условий (например, досрочное погашение белорусским банком средств, привлеченных от нерезидента, вследствие повышения им стоимости фондирования). Часть причин находится в плоскости страновых рисков и отражает недоверие либо настороженность зарубежных контрагентов по отношению к банковской системе Республики Беларусь. Один из наиболее ярких примеров – изменения в законодательстве Российской Федерации в части расчета нормативов безопасного функционирования (увеличение степени риска до 150% по активам, подверженным кредитному риску, стран – участниц СНГ). Вместе с тем, данные причины оттока средств нерезидентов пока единичны.

Однако сокращение доступа белорусских банков к международным финансовым рынкам может оказаться критичным при возникновении **угрозы оттока средств вкладчиков**. Динамика прироста срочных рублевых депозитов населения в 2015 г. была неустойчивой. При этом пики прироста валютных депозитов наблюдались в периоды оттока рублевых средств, т.е. речь шла о долларизации пассивов банковского сектора. Долларизация депозитов населения в 2015 г. достигла рекордных 80%.

Устойчивость ресурсной базы банков во многом зависит от текущего состояния валютного рынка, а также от динамики процентных ставок. В 2015 г. Национальный банк существенно увеличил гибкость обменного курса, который в настоящее время позволяет абсорбировать воздействие внешних шоков на экономику, уменьшая тем самым риск накопления макроэкономических дисбалансов. Тем не менее, девальвационные ожидания населения пока сохраняются высокими, что сдерживает снижение процентных ставок по банковским вкладам в белорусских рублях.

Процентные ставки по новым срочным банковским вкладам физических лиц в национальной валюте достигли

пика в феврале 2015 года, когда их уровень составил 47,2% годовых. К концу 2015 года они снизились до 25,5% годовых. Опасность дальнейшего снижения процентных ставок из-за существования угрозы оттока средств вкладчиков — одна из основных причин сохранения высокой стоимости кредитных ресурсов для белорусских предприятий.

Нужно отметить, что высокие процентные ставки наряду с действующей системой гарантирования вкладов привели к формированию значительной доли спекулятивной составляющей в структуре депозитов населения, которая по некоторым оценкам может достигать 18–20% общего уровня вкладов. Данные средства не могут быть инвестированы в экономику вследствие своей ненадежности.

В то же время преобладающая часть риска ликвидности для банковского сектора Республики Беларусь все же обусловлена не вероятностью набега вкладчиков, а структурными проблемами. У государственных банков сохраняется хроническая несбалансированность активов и пассивов по срокам погашения, образовавшаяся в результате многолетнего участия в финансировании государственных программ без адекватных по срокам и стоимости источников. Указанная несбалансированность регулярно провоцирует проблемы с текущей ликвидностью банков, что обуславливает необходимость оказания им поддержки со стороны Национального банка (стабилизационные кредиты, льготы по формированию фонда обязательного резервирования и др.).

Вместе с тем оказание на постоянной основе Национальным банком поддержки государственным банкам приводит к снижению у последних стимулов к самостоятельному принятию мер, усилению ее ожиданий в будущем и, в конечном итоге, к принятию ими дополнительных рисков.

Таким образом, в настоящее время основными угрозами для устойчивого функционирования банковского сектора являются кредитный риск, неустойчивость ресурсной базы банков в части средств населения и нерезидентов, а также проблема низкой эффективности банков, контролируемых государством.

## Проблемы и направления реструктуризации денежно-кредитной системы Республики Беларусь

Помимо высоких финансовых рисков банковский сектор Республики Беларусь имеет ряд структурных проблем. К их числу относится хронически низкая эффективность деятельности банков, контролируемых государством. Правительство на регулярной основе проводит докапитализацию данных банков (5 раз за последние 7 лет), однако показатели их рентабельности не улучшаются.

Банки, контролируемые государством, традиционно преобладают в банковском секторе РБ. Тем не менее за последние годы их удельный вес несколько сократился. В то же время существенно возросла доля в совокупных активах банковского сектора банков, контролируемых российским капиталом (см. гл. 8). Вместе с тем концентрация активов и капитала в банковском секторе не является фактором, определяющим его эффективность. Абсолютное доминирование небольшого числа крупных банков на национальном финансовом рынке характерно для многих стран, относительно недавно выбравших рыночный курс экономического развития (например, Чехии, Словакии, Венгрии). При этом банковские секторы таких государств динамично развиваются, а наличие крупных системообразующих финансовых институтов, «узнаваемых» на зарубежных рынках, повышает экономическую репутацию стран базирования и интерес к ним со стороны иностранного капитала. Поэтому гораздо важнее не снижение концентрации банковского сектора Республики Беларусь, а формирование и поддержание полноценной конкурентной среды на национальном финансовом рынке. Равный доступ всех банков к источникам поддержания ликвидности, устранение преференций и узаконенных «корректировок» действующих стандартов оценки рисков должны стать основой развития отечественного финансового сектора. Последующий за этим приток иностранных инвестиций приведет к деконцентрации банковского сектора естественным путем.

Если говорить о других направлениях развития банковского сектора, то актуальной задачей является необходимость оздоровления отдельных банков в части очистки балансов от проблемных активов, образовавшихся вследствие многолетнего финансирования государственных программ и интенсивного валютного кредитования. Подобное оздоровление должно сопровождаться реформированием реального сектора экономики с позиций повышения его эффективности, гибкости и рыночной ориентированности, а также изменением механизмов финансирования государственных программ. Белорусской промышленности необходима смена конкурентной стратегии развития. Кроме того, без трансформации корпоративного сегмента реформирование банковского сектора не даст должного эффекта в долгосрочной перспективе.

Говоря о небанковском сегменте финансового сектора, следует отметить, что крупным субъектом в сфере посредничества становится ОАО «Банк развития Республики Беларусь», созданный в 2011 г. в целях совершенствования системы финансирования государственных программ. Так, за 2015 г. его активы по отношению к ВВП возросли с 5,2% до 6,2%, объем корпоративного кредитного портфеля увеличился на 34,2%. Правительством и Национальным банком постепенно реализуется комплекс мер, направленных на полноценное функционирование Банка развития с целью повышения ответственности и эффективности принятия решений по выбору и финансовой поддержке ключевых инвестиционных проектов при одновременном снижении основных рисков.

Так же как и другие банки республики, в наибольшей степени Банк развития подвержен кредитному риску. Доля проблемной задолженности в общей величине его кредитного портфеля колеблется в пределах 6–8%. В связи с тем, что обязательства Банка развития, доля которых в структуре пассивов составляет около 70%, представлены преимущественно долгосрочными и среднесрочными финансовыми инструментами, он в настоящее время не испытывает проблем с несбалан-

сированностью в денежных потоках, и его подверженность риску ликвидности находится на достаточно низком уровне. Чувствительность Банка развития к возможному изменению курсов иностранных валют также минимальна, что обусловлено преобладанием рублевой составляющей в структуре его баланса.

Важнейшим направлением реструктуризации банковской системы республики является изменение роли Банка развития, который должен стать основным институтом финансирования государственных программ.

Страховой сектор Республики Беларусь, если судить по масштабам деятельности, развит в гораздо меньшей степени, чем банковский. В стране действует 22 страховые организации, из которых 8 принадлежат государству, 10 – контролируются иностранным капиталом и 4 – резидентами частной формы собственности. Однако иностранный капитал в совокупном уставном фонде белорусских страховых компаний занимает всего 0,9%.

Также как и банковский, **страховой сектор** Беларуси отличается высокой степенью концентрации: основной объем страхового бизнеса на протяжении последних лет сосредоточен в 10 крупнейших компаниях (преимущественно государственных), на которые приходится более 90% от страховых взносов в целом по сектору. Важнейшие макроэкономические индикаторы, характеризующие состояние и развитие страхового рынка, – отношение страховых взносов к ВВП и их сумма на душу населения – в начале 2015 г. составили 0,93% и 766,5 тыс. белорусских рублей соответственно.

По значениям данных показателей Республика Беларусь отстает не только от развитых европейских стран, но и от большинства государств – участников СНГ.

Страховой сектор в силу «зарегулированности» и незначительного масштаба операций не является источником системного финансового риска, но сам, в силу тесных связей с банками (более 50% активов страхового сектора размещено на счетах в банках), может значительно пострадать в случае его реализации.



В 2014 г. Национальный банк Республики Беларусь получил полномочия по регулированию **ЛИЗИНГОВОЙ деятельности** в стране<sup>3</sup>. В соответствии с новым законодательством ее могут осуществлять те компании, которые включены Национальным банком в реестр лизинговых организаций. Условием включения в реестр является формирование уставного фонда в размере не ниже суммы, эквивалентной 50 тыс. евро. Кроме того, для лизинговых компаний установлены требования по составлению и предоставлению в Национальный банк отчетности, а также по раскрытию информации о своей деятельности и финансовом состоянии путем ее публикации и размещения в глобальной компьютерной сети Интернет.

Также в 2014 г. Национальный банк наделен полномочиями по регулированию деятельности микрофинансовых организаций<sup>4</sup>. В законодательстве закреплено, что с 1 января 2015 г. деятельность по предоставлению трех и более займов в течение месяца одному или нескольким заемщикам в сумме, не превышающей 15 000 базовых величин (БВ)<sup>5</sup> на одного, признается деятельностью по регулярному предоставлению микрозаймов. Ее вправе осуществлять только микрофинансовые организации — юридические лица, зарегистрированные в Республике Беларусь, соответствующие требованиям, предъявляемым Национальным банком, и включенные им в соответствующий реестр. Регулятор обязан обеспечивать защиту прав физических лиц — потребителей услуг микрофинансовых организаций. В частности, Национальный банк имеет право рассматривать обращения потребителей и направлять

- 
3. Указ Президента Республики Беларусь от 25 февраля 2014 г. №99 «О вопросах регулирования лизинговой деятельности» (зарегистрирован в Национальном реестре правовых актов Республики Беларусь 26 февраля 2014 г. №1/14857).
  4. Указ Президента Республики Беларусь от 30 июня 2014 г. №325 «О привлечении и предоставлении займов, деятельности микрофинансовых организаций» (зарегистрирован в Национальном реестре правовых актов Республики Беларусь 2 июля 2014 г. № 1/15134).
  5. БВ — экономический показатель, определяющий абстрактный номинал покупательской способности денежных средств, служащий базой для расчета многих нормативных величин различных платежей. Периодически пересматривается правительством в соответствии с темпом инфляции.

микрофинансовым организациям предписания об устранении нарушений их прав.

На протяжении 2015 г. Национальным банком проводилась работа по развитию небанковского сегмента финансового рынка, в том числе рынка лизинга, микрофинансирования. По состоянию на конец 2015 г. в реестр включена 101 лизинговая организация (при этом только за последние месяцы 2015 г. в реестр включены 50 лизинговых компаний). Совокупный уставный фонд лизинговых организаций, включенных в реестр, составляет 3,1 трлн белорусских рублей и быстро растет. Данный рост в большей степени связан с выполнением лизинговыми организациями требования законодательства по формированию минимального размера уставного фонда. В объеме лизингового портфеля 99,9% занимают операции финансового лизинга с условием выкупа его предмета. Обязательства по договорам, заключенным в национальной валюте, составляют 62,9% лизингового портфеля.

По состоянию на конец 2015 г. в соответствующий реестр включено 105 микрофинансовых организаций (98 юридических лиц, осуществляющих ломбардную деятельность, 5 потребительских кооперативов, 2 фонда). Весьма актуальным является обеспечение должного уровня контроля за деятельностью микрофинансовых организаций и защита прав потребителей финансовых услуг, оказываемых ими.

В Республике Беларусь отсутствуют значимые для развития финансового рынка и экономики в целом **учреждения коллективного инвестирования**, такие как инвестиционные фонды различных типов. В последние годы были сделаны определенные шаги в направлении развития данного сегмента финансовой системы. Так, в 2014 г. рынку представлен новый финансовый инструмент – фонды банковского управления. Первые такие фонды начали функционировать в июне 2014 г. Национальным банком было принято решение о регистрации трех фондов банковского управления доверительного управляющего ОАО «Приорбанк». Тем не менее, стоимость

чистых активов фондов пока крайне незначительна в масштабах системы — 1,8 млн долл. США и 1 млн евро.

Не получили в Республике Беларусь должного развития такие сегменты, как рынок акций и облигаций, производных финансовых инструментов, ипотечных ценных бумаг. Отношение объема акций, находящихся в обращении, к ВВП составляет около 30% и почти не меняется в последние годы. Фондовому рынку Республики Беларусь присущ высокий уровень риска ликвидности. Вследствие низких объемов обращающихся на рынке инструментов инвестор может столкнуться со значительными сложностями при реализации принадлежащих ему акций.

Таким образом, кроме того, что денежно-кредитная система республики является маломощной, она еще и слабо диверсифицирована. Подавляющая часть активов приходится на универсальные банки. Но значительная часть экономики действует в условиях МБО. Это обуславливает высокую степень рисков в банковской системе, инфляционный потенциал, ограниченность источников финансирования развития. Поэтому к наиболее важным направлениям реструктуризации денежно-кредитной системы республики, кроме ее диверсификации, относятся: ужесточение бюджетных ограничений; меры институционального характера, связанные с развитием систем оценки и управления рисками, повышением степени информационной состоятельности финансового рынка<sup>6</sup>; формирование мощного и эффективного банка развития для финансирования технологической модернизации и экономического роста; развитие рынка ценных бумаг и небанковских финансовых учреждений.

---

6. О содержании понятия информационной состоятельности рынка и институциональных условиях ее достижения см.: Ясинский Ю., Тихонов А. Новая информационно-поведенческая парадигма: конец равновесной теории, или ее второе дыхание? // Вопросы экономики. 2007. № 7. С. 35–58.

## Глава 8

**СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ  
ВЗАИМОСВЯЗЕЙ ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ  
РОССИИ И БЕЛАРУСИ****Инвестиционное взаимодействие России  
и Беларуси**

Оценка инвестиционного взаимодействия России и Беларуси, как и России с другими странами на постсоветском пространстве, существенно затруднена<sup>1</sup>. Тем не менее, по данной паре стран имеются данные платежного баланса (см. табл. 8.1). Очевидно, что вложения России в белорусскую экономику существенно превышают обратные вложения, что наблюдалось на всем рассматриваемом периоде 2008–2015 гг. за исключением 2009 г., когда в связи с мировым экономическим и финансовым кризисом происходил отток ранее сделанных российских инвестиций из Беларуси.

Прямые инвестиции России в Беларусь весьма чувствительны к отдельным сделкам. За последнее десятилетие ключевое значение имела сделка по покупке Газпромом Белтрансгаза<sup>2</sup>. В 2011 г. завершились платежи по ней, что привело к резкому сокращению потока российских прямых инвестиций в Беларусь, стабилизировавшегося в 2014–2015 гг. на уровне 600–700 млн долл. в год. Прямые инвестиции из Беларуси в Россию достигли пика в посткризисный период (2011–2013 гг.) на уровне 100–200 млн долл., а затем уменьшились, вслед за ухудшением ситуации в российской

- 
1. Эти затруднения вызваны главным образом активным использованием российским капиталом офшорных юрисдикций (см. гл. 6).
  2. «Газпром» целиком купил белорусский «Белтрансгаз» // Km.ru. 2011. 25 нояб. [www.km.ru/biznes-i-finansy/2011/11/25/gazprom/gazprom-tselikom-kupil-belorusskii-beltransgaz](http://www.km.ru/biznes-i-finansy/2011/11/25/gazprom/gazprom-tselikom-kupil-belorusskii-beltransgaz).

Таблица 8.1. Основные показатели финансового счета платежного баланса Беларуси с Россией в 2008—2015 гг. (млн долл.)

Показатели	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Финансовый счет	-2 085,4	-2 529,2	-3 309,9	-2 580,4	883,0	-4 233,6	-1 327,6	-2 608,5
I. Прямые инвестиции	-1 006,5	-1 276,8	-893,4	-2 700,2	-359,6	-643,5	-549,3	-595,7
1. Чистое приобретение финансовых активов	25,3	93,3	40,3	119,4	110,3	219,3	59,4	26,9
2. Чистое принятие обязательств	1 031,7	1 370,0	933,7	2 819,6	469,9	862,8	608,7	622,6
II. Портфельные инвестиции	9,9	1,3	-328,5	-198,6	424,3	111,8	15,0	18,2
1. Чистое приобретение финансовых активов	9,7	1,8	0,7	0,0	-6,4	1,2	13,7	10,6
1.1. Инструменты участия в капитале и доли в инвестиционных фондах	-1,3	1,7	-0,7	0,1	-8,5	0,8	0,0	0,5
1.2. Долговые ценные бумаги	11,0	0,2	1,4	-0,1	2,1	0,4	13,7	10,1
2. Чистое принятие обязательств	-0,2	0,6	329,2	198,6	-430,7	-110,6	-1,3	-7,6
2.1. Инструменты участия в капитале и доли в инвестиционных фондах	0,0	-0,2	-1,1	-0,1	0,2	0,8	-0,3	0,0
2.2. Долговые ценные бумаги	-0,2	0,8	330,3	198,7	-430,9	-111,4	-1,0	-7,6
III. Производные финансовые инструменты	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,0	-1,7	34,3	25,7
IV. Другие инвестиции	-1 088,9	-1 253,7	-2 088,1	318,4	820,3	-3 700,2	-1 276,7	-1 609,2
1. Чистое приобретение финансовых активов	-150,7	214,4	-129,0	1 470,3	334,4	-253,1	706,3	-182,7
2. Чистое принятие обязательств	938,2	1 468,1	1 959,0	1 151,9	-485,9	3 447,1	1 983,0	1 426,5

Окончание табл. 8.1.

Показатели	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
А. Наличная валюта и депозиты	-117,6	-109,6	-409,1	891,7	-513,9	-642,7	-281,8	596,7
1. Чистое приобретение финансовых активов	-90,7	-73,9	-116,9	1147,3	-248,9	-396,7	112,3	-204,4
2. Чистое принятие обязательств	26,9	35,7	292,2	255,6	265,0	246,0	394,1	-801,1
Б. Ссуды и займы	-1 180,0	-1 115,2	-1 345,7	-253,4	256,3	-2 782,5	-1 345,1	-2 457,7
1. Чистое приобретение финансовых активов	-55,1	6,2	-28,9	46,0	-38,7	0,3	129,8	20,4
2. Чистое принятие обязательств	1 124,9	1 121,4	1 316,8	299,4	-295,0	2 782,8	1 474,9	2 478,1
В. Торговые кредиты и авансы	211,6	-29,6	-394,5	-456,4	1 058,9	-273,7	327,4	245,2
1. Чистое приобретение финансовых активов	-1,2	271,2	11,1	214,0	626,7	136,4	443,8	-6,9
2. Чистое принятие обязательств	-212,8	300,8	405,6	670,4	-432,2	410,1	116,4	-252,1
Г. Прочая дебиторская/кредиторская задолженность	-2,9	0,7	61,2	136,1	19,0	-1,2	22,8	6,6
1. Чистое приобретение финансовых активов	-3,8	10,9	5,7	63,0	-4,7	6,9	20,4	8,2
2. Чистое принятие обязательств	-0,8	10,2	-55,6	-73,1	-23,7	8,1	-2,4	1,6
Статистические расхождения	10 534,9	7 363,4	4 593,3	10 517,8	14 427,5	4 853,7	8 089,4	4 597,2

Источник: Национальный банк Республики Беларусь. <http://www.nbrb.by/statistics/BalPayBelRus>.

экономике и сокращением инвестиционных возможностей Беларуси.

Портфельные инвестиции во время кризиса 2008–2009 гг., как и следовало ожидать, были незначительными, затем в 2010–2011 гг. имели место вложения российских инвесторов в долговые ценные бумаги Беларуси, но уже в 2012 г. произошла их массированная продажа.

Основную часть движения капитала между Россией и Беларусью составляют прочие инвестиции, в их составе выделяются ссуды, выданные Россией Беларуси, объем которых ежегодно (за исключением 2011 и 2012 гг.) превышал 1 млрд долл. и которые к 2015 г. существенно выросли (до 2,5 млрд долл.).

### **Банковское взаимодействие России и Беларуси<sup>3</sup>**

Поскольку финансовые системы России и Беларуси отличаются преобладанием банковского сектора, именно взаимодействие в банковской сфере является наиболее значимым направлением финансового сотрудничества двух стран. Основной его формой является присутствие российских банков в банковской системе Беларуси. На 1 января 2016 г. банки, находящиеся в собственности российского капитала, контролировали 27,5% активов и 24,2% капитала банковской системы Беларуси<sup>4</sup>. В основном на банковском рынке Беларуси представлены дочерние организации крупнейших коммерческих банков России, находящихся в государственной собственности (БПС-Сбербанк, Банк ВТБ (Беларусь), Белгазпромбанк, отдельно следует упомянуть Белвнешэкономбанк<sup>5</sup>). Из круп-

- 
3. Начиная с данного пункта текст подготовлен на основе статьи: Головнин М.Ю. Состояние и перспективы развития взаимосвязей финансовых систем России и Беларуси // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2016. №6. С. 7–18.
  4. Никитина С.А. Российские банки в банковской системе Беларуси // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2016. №6.
  5. Российский Внешэкономбанк не является коммерческим, а представляет собой банк развития.

ных российских коммерческих банков, находящихся в частной собственности, в Беларуси представлен лишь Альфа-банк.

Развитие банковского взаимодействия двух стран происходило неравномерно. Значительное усиление активности российских банков по выходу на рынок Беларуси наблюдалось непосредственно перед глобальным экономическим и финансовым кризисом 2007 г.<sup>6</sup>, когда российские ВЭБ и ВТБ приобрели дочерние структуры в Беларуси, и расширилось во время кризиса: в 2009 г. Сбербанк приобрел банк «БПС-Сбербанк», а Внешэкономбанк расширил свое присутствие в капитале банка БелВЭБ. Во многом подобные тенденции были связаны с тем, что внутренних ресурсов для развития банковской системы в Беларуси было недостаточно в условиях преобладания государственного капитала. В то же время российские банки были заинтересованы в экспансии за рубеж для диверсификации своей деятельности и занятия новых рынков.

Спецификой дальнейшего развития банковского взаимодействия стало то, что оно проходило в условиях серии внутренних и внешних финансовых потрясений: глобального экономического и финансового кризиса (2007–2009 гг.); национального экономического кризиса в Беларуси 2011 г., который представлял собой кризис платежного баланса и сопровождался резким обесценением национальной валюты; воздействия российского экономического кризиса (с 2014 г. по настоящее время).

Проследим изменение позиций пяти ведущих российских дочерних банков на белорусском рынке под воздействием этих потрясений. В целом за период с начала 2006 г. по начало 2016 г. доля этих банков в совокупном уставном капитале банковской системы Беларуси существенно выросла: с 10,8 до 22,8%. Однако по другим показателям динамика была не столь однозначной. Так, с 2006 по 2010 гг. резко

---

6. Абалкина А.А. Российские банки в Беларуси: расширение присутствия // Проблемы теории и практики управления. 2012. № 9–10. С. 58.



сократилась доля в активах пяти рассматриваемых банков, причем главным образом за счет банка БПС. Но заметим, что он перешел под контроль российского капитала уже после резкого ухудшения его положения в банковской системе страны. Кроме того, белорусское государство во время кризиса 2008–2009 гг. оказывало значительную поддержку контролируемым им банкам. С 2010 по 2015 гг. доля российских банков в активах достаточно устойчиво росла. Кроме того, следует отметить значительное усиление позиций российских банков по показателю доли в совокупной прибыли банковской системы Беларуси: с 19,1% на начало 2009 г. до 34,8% на начало 2016 г.

Можно констатировать, что в кризисные периоды российские банки проявили заинтересованность в развитии своих белорусских дочерних организаций и оказывали им помощь. Об этом свидетельствует увеличение их уставных капиталов, особенно во время глобального экономического и финансового кризиса, когда действия белорусских властей были направлены на поддержку в первую очередь собственных государственных банков. Так, Банк ВТБ (Беларусь) существенно увеличил свой уставный капитал в 2008 г., Белвнешэкономбанк и Белгазпромбанк – в 2008 и 2009 гг., Альфа-банк (Беларусь) – в 2009 г. При этом показательно, что уже в 2011 г. ни один из банков, кроме Белвнешэкономбанка, не увеличивал свой уставный капитал<sup>7</sup>.

При этом российские банки оказывали поддержку и белорусскому государству. В 2010 г. Министерство финансов Беларуси получило кредит в размере 6 млрд российских рублей для поддержки банковской системы страны от четырех российских банков, имеющих дочерние организации в республике: Сбербанк, ВЭБа, Газпромбанка и Альфа-банка.

Во время кризиса 2011 г. материнские российские банки поддерживали свои дочерние структуры в Беларуси уже, по-видимому, путем прямого предоставления им средств

---

7. Там же. С. 60.

(в структуре пассивов белорусских банков в это время наблюдается рост доли средств, привлеченных от нерезидентов). В результате доля российских банков в совокупных активах и прибыли выросла, несмотря на снижение доли в совокупном уставном капитале (см. рис. 8.1). Кроме того, следует отметить, что в условиях повышения уровня рисков, в том числе у государственных белорусских банков в связи с осуществлением кредитования государственных программ, вкладчики стали перемещать средства в подконтрольные российскому капиталу банки<sup>8</sup>.

Российский кризис, начавшийся в 2014 г., нанес удар по белорусскому банковскому сектору, вызвав спад в белорусской экономике и обесценение национальной валюты. Как следствие сократился спрос на кредиты и ухудшилось их качество<sup>9</sup>. В отличие от предыдущего кризиса возможности материнских российских банков по поддержке своих дочерних банков в Беларуси оказались ограничены из-за проблем в национальной экономике и введенных в отношении многих из них экономических санкций со стороны развитых стран. Тем не менее, российские банки даже несколько усилили свои позиции в банковском секторе Беларуси на фоне сокращения возможностей государственной поддержки для коммерческих банков с национальным государственным капиталом.

Таким образом, мы видим, что российские банки заняли устойчивые и значимые позиции на рынке банковских услуг Беларуси и оказывали поддержку своим дочерним организациям в сложных условиях. Они демонстрируют достаточно высокие показатели прибыльности, что позволяет рассчитывать на дальнейшее усиление их роли в банковском секторе страны, особенно в случае, если государство начнет сокращать долю своего присутствия в нем.

- 
8. Обзор банковского сектора в странах ВЕ и СНГ. М.: Центр макроэкономических исследований, Сбербанк, 2012. С. 43–44.
  9. CEE Banking Sector Report. June 2016. Raiffeisen Research, 2016. P. 54.

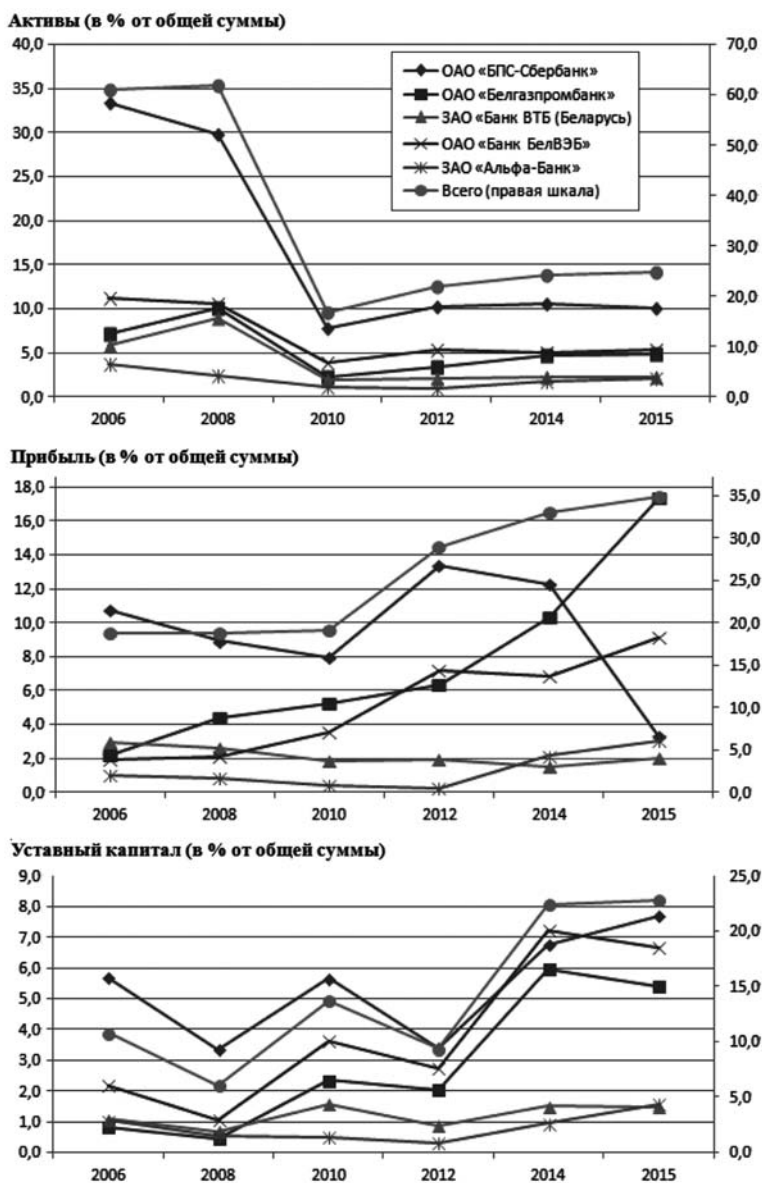


Рис. 8.1. Роль российских кредитных организаций в банковской системе Беларуси

Источник: Никитина С.А. Российские банки в банковской системе Беларуси // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2016. №6. С. 26.

## Взаимодействие на фондовом рынке

Различия в степени развития рынков ценных бумаг двух стран проявляются более существенно, чем в случае банковских систем: уровень развития фондового рынка Беларуси значительно уступает российскому (см. табл. 8.2).

Таблица 8.2. Основные показатели развития рынков ценных бумаг России и Беларуси (в % от ВВП)

Показатели	2011	2012	2013	2014
<i>Капитализация рынка акций</i>				
Московская биржа	38,0	38,1	34,8	20,1
БВФБ	1,8	0,6	5,1	0,8
<i>Объем торгов акциями</i>				
Московская биржа	83,47	17,16	11,96	12,97
БВФБ	0,08	0,14	0,08	0,06
<i>Объем торгов облигациями</i>				
Московская биржа	–	–	9,34	6,04
БВФБ	–	–	2,74	3,15

Источник: Бюллетень биржевой статистики. Международная ассоциация бирж стран СНГ. М., 2011–2014 гг. <http://mab.micex.ru/papers>. Данные по ВВП в долларах США взяты из World Economic Outlook Database. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/index.aspx>.

Примечание: БВФБ – Белорусская валютно-фондовая биржа.

Особенно заметно отставание Беларуси по уровню развития рынка акций, которое обусловлено спецификой экономической модели и структуры собственности в республике. По показателям развития рынка облигаций разрыв между двумя странами уже не столь значителен. Следует отметить, что Беларусь предпринимала специальные шаги по развитию рынка корпоративных облигаций: так, с 2008 г. действуют льготы по налогообложению получаемых от них доходов. Срок действия этого режима истек, но он был продлен указом Президента страны на 2016–2017 гг.<sup>10</sup>.

10. <http://sputnik.by/economy/20160229/1020493630.html>.

Учитывая специфику финансовой системы Беларуси основными игроками на рынке ценных бумаг являются банки<sup>11</sup>. Это предопределяет и специфику взаимодействия на данном рынке двух стран. Российские профессиональные участники рынка ценных бумаг практически не представлены в Беларуси, при этом дочерние организации российских банков, используя имеющийся опыт материнских институтов, осуществляют свою деятельность на белорусском фондовом рынке.

Так, банки с российским капиталом достаточно активно привлекают средства путем размещения облигаций, главным образом, в иностранной валюте (долл. США и евро), что неудивительно в условиях действия санкций, однако объемы этих размещений относительно невелики (особенно с точки зрения материнских банков). По состоянию на ноябрь 2016 г. у БПС-Сбербанка находились в обращении выпуски облигаций объемом 92 млн долл. США, 58 млн евро, 1 млрд российских рублей и 25 млн белорусских рублей, у Белгазпромбанка — 70 млн долл. США и 23 млн евро, Альфа-банка (Беларусь) — 32 млн долл. США, 10 млн евро, 350 млн российских руб. и 20 млн белорусских руб., ВТБ (Беларусь) — 20 млн долл., 20 млн евро, 15 млн белорусских руб., Белвнешэкономбанка — 30 млн белорусских руб. При этом банки с российским капиталом, помимо того, что выступают организаторами торгов по собственным облигациям, проводят размещение облигаций и других белорусских эмитентов, хотя и в незначительных объемах. Так, например, Белвнешэкономбанк выступил организатором по размещению облигаций Цептер банка на общую сумму 6 млн долл., 2 млн евро и 18 млн белорусских руб., Туровского молочного комбината на 5 млн долл., РедМоторс на 4 млн евро и ряда других; Альфа-банк (Беларусь) и ВТБ (Беларусь) — тех же выпусков облигаций Цептер банка; БПС-

---

11. По оценкам, в 2013 г. на банки приходилось около 90% сделок с профессиональными участниками на рынке ценных бумаг. См.: Раков А., Куропатенков В. Рынок корпоративных ценных бумаг и перспективы его развития в Беларуси // Банкаўскі веснік (Беларусь). 2014. №9. С. 53–54.

Сбербанк – Паритетбанка на сумму 5 млн долл. и ТВК на сумму 2,5 млн белорусских руб.; Белгазпромбанк – Белагро на сумму 100 млн российских руб.<sup>12</sup>.

Отдельно следует привести пример достаточно масштабного привлечения средств белорусским государством на российском рынке через выпуск и размещение облигаций. В декабре 2010 г. на российском рынке были размещены белорусские государственные облигации на сумму 7 млрд российских руб., организаторами выпуска выступили Сбербанк, Газпромбанк и Альфа-банк.

Таким образом, можно констатировать, что банки с российским капиталом достаточно активно привлекают средства на рынке долговых обязательств, но при этом их деятельность как организаторов торгов для ценных бумаг белорусских эмитентов еще весьма ограничена.

В качестве участников торгов на фондовом рынке Белорусской валютно-фондовой биржи (БВФБ) российские банки также не проявляют активности, соответствующей своим позициям в рамках банковской системы страны (см. табл. 8.3). При этом следует отметить, что в целом с 2013 г. позиции российских банков как участников фондового рынка Беларуси ухудшаются, лишь у Белгазпромбанка в 2015–2016 гг. они стали соответствовать его месту в банковской системе страны<sup>13</sup>. Таким образом можно говорить о том, что стратегия развития российских банков в Беларуси, по крайней мере, пока, не подразумевает их активного участия на рынке ценных бумаг страны, в отличие от Украины, где в период с 2005 по 2012 гг. инвестиционные компании и инвестиционные подразделения банков из России были весьма активны в данном сегменте финансового сектора<sup>14</sup>.

---

12. По данным CBonds.ru.

13. Здесь необходимо принимать во внимание, что в рейтинге участников торгов БВФБ учитываются такие крупные игроки как Национальный банк Республики Беларусь, Министерство финансов, Банк развития. Но и с их учетом позиции российских банков все равно выглядят относительно слабыми.

14. См., например: Головнин М.Ю. Взаимосвязь фондовых рынков России и Украины: новые тенденции // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2013. №3.

Таблица 8.2. Места банков с российским капиталом среди участников торгов на фондовом рынке БВФБ (по объему торгов) и по объему активов в банковской системе Беларуси

Банки	2013	2014	2015	9 мес. 2016	По объему активов (на 01.01.2016)
БПС-Сбербанк	6	8	11	17	3
БелВЭБ	12	14	–	14	4
Белгазпромбанк	16	10	7	7	6
ВТБ (Беларусь)	15	12	–	–	8
Альфа-банк (Беларусь)	13	–	17	15	9

*Источник:* рейтинги участников торгов Белорусской валютно-фондовой биржи <http://www.bcse.by/ru/ratingparticipants/participants>.

*Примечание:* отсутствие информации означает, что банк не попал в первую двадцатку лидеров по объему торгов.

Во многом отсутствие значительного интереса российских банков к белорусскому рынку ценных бумаг объясняется его пока еще относительно низким уровнем развития и высокой степенью зарегулированности. Однако следует иметь в виду, что у этого рынка сохраняется значительный потенциал роста, и перспективы более раннего выхода на него создадут возможности последующего получения конкурентных преимуществ.

### **Перспективы финансового взаимодействия двух стран**

Россия и Беларусь являются одними из наиболее активных участниц интеграционных процессов на постсоветском пространстве, играя на разных этапах значимую роль в таких объединениях, как Содружество Независимых Государств, Евразийское экономическое сообщество и в сформированном двумя странами Союзом государств России и Беларуси. Однако в указанных проектах проблемам финансовой интеграции уделялось ограниченное внимание.

В настоящее время интеграционные процессы развиваются главным образом в рамках Евразийского экономи-

ческого союза (ЕАЭС), который начал свою работу с 2015 г. как продолжение Таможенного союза России, Беларуси и Казахстана. Логика развития данного объединения значительно усиливает роль финансового взаимодействия, которое является одним из основных направлений по пути движения к общему рынку интегрирующихся стран при одновременной необходимости проведения ими согласованной политики регулирования финансовой системы. Конечной целью финансовой интеграции в ЕАЭС заявлено построение общего финансового рынка. Оно потребует, с одной стороны, снятия барьеров для размещения финансовых инструментов и выхода инвесторов на различные рынки стран объединения, а с другой – разработки, в силу общей нестабильности финансовых рынков, общих принципов и направлений регулирования национальных финансовых систем. Общая логика интеграции выглядит следующим образом: сначала гармонизируются национальные законодательства и снимаются барьеры на пути взаимного участия на финансовых рынках, затем разрабатывается общая нормативная база и механизмы регулирования и, наконец, создается единый регулирующий орган<sup>15</sup>. Однако при этом крайне важно, чтобы интегрирующиеся системы строились по схожим принципам. В этом смысле страны ЕАЭС близки друг другу тем, что во всех из них преобладает финансовая система, основанная на банках. Вместе с тем основные институциональные характеристики этих систем различаются в отдельных случаях весьма значительно. Так, например, в России и Беларуси в банковских системах значительную роль играет государственный капитал, тогда как в Армении преобладает иностранный, а в Казахстане – национальный. В Беларуси продолжается практика директивного кредитования (хотя она постепенно сокращается). Эти институциональные характеристики также меняются со временем.

---

15. Финансовая политика в рамках евразийской интеграции / Под ред. Б.В. Хулхачиева. М.: Евразийская экономическая комиссия, 2015. С. 14–15. [http://www.eurasiancommission.org/ru/Documents/EEC\\_finpolit\\_150629\\_2.pdf](http://www.eurasiancommission.org/ru/Documents/EEC_finpolit_150629_2.pdf).



Каждая страна выстраивает свои собственные целевые ориентиры по формированию модели финансовой системы на перспективу. В настоящее время действуют программы развития национальных банковских систем и рынков ценных бумаг, которые принимались независимо и не учитывали интеграционных перспектив<sup>16</sup>. Тем не менее, в «Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов» говорится о том, что Центральный банк России (как мегарегулятор) «будет участвовать в разработке и согласовании государствами—членами ЕАЭС планов гармонизации национальных законодательств в финансовой сфере, поэтапном взаимном устранении барьеров и ограничений по доступу на рынок, предусмотренных перечнями специфических обязательств, прилагаемыми к Договору о ЕАЭС», а также участвовать в информационном обмене с регуляторами других стран ЕАЭС<sup>17</sup>.

Что касается непосредственно взаимодействия России и Беларуси, то, на наш взгляд, основными направлениями его развития могут стать:

1) постепенное усиление присутствия российских банков на рынке Беларуси. По мере выхода российской экономики из кризиса и снятия (или ослабления) санкций возможности для внешней экспансии российских банков усилятся;

2) повышение роли в развитии рынка ценных бумаг страны уже вышедших на белорусский рынок российских банков. Однако перспективы подобного взаимодействия зависят от мер, которые будут предпринимать власти Беларуси в части развития национального фондового рынка. Наиболее перспективным сегментом здесь, на наш взгляд, являются рынки государственных и корпоративных облигаций. В более отдаленной перспективе (в зависимости от глубины кризиса

---

16. Интервью Министра по экономике и финансовой политике ЕЭК Тимура Сулейменова журналу LS: «Пока рано говорить о создании наднационального регулятора – министр ЕЭК». 2015. 20 апреля. <http://www.eurasiancommission.org/ru/nae/news/Pages/21-04-2015-1.aspx>.

17. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2016. С. 51.

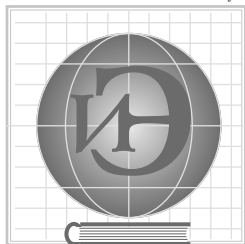
этот срок может и сократиться) проведение приватизации в Беларуси может дать стимул для развития рынка акций, однако реализация этой возможности будет зависеть от ее метода;

3) способствование российских банков выходу ценных бумаг белорусских эмитентов на рынки стран ЕАЭС, прежде всего, на российский рынок, который является наиболее глубоким и ликвидным;

4) выработка согласованной модели регулирования финансовых систем двух стран. В данный момент в них существуют различные его модели. Если в России Центральный банк выполняет функции мегарегулятора, то в Беларуси регулирующие функции разделены между Национальным банком, который отвечает за банковскую систему, и Министерством финансов, который несет ответственность за регулирование рынка ценных бумаг. Наиболее вероятным сценарием нам представляется выстраивание в Беларуси (и других странах ЕАЭС) модели мегарегулятора на национальном уровне.

Особое значение, с нашей точки зрения, имеет выстраивание механизмов совместной защиты национальных финансовых рынков стран ЕАЭС от внешних шоков. В отличие от России Беларусь до сих пор применяет ограничения на трансграничное движение капитала, тем самым, с одной стороны, создавая барьеры для свободного перемещения капиталов внутри ЕАЭС, а с другой – формируя защитные механизмы от внешних шоков. На наш взгляд, целесообразно разработать совместную систему подобной защиты для стран ЕАЭС, сохраняя свободу движения капиталов внутри объединения. Она может принимать форму либо отдельных ограничений на трансграничные операции с капиталом (особенно в кризисных ситуациях), либо системы согласованных мер макропруденциальной политики.

Российская академия наук



Институт экономики

Редакционно-издательский отдел:

Тел.: +7 (499) 129 0472

e-mail: [print@inecon.ru](mailto:print@inecon.ru)

[www.inecon.ru](http://www.inecon.ru)

**Денежно-кредитные системы  
России и Беларуси  
в условиях глобальной финансовой  
нестабильности**

*Научное издание*

Дизайн серии – Валериус В.Е., Ахмеджанова В.А.

Редактор – Ерзнкян М.Д.

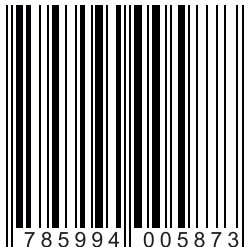
Компьютерная верстка – Гришина М.Ф.

Подписано в печать 27.12.2016.

Заказ № 47. Тираж 300 экз. Объем 8,5 уч.-изд. л.

Отпечатано в ИЭРАН

ISBN 978-5-9940-0587-3



9 785994 005873