

Toynbee, A. J. A Study of History: Civilizations in Time and Space / Trans. from English K. Ya. Kozhurin. – М. : AST, 2009. – 863 p.

22. Фукуяма, Ф. Конец истории и последний человек / пер. с англ. – М. : АСТ, 2007. – 588 с.

Fukuyama, F. The End of History and the Last Man / Trans. from English. – М. : AST, 2007. – 588 p.

23. Хакен, Г. Синергетика. Иерархия неустойчивости в самоорганизующихся системах и устройствах / пер. с англ. – М. : Мир, 1985. – 424 с.

Haken, H. Synergetics. Hierarchy of Instabilities in Self-Organizing Systems and Devices / Trans. from English. – М. : Mir, 1985. – 424 p.

Статья поступила в редакцию 21.11.2025.

УДК 336.7(476)

A. Rumiantseva
BSEU (Minsk)

TAKING INTO ACCOUNT BEHAVIORAL ASPECTS IN THE MONETARY POLICY OF THE REPUBLIC OF BELARUS

This article demonstrates the importance of considering the behavioral activity of market participants, a key property of the monetary system, in monetary policy. This is a significant factor influencing the effectiveness of a country's monetary policy and the stability of national currencies. Market participants' financial behavior is determined by their established level of trust in both macroeconomic regulation and monetary policy. Assessing the level of trust at the macroeconomic level is impossible simply by analyzing the individual financial strategies of market participants, as this would ignore their interactions and mutual influence. This mutual influence gives rise to the phenomenon of behavioral activity, an integral property of the monetary system.

Keywords: monetary policy, behavioral activity of economic agents, trust in money, central bank, financial behavior, communication policy.

О. И. Румянцева
БГЭУ (Минск)

УЧЕТ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ АСПЕКТОВ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

В статье показана важность учета в денежно-кредитной политике такого важнейшего свойства денежной системы как поведенческая активность ее участников. Это значимый фактор, влияющий на эффективность денежно-кредитной политики страны, устойчивость национальных денег. Финансовое поведение участников рынка обусловлено сложившимся уровнем их доверия как к макроэкономическому регулированию, так и проводимой денежно-кредитной политике. Для оценки уровня доверия на макроэкономическом уровне нельзя просто проанализировать индивидуальные финансовые стратегии участников рынка, так как тогда за пределами анализа останется взаимодействие, взаимовлияние их друг на друга. В результате этого взаимовлияния и возникает такой феномен, такое неотъемлемое свойство денежной системы как поведенческая активность ее участников.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, поведенческая активность экономических агентов, доверие к деньгам, центральный банк, финансовое поведение, коммуникационная политика.

Поведенческая активность участников денежной системы, являясь в чистом виде конъюнктурным фактором, неизбежно будет влиять на фундаментальные макроэкономические условия, так как их в конечном итоге формируют участники системы своим поведением, базирующемся на том или ином уровне доверия к монетарному регулятору. Несовершенство понимания ситуации ее участниками, ошибки восприятия ими действительности, ведут к неадекватным поведенческим стратегиям, росту неопределенности на рынке, его неравновесности, отклонению текущих оценок и действий от фундаментального тренда.

Как представляется, в современных условиях поведенческая активность денежной системы является важным фактором формирования спроса на национальные деньги. Иными словами, экономические агенты, их доверие к монетарному регулятору и национальной валюте, определяют, в конечном итоге, эффективность денежно-кредитной политики. Особенно это касается тех монетарных процессов, на ход которых оказывают существенное влияние ожидания и представления участников о происходящих событиях.

Особо подчеркнем, что, учитывая поведенческую специфику человека (а именно, феномен «неприятия потерь», когда боль от потерь для нас более значима, чем предполагаемый выигрыш)⁶⁰, боязнь потери денег особенно опасна в ситуации общей нестабильности денежного рынка и снижения доверия к национальной валюте.

Учет фактора доверия экономических агентов к политике денежных властей и соответствующего ему финансового поведения в денежно-кредитной политике требуют, как представляется, решения важнейшей проблемы бессубъектности, когда отношения между монетарным регулятором и участниками денежного рынка описываются стандартной схемой «субъект – объект». При таком подходе регулятор опирается на объективные процессы, классические экономические парадигмы, экономическую рациональность. В то же время за пределами внимания монетарного регулятора остается человек со своей субъективной реальностью – иррациональными ожиданиями, несовершенными представлениями, непредсказуемым поведением. В результате не учитывается такой важнейший фактор коммуникации как информация: управление финансовым поведением людей через информационное воздействие, через средства массовой информации.

Бесспорно, в любой сфере присутствуют стандартные коммуникации, характерные для того или иного типа отношений (денежных, кредитных, финансовых и пр.). Однако неизбежная их актуализация на уровне «здесь и сейчас» делает эти коммуникации не только уникальными, но и крайне подвижными, неустойчивыми, подверженными специфике момента времени, в рамках которого они реализуются. *Это принципиальным образом ограничивает использование каких-либо стандартных правил воздействия, так как целесообразно говорить лишь об общих подходах, которые должны корректироваться с учетом каждой конкретной ситуации.*

В этой связи, учитывая важность учета поведенческой активности денежной системы, денежно-кредитные отношения как взаимодействие «управляющий субъект (центральный банк) – управляемый субъект (участники денежной системы)» приобретают качественно иные характеристики.

Прежде всего, это касается *нелинейности* отмеченного выше взаимодействия: *управляющий субъект не может быть полностью уверен в ожидаемом результате.* Реакция управляемого субъекта будет определяться не только объективными условиями, но и бесконечным множеством иных факторов (которые влияют на наше настроение и поведение), их синергетическим эффектом. В этой связи *важно допускать возможность отклонения* от направления (сценария), которое изначально было задано центральным банком. Именно поэтому так важно формирование и доведение до участников денежной системы различных сценариев развития денежной системы и стратегии денежно-кредитной политики. Как представляется, определение «благоприятного», «базового» и «негативного» сценариев позволит «канализировать» как индивидуальные финансовые стратегии участников денежной системы, так и в целом ее поведенческую активность, повышая уровень доверия к национальной валюте.

Еще раз подчеркнем, что ситуация на денежном рынке определяется не только многообразием индивидуальных и корпоративных финансовых стратегий экономических агентов на рынке, но и тем или иным «набором» их ожиданий в отношении динамики спроса и предложения денег, которая в значительной мере и обусловлена этим «набором». Понятно, что на поведение участников можно целенаправленно повлиять, что изменит ситуацию на рынке. В этой связи важнейшей задачей монетарной политики является формирование механизмов, поддерживающих позитивную направленность поведенческой активности

⁶⁰ См. Теория перспектив Канемана и Тверски (прим. автора).

экономических агентов. Для этого необходим непрерывный процесс управления изменениями последней, на каждом этапе которого центральный банк должен формировать позитивный поведенческий потенциал путем воздействия в первую очередь на поведение субъекта, на его видение ситуации, на процесс принятия решений.

Как можно оценить динамику поведенческой активности участников денежного рынка? Можно отметить разнонаправленность складывающихся здесь тенденций. Так, одним из важнейших показателей, который отражает позитивную или негативную направленность поведенческой активности участников денежного рынка, выступает доля наличных денег в обороте (М0) в структуре широкой денежной массы. Здесь мы видим значительное ухудшение ситуации: значимый рост доли М0 в структуре широкой денежной массы.

Так, если на 01.01.2020 данный показатель был равен 7,6 %, то в 2025 году (на 01.01.2025) он уже превысил 13 %. Причем отмеченный тренд в текущем году не поменял своей негативной направленности: на 01.10.2025 данный параметр составил уже 14,3 %. *Для сравнения: на 01.01.2015 года этот показатель не превышал 6 %.* [1]

Недостаток доверия к национальным деньгам со стороны экономических агентов отражается также в негативной динамике показателей активной составляющей в структуре широкой денежной массы (Активная ШДМ). Так, если на 01.01.2020 года данный показатель был равен 36,5 %, то уже в 2025 году он достиг величины в 52,9 %. *Для сравнения: данный показатель на 01.01.2015 года составлял 27,2%.* [2].

В результате отмеченных выше негативных тенденций монетизация экономики по рублевой денежной массе за 2024 г. остается невысокой (21,6 %). В то же время, по широкой денежной массе этот показатель равен соответственно 35,7 % [3]. Отметим, что разрыв между этими двумя показателями, который составляет более 14 п.п., характеризует сохраняющийся достаточно высокий валютный риск отечественной банковской системы. В 2025 году (8 месяцев) ситуация, в целом, остается прежней. Монетизация за этот период по широкой денежной массе возросла до 51 %, однако по рублевой денежной массе составила 31 %. [4] При общей позитивной тенденции, тем не менее, разрыв между этими двумя показателями увеличился и составил уже 20 п.п.

Напомним, что степень монетизации экономики (соотношение денежной массы и ВВП) отражает соответствие номинальной денежной массы потребностям национальной экономики. По-сути, этот показатель показывает возможность реализации ВВП в текущих ценах с использованием официальных денег. Кроме того, монетизация экономики по М2*, как известно, отражает спрос на национальные деньги, то есть является интегральным показателем доверия к денежной системе и денежно-кредитной политике.

Как известно, значения коэффициента монетизации индивидуальны не только для каждой страны, но и для конкретного периода развития. Однако характер динамики данного показателя, а также факторы изменения его уровня могут косвенно отражать как позитивные, так и негативные тенденции развития всей национальной экономики.

Соответственно, рост монетизации экономики за счет опережающего увеличения относительно пассивной части денежной массы в национальной валюте («длинные» депозиты субъектов хозяйствования в национальных деньгах) при неизменных или снижающихся депозитных ставках свидетельствует о росте доверия со стороны экономических агентов к действиям монетарного регулятора и национальной денежной системе, росте реального спроса на деньги. Если же рост монетизации экономики по агрегату М2* происходит в условиях растущих процентных ставок по депозитам банков, то целесообразно говорить не о росте спроса на национальные деньги, а увеличении их предложения со стороны банковской системы и активизации у населения на этой основе спекулятивного мотива обладания деньгами.

В этой связи, отметим данную положительную тенденцию (рост монетизации экономики в условиях или снижающихся, или неизменных процентных ставок) в поведении экономических агентов Республики Беларусь. Так, рост монетизации по рублевой денежной массе (с 14,3 % (2021г.) до 31 % (01.08.2025) произошел на фоне снизившихся ставок по депозитам, как для юридических, так и для физических лиц (для юридических лиц –

с 7,09 % в ноябре 2021 г. до 6,31 % в августе 2025 г.; для физических лиц – с 15,77 % в ноябре 2021 г. до 12,36 % в августе 2025 г.) [5].

Данная тенденция крайне важна, так как в этом случае именно поведение экономических агентов (т. е. запрос реального сектора) определяет, в конечном итоге, количественные и качественные параметры денежной массы: *первоначальный импульс на создание денежной массы идет от экономики к банкам*. Результатом является рост денежной массы на неинфляционной (низко инфляционной) основе за счет увеличения депозитов на срок свыше года. Последнее, как видно, возможно только при сохранении доверия к банкам со стороны населения.

Напротив, чаще всего для транзитивной экономики, характеризующейся неопределенностью и разбалансированностью финансового рынка, высокой инфляцией, характерен вынужденный рост депозитных ставок по инструментам сбережений в национальной валюте, задаваемый банковской системой. В этом случае первоначальный импульс задает банковская система, определяя количественные и качественные параметры предложения денег. В этом случае, в условиях низкого уровня доверия к национальным деньгам, именно предложение денег будет определять соответствующие изменения в структуре их спроса. Иными словами, не реальная экономика, а финансовый сектор (в частности, финансовые посредники – банки) будет задавать параметры по объему и структуре денежной массы.

Какие могут быть последствия данного перекоса для денежного обращения?

По причине того, что ведущую роль в формировании денежной массы играют банки, а не реальная экономика, нарушается принцип эластичности денежной эмиссии, эластичности денежной массы. Под эластичностью денежной массы будем понимать ее способность расширяться или сжиматься в зависимости от потребности экономики в деньгах, не допуская как их избытка, так и недостатка, соответственно. В свою очередь, понятно, что именно *степень эластичности денежной массы будет при прочих равных определять соответствующую степень устойчивости денежной системы страны*.

Эластичность современной денежной системы практически совершенна на этапе эмиссии современных фидуциарных денег. Сегодня она, по-сути, ничем не ограничена, кроме установления центральным банком тех или иных монетарных ориентиров. В этой связи говорят об абсолютной ликвидности центрального банка на рынке национальной валюты. Но «сжатие» денежной массы, особенно в условия переходной экономики, напротив, обладает нулевой эластичностью: для уменьшения денежной массы в обращении практически всегда требуется рестрикционная политика центрального банка. Эта специфика современного эмиссионного механизма определяет *значимость роли монетарного регулятора и реализуемой им денежно-кредитной политики* в обеспечении устойчивости национальной денежной системы.

Тот факт, что импульс для роста денежной массы исходит от банков, а не от реальной экономики, определенным образом искажает и кредитную составляющую монетизации, в основе роста которой лежит кредитно-депозитная эмиссия⁶¹.

Понятно, что рост монетизации экономики свидетельствует не только об опережающем росте объема депозитов, но и о соответствующем увеличении активов банковской системы: увеличение денежной массы предполагает соответствующий прирост активных операций. Последнее может происходить как за счет роста кредитования экономики, так и за счет проведения других активных операций. Подчеркнем, что развитие кредитования – это базовая функция банков как финансовых посредников. Но здесь необходимо помнить о существовании пределов платежеспособного спроса экономики на кредит, наличии так называемых границ кредитования на микро- и макроуровнях. На микроуровне граница кредитования определяется «кредитной мощностью» отдельного банка в соотношении с платежеспособностью его клиентов, что ограничивается нормативами безопасного функционирования банка, установленными центральным банком. На макроуровне уже говорят о «кредитной активности» банковской системы в сопоставлении

⁶¹ Напомним, что рост денежной массы осуществляется в процессе кредитно-депозитной эмиссии (прим. автора).

с платежеспособностью и конкурентоспособностью экономики в целом. Здесь ограничителем платежеспособного спроса на кредит будут являться не только количественные и качественные параметры ресурсной базы банковской системы. Важным показателем является конкурентоспособность национальных производителей, что напрямую отражается на состоянии платежного баланса страны.

Понятно, что микрограницы кредита тесно взаимосвязаны с макроуровнем. Тем не менее, именно на макроуровне платежеспособность экономических агентов трансформируется в общий уровень конкурентоспособности экономики в целом. В результате, состояние платежного баланса, как представляется, служит своеобразным ограничителем кредитной активности банков, определенной макрограницей кредитования в стране. В противном случае, в условиях роста импортоемкости ВВП⁶² разнонаправленность динамики банковского кредитования и состояния платежного (и прежде всего, торгового) баланса сформирует своего рода «порочный круг» (рис. 1):

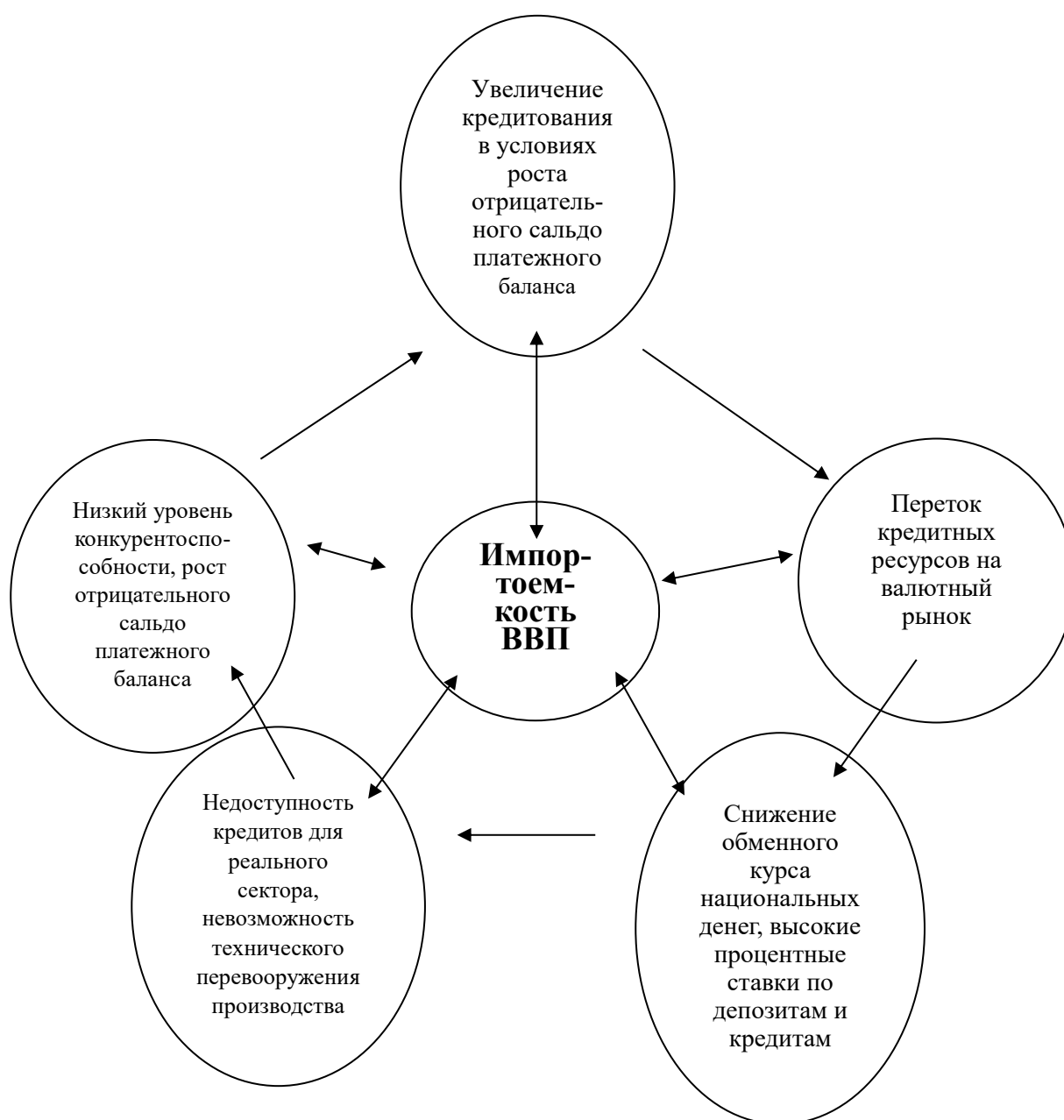


Рисунок 1 – «Порочный круг» роста импортоемкости ВВП в малой открытой экономике
Примечание: составлено автором.

⁶² В Республике Беларусь импортоемкость ВВП за последние 5 лет увеличилась с 56,9 процентов в 2020 году до 66,7 в 2024 году.

Как видно из рисунка 1, рост банковского кредитования при ухудшении состояния платежного баланса объективно перенаправит кредитные потоки на валютный рынок. Последнее, в свою очередь, активизирует девальвационные и инфляционные ожидания экономических агентов, инфляцию и давление на обменный курс национальных денег. В результате негативная поведенческая активность (в том числе, домашних хозяйств), регулируемая в неравновесном состоянии положительной обратной связью (то есть, самоусилением, самоподстегивающимся ростом), вызовет неизбежный дисбаланс валютного рынка с передачей импульса на экономику в целом. В этих условиях отрицательное сальдо платежного баланса продолжит расти. Иными словами, состояние платежного баланса и динамика импортоспособности ВВП существенным образом отражают реальное соотношение спроса экономических агентов страны на иностранную валюту и национальные деньги.

В результате, можно сделать следующие выводы:

1. Рост монетизации экономики по агрегату $M2^*$ только при неизменных или снижающихся ставках отражает рост спроса на национальные деньги. В противном случае целесообразно говорить не о росте спроса на деньги на основе доверия, а лишь о росте денежного предложения путем задействования спекулятивного мотива обладания национальными деньгами (увеличения процентных ставок по депозитам). Цель такой политики на макроуровне понятна – это отток денег с валютного сегмента финансового рынка страны. Однако к негативным последствиям подобной депозитной политики можно отнести формирование линейки процентных ставок без учета возможностей реального сектора экономики (рентабельности национальных производителей). Зачастую это приводит к поддержанию «запретительного» уровня процентных ставок на внутреннем кредитном рынке. В результате этого «перекаса» нарушается баланс общественной и собственной эффективности функционирования банков, когда поиск последними источников получения прибыли «уводит» денежные потоки из реальной экономики в сегмент спекулятивных сделок. В результате, свободные денежные ресурсы, собранные у экономических агентов (субъектов хозяйствования, домашних хозяйств), не работают на развитие экономики.

2. Для страны с малой открытой экономикой динамика и структура кредитования экономических агентов должна согласовываться с состоянием платежного баланса. В противном случае в условиях роста отрицательного сальдо платежного баланса (что само по себе свидетельствует о высоком уровне спроса на иностранную валюту), увеличение внутреннего кредитования без учета направления кредитных потоков⁶³ неизбежно перенаправит кредитные потоки на валютный рынок. Последнее рано или поздно приведет к необходимости его корректировки путем девальвации и (или) повышения процентных ставок по инструментам сбережения в национальной валюте (для цели роста привлекательности таких инструментов). Кредиты, соответственно, будут недоступными для технического перевооружения предприятий реального сектора и повышения конкурентоспособности национальных товаров.

Как в такой противоречивой ситуации контролировать поведенческую активность экономических агентов? Каким образом повысить доверие к национальной денежной системе, чтобы реальная экономика, то есть субъекты хозяйствования и домашние хозяйства формировали положительные тенденции в отношении не только объема, но и структуры денежной массы?

Совершенствование денежно-кредитной политики в отмеченном выше направлении требует формирования у экономических агентов позитивных ожиданий в отношении национальных денег. Только в этом случае мы сможем повысить степень их эластичности, напрямую определяющей устойчивость денежной системы в условиях фидуциарных денег. Как представляется, широко рекламируемая, понятная и доступная коммуникационная политика способствует созданию положительной репутации о Национальном банке, что крайне необходимо для эффективной реализации денежно-кредитной политики. Позитивная репутация нарабатывается годами, тогда как «сюрпризы» от монетарного регулятора приводят к практически мгновенной потере доверия к нему.

⁶³ В таких условиях важно, чтобы кредитование сопровождалось снижением импортоспособности ВВП (прим. автора).

Для достижения целей денежно-кредитной политики недостаточно их донесения до общественности через СМИ. Принципиально важно доверие экономических агентов к выбранным целям, так как неверно понятые или невыполненные монетарным регулятором цели, тем не менее, будут формировать ожидания участников рынка, служить основой для широкого спектра взглядов, мнений и оценок, и влиять на решения и поведение экономических агентов в будущем. В этой связи, проведение эффективной коммуникационной политики требует безусловности целей денежно-кредитной политики, ответственности монетарного регулятора в их достижении, а также доведения до экономических агентов прогнозов динамики важнейших монетарных показателей: ожидаемой динамики обменного курса, инфляции и пр.

Список использованных источников:

1. Статистический бюллетень № 1 (307) 2025. [Электронный ресурс]. – URL: https://www.nbrb.by/publications/bulletin/stat_bulletin_2025_01.pdf. (дата обращения: 26.08.2025).

Statistical Bulletin No. 1 (307) 2025. [Electronic resource]. – URL: https://www.nbrb.by/publications/bulletin/stat_bulletin_2025_01.pdf. (Accessed on August 26, 2025).

2. Статистический бюллетень № 8 (314) 2025. [Электронный ресурс]. – URL: https://www.nbrb.by/publications/bulletin/stat_bulletin_2025_08.pdf. (дата обращения: 16.09.2025).

Statistical Bulletin No. 8 (314) 2025. [Electronic resource]. – URL: https://www.nbrb.by/publications/bulletin/stat_bulletin_2025_08.pdf. (Accessed on September 16, 2025).

3. Основные тенденции в экономике и денежно-кредитной сфере Республики Беларусь. Аналитическое обозрение 2021 г. Стр. 32. [Электронный ресурс]. – URL: [/https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2021_12_ot.pdf](https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2021_12_ot.pdf). (дата обращения: 16.09.2025).

Main Trends in the Economy and Monetary Sphere of the Republic of Belarus. Analytical Review 2021. Page 32. [Electronic resource]. – URL: [/https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2021_12_ot.pdf](https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2021_12_ot.pdf). (date of access 09/16/2025).

4. Основные тенденции в экономике и денежно-кредитной сфере Республики Беларусь. Аналитическое обозрение за январь-август 2025 г. Стр. 25. [Электронный ресурс]. – URL: [/https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2025_08_ot.pdf](https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2025_08_ot.pdf). (дата обращения 16.09.2025).

Main trends in the economy and monetary sphere of the Republic of Belarus. Analytical review for January-August 2025. Page 25. [Electronic resource]. – URL: [/https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2025_08_ot.pdf](https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2025_08_ot.pdf). (date of access 09/16/2025).

5. Основные тенденции в экономике и денежно-кредитной сфере Республики Беларусь. Аналитическое обозрение 2021 г. Стр. 32. [Электронный ресурс]. – URL: [/https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2021_12_ot.pdf](https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2021_12_ot.pdf). (дата обращения 16.09.2025); Основные тенденции в экономике и денежно-кредитной сфере Республики Беларусь. Аналитическое обозрение за январь-август 2025 г. Стр. 25. [Электронный ресурс]. – URL: [/https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2025_08_ot.pdf](https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2025_08_ot.pdf). (дата обращения 16.09.2025).

Main trends in the economy and monetary sphere of the Republic of Belarus. Analytical review 2021. Page 32. [Electronic resource]. – URL: [/https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2021_12_ot.pdf](https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2021_12_ot.pdf). (date of access 16.09.2025); Main trends in the economy and monetary sphere of the Republic of Belarus. Analytical review for January-August 2025. Page 25. [Electronic resource]. – URL: [/https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2025_08_ot.pdf](https://www.nbrb.by/publications/ectendencies/rep_2025_08_ot.pdf). (date of access 16.09.2025).

Статья поступила в редакцию 27.11.2025.