

*Baskakova, I. V.* The Concept of Infrastructure: Definition, Classification and Methodology for Empirical Evaluation / I. V. Baskakova, N. S. Malafeev // Bull. of the Ural State Univ. of Economics. — 2017. — № 3 (71). — P. 29–41.

10. *Енин, Ю. И.* Инновационный менеджмент / Ю. И. Енин, Н. А. Подобед. — Минск : БНТУ, 2015. — 98 с.

*Enin, Yu. I.* Innovation Management / Yu. I. Enin, N. A. Podobed. — Minsk : BNTU, 2015. — 98 p.

11. *Трубицына, Т. И.* Инфраструктура как категория экономической теории / Т. И. Трубицына // Изв. Саратов. ун-та. Сер. Экономика. Управление. Право. — 2012. — Вып. 2, т. 12. — С. 3–7.

*Trubitsyna, T. I.* Infrastructure as a category of economic theory / T. I. Trubitsyna // Bull. of the Saratov Univ. Ser. Economy. Control. Right. — 2012. — Iss. 2, vol. 12. — P. 3–7.

12. *Подобед, Н. А.* Транспортно-логистическая инфраструктура Евразийского союза: принципы и факторы эволюционного развития / Н. А. Подобед, Ю. И. Енин // Вест. Нац. акад. наук Беларуси. Сер. гуманитарных наук / гал. ред. А. А. Каваленя. — 2019. — Т. 64, № 2. — С. 235–241.

*Podobed, N. A.* Transport and Logistics Infrastructure of the Eurasian Union: Principles and Factors of Evolutionary Development / N. A. Podobed, Yu. I. Yenin // Proc. of the Nat. Acad. of sciences of Belarus. Humanitarian Ser. / chief ed. A. A. Cavalry. — 2019. — Vol. 64, № 2. — P. 235–241.

13. *Бушуев, В. В.* Транспортно-энергетическая инфраструктура Евразии как основа ее устойчивого развития / В. В. Бушуев // Экономика региона. — 2013. — № 4. — С. 142–150.

*Bushuev, V. V.* Transport and energy infrastructure of Eurasia as the basis of its sustainable development / V. V. Bushuev // Economy of the region. — 2013. — № 4. — P. 142–150.

14. *Енин, Ю. И.* Инновационный менеджмент и маркетинг инноваций / Ю. И. Енин, А. А. Пилюттик, Н. А. Подобед. — Минск : Право и экономика, 2017. — 115 с. — (Серия «Высшее образование»).

*Enin, Yu. I.* Innovation management and marketing of innovations / Yu. I. Enin, A. A. Pilyutik, N. A. Podobed. — Minsk : Law and Economics, 2017. — 115 p. — (Series «Higher Education»).

15. *Подобед, Н. А.* Формирование единой транспортно-логистической инфраструктуры в контексте евразийской интеграции / Н. А. Подобед, Ю. И. Енин // Науч. тр. / Белорус. гос. экон. ун-т. — Минск, 2019. — Вып. 12. — С. 351–359.

*Podobed, N. A.* Formation of a unified transport and logistics infrastructure in the context of Eurasian integration / N. A. Podobed, Yu. I. Enin // Sci. works / Belarus State Econ. Univ. — Minsk, 2019. — Iss. 12. — P. 351–359.

*Статья поступила в редакцию 10.12.2019 г.*

УДК 336 (476)+339.72 (476)

**A. Popkova**

*The Institute of Economics of the NAS of Belarus (Minsk)*

## IMPROVEMENT OF MONETARY POLICY INSTRUMENTS TO STIMULATE BUSINESS ACTIVITY IN THE REPUBLIC OF BELARUS

*The article examines the instruments of monetary policy aimed at stimulating entrepreneurial activity. The analysis of credit rates and the reasons for high inflation expectations of the population in the Republic of Belarus is carried out. Proposals were made to actively use the securitization mechanism to attract resources for small and medium-sized businesses and to create a specialized platform for securitized loans. A new method for determining the calculated value of risk coefficients depending on the quality of securitized assets and the structure of the deal is proposed.*

**Keywords:** *monetary policy; entrepreneurship; loan rates; inflation; inflation expectations; investments; economic growth; securitization.*

**А. С. Попкова**  
кандидат экономических наук, доцент  
Институт экономики НАН Беларуси (Минск)

## СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ДЛЯ СТИМУЛИРОВАНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

*В статье исследуются инструменты денежно-кредитной политики, направленные на стимулирование предпринимательской деятельности. Проведен анализ ставок на кредитном рынке и причин высоких инфляционных ожиданий населения в Республике Беларусь. Сделаны предложения по активному использованию механизма секьюритизации с целью привлечения ресурсов для малого и среднего бизнеса и создания специализированной платформы секьюритизированных кредитов. Предложен новый метод определения расчетного значения коэффициентов риска в зависимости от качества секьюритизируемых активов и структуры сделки.*

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика; предпринимательство; ставки по кредитам; инфляция; инфляционные ожидания; инвестиции; экономический рост; секьюритизация.

Денежно-кредитная политика может оказывать стимулирующее влияние на предпринимательскую активность через ряд каналов. Она формирует условия финансирования в экономике и стоимость кредитных ресурсов с использованием различных механизмов и инструментов, что оказывает непосредственное влияние на цены товаров и активов, обменные курсы, а также на потребление и инвестиции. Ожидание того, что экономическая активность будет усиливаться, может также побудить монетарные власти смягчить кредитную политику, которая в свою очередь будет стимулировать расходы физических и юридических лиц. Хотя инструменты трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики довольно эффективно действуют через финансовую систему, в реальный сектор эти импульсы передаются с временным лагом, обычно зависящим от структурных характеристик национальной экономики.

Одним из основных каналов денежной трансмиссии является процентный. Процентные ставки влияют на экономическую активность, изменяя стимулы для сбережений и инвестиций. Этот канал обычно влияет на потребление, инвестиции в недвижимость и бизнес. Более низкие кредитные ставки могут стимулировать субъектов хозяйствования увеличивать свои заимствования, поскольку выплаты уменьшаются и тем самым поддерживается более высокий спрос на активы. Более низкие кредитные ставки способствуют росту инвестиционных расходов предприятий (на капитальные товары, такие как новое оборудование или здания). Одна из причин этого заключается в том, что приведенная дисконтированная стоимость будущих доходов выше, когда процентные ставки ниже. В случае повышения реальной процентной ставки растет стоимость капитала, что способствует торможению инвестиций, увеличению сбережений и снижению потребления. Снижение внутреннего спроса в свою очередь приводит к снижению давления на цены.

Обычно центральный банк может достаточно эффективно контролировать процентные ставки, поскольку у него есть полномочия управлять ликвидностью на рынке. В Республике Беларусь за последние годы наблюдалось снижение ставки рефинансирования (с 30 % в 2012 г. до 9 % в 2019 г.), наблюдался рост нормативов обязательных резервов по привлеченным средствам иностранной валюте (с 12 до 17 %) и их снижение в национальной валюте (до 4 %). Последние распоряжения связаны с проводимой политикой дедолларизации и стимулирования привлечения вкладов в национальной валюте (табл. 1).

Таблица 1. Основные инструменты денежно-кредитной политики  
Национального банка Республики Беларусь

Показатель	Год							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ставка рефинансирования НБ на конец периода	30	23,5	20	25	18	11	10	9 (20,11)
Ставка рефинансирования НБ средняя за период	34,5	25,6	21,5	24,9	21,2	13,4	10,3	9,91 (январь— сентябрь)
Нормативы обязательных резервов, депонируемых в НБ РБ, по привлеченным средствам юридических лиц в иностранной валюте, %	12	14	13	8	7,5	15	17	17
по привлеченным средствам юридических лиц в белорусских рублях	10	10	9	8	7,5	4	4	4
по привлеченным средствам физических лиц в иностранной валюте	12	14	13	8	7,5	15	17	17
по привлеченным средствам физических лиц в белорусских рублях	0	0	0	8	7,5	4	4	4

И с т о ч н и к: составлено автором на основе данных Национального банка Республики Беларусь.

Ставка рефинансирования является основой для установления процентных ставок по операциям предоставления ликвидности банкам. Тренд понижения ставок наблюдается по постоянно доступным операциям Национального банка. По операциям на открытом рынке ставки не ограничиваются. Длительное время годовые темпы прироста рублевой денежной массы составляют около 22 %. Такая динамика денежного предложения обеспечена при снижении ключевых процентных ставок Национального банка. В ноябре 2019 г. снижены: ставка рефинансирования до 9 % годовых; ставка по постоянно доступным операциям изъятия ликвидности до 8 % годовых; ставка по постоянно доступным операциям предоставления ликвидности до 10 % годовых (табл. 2).

Таблица 2. Ставки по постоянно доступным операциям Национального банка Республики Беларусь, %

Постоянно доступные операции	13.02.2019 г.	14.08.2019 г.	20.11.2019 г.
Кредит овернайт	11,5	10,75	10
Депозиты овернайт	8,5	8,25	8
Ломбардный кредит по фиксированной ставке	11,5	10,75	10
Сделки своп (по национальной валюте)	11,5	10,75	10

И с т о ч н и к: составлено автором на основе данных Национального банка Республики Беларусь.

Снижение ставок по кредиту овернайт и депозиту овернайт обеспечило сужение коридора процентных ставок по инструментам регулирования ликвидности банков и в целом способствовало повышению эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики [1].

С марта 2019 г. введен ограничитель рискованной политики банков при установлении ставок на депозитно-кредитном рынке — расчетная величина стандартного риска. Данный показатель рассчитывается каждый месяц на базе средних ставок шести финансовых инструментов в белорусских рублях по группе системно значимых банков. Эти

ставки являются сигнальными для снижения ставок на кредитном рынке. Однако несмотря на снижение ставок по кредитам, прирост требований банков к юридическим лицам на 1 октября 2019 г. составил всего 4,6 % в годовом выражении. Рублевые требования выросли на 8,5 %, а валютные — на 4,4 % (в долларовом эквиваленте). Для сравнения: годовой прирост кредитов банков физическим лицам в национальной валюте на 1 октября 2019 г. составил 22,8 % (в 2,7 раза больше). И это при том что ставка по кредитам для физических лиц выросла с 9,9 % в декабре 2018 г. до 10,5 % в сентябре 2019 г., т.е. в данный момент банки активно кредитуют население (рост потребительского кредитования — 30,8 %), что вынуждает регулятор вводить соответствующие ограничительные меры.

Между тем объем инвестиций в основной капитал в январе—сентябре 2019 г. составил 19 млрд руб., или 104,3 % в сопоставимых ценах к уровню соответствующего периода прошлого года (в январе—сентябре 2018 г. по сравнению с январем—сентябрем 2017 г. инвестиции выросли на 9,7 %). Таким образом, темпы роста инвестиций сократились практически вдвое по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Проблемным вопросом является уровень кредитования в рамках государственных программ. Следует отметить, что происходит постепенное сжатие данного кредитного канала: удельный вес задолженности по кредитам в рамках госпрограмм по фиксированному курсу сократился с 20,6 % ВВП (по состоянию на 01.01.2015 г.) до 13,6 % ВВП (по состоянию на 01.01.2019 г.). Постепенно растет доля кредитов, выдаваемых на рыночных условиях: с 55,6 % (на начало 2016 г.) до 66,5 % (на начало 2019 г.). С одной стороны, это усиливает степень выравнивания условий кредитования между разными субъектами экономики. С другой стороны, для предприятий государственного сектора, которые были основными бенефициарами льготных ресурсов, это означает сокращение объемов инвестирования.

Очевидно, что в сложившейся ситуации необходимо предложить новые инструменты стимулирования инвестиций в реальный сектор экономики. Для стимулирования предпринимательской деятельности предлагается внедрить в практику секьюритизированные портфели кредитов малому и среднему бизнесу. Секьюритизация предполагает формирование меньшего размера резервов банками, что способствует снижению ставок. Можно также получить деньги на рынке под секьюритизированные однотипные активы, в том числе посредством евробондов. Целесообразно создание специализированной платформы секьюритизированных кредитов.

Влияние денежно-кредитной политики на стимулирование предпринимательской деятельности заключается в поддержании стабильности цен, которую центробанки пытаются достичь путем контроля уровня денежной массы. Эмпирические исследования в мировой экономической литературе показывают, что высокая инфляция в долгосрочной перспективе наносит ущерб благосостоянию фирм и страны в целом. Ключевой вопрос монетарной теории заключается в том, какие изменения в темпах роста денег могут иметь долгосрочные последствия для реальных экономических переменных. Джеймс Тобин в своем исследовании показал, что при простой модели, когда агенты сберегают для будущего потребления только из текущих доходов, вкладывая средства в реальные капитальные активы, увеличение денежной экспансии может привести к более быстрому росту [2].

За последние тридцать лет появилось много теорий о связи между деньгами, инфляцией и ростом, которые усовершенствовали и расширили аналитические подходы Джеймса Тобина. Они также оспаривают его вывод о том, что денежно-кредитная экспансия оказывает положительное продолжительное влияние на экономический рост. Анализ подразумевает существование отрицательной связи между денежной экспансией и инфляцией, с одной стороны, и экономическим ростом — с другой. Мнение о том, что увеличение денежной экспансии и инфляция могут негативно влиять на долгосроч-

ный экономический рост, подтверждается другими теоретическими выкладками (Lucas [3], Fischer and Modigliani и др.). Результаты эмпирических исследований известных белорусских экономистов В. Комкова [4] И. Пелипаса [5], а также специалистов Национального банка Республики Беларусь [6] свидетельствуют, что в долгосрочной перспективе темпы инфляции определяются темпом роста денежного предложения. Долгосрочные темпы экономического роста определяются не эмиссией, а совокупной производительностью основных факторов производства [7].

В Республике Беларусь пороговое значение инфляции установлено на уровне 5 %, и денежно-кредитной политикой определена ценовая стабильность. Национальный банк Республики Беларусь использует свои инструменты для эффективного контроля над денежным предложением. В настоящее время промежуточный ориентир денежно-кредитной политики удерживается в заданном диапазоне. По итогам девяти месяцев 2019 г. средняя широкая денежная масса выросла на 9,6 % при прогнозе 9–12 %

В сентябре 2019 г. индекс потребительских цен на товары и услуги в годовом выражении (к сентябрю 2018 г.) составил 105,3 %. При этом уровень инфляционных ожиданий гораздо выше официального уровня инфляции. Согласно результатам опроса, проведенного в августе 2019 г., ощущаемая респондентами инфляция за последние 12 месяцев увеличилась относительно прошлого квартала до 12,8 %, оценка ожидаемого в следующие 12 месяцев роста цен — до 13,1 %. Во многом это связано с особенностями формирования потребительской корзины. В потребительской корзине количество товаров и услуг, цены на которые за год снизились или увеличились в пределах 5 %, сократилось на 13 позиций (до 281). И наоборот, на 7 позиций (до 105) увеличилось количество товаров и услуг, цены на которые за год выросли от 5 до 10 %, и на 6 позиций (до 42) — количество товаров и услуг, цены на которые за год выросли более чем на 10 %. Среди последних абсолютное большинство позиций относится к товарам повседневного потребления, что и определяет текущий уровень инфляционных ожиданий населения [1].

Инфляционные ожидания играют важную роль в передаче механизма стимулирования процентных ставок в реальном секторе. При прочих равных условиях чем ниже инфляционные ожидания, тем выше реальные процентные ставки на сберегательные инструменты и, следовательно, тем выше склонность домашних хозяйств к сбережениям. Кроме того, это делает кредитные продукты более дорогими в реальном выражении и приводит к сокращению потребления, финансируемого за счет заимствований. Сокращение потребления и увеличение сбережений способствуют снижению давления на темпы роста потребительских цен, обусловленные совокупным спросом.

В мировой практике далеко не все банки используют столь жесткую привязку денежно-кредитной политики к одной цели. Так, например, монетарная политика Банка Норвегии должна быть ориентирована на поддержание низкого и стабильного уровня инфляции, но при одновременном осуществлении вклада в стабильную динамику выпуска и занятости. Банк Норвегии ежегодно представляет на своем сайте отчет независимых экспертов о проводимой денежно-кредитной политике, который дает оценку ее эффективности, в том числе и с позиции стимулирования экономического роста [8]. Тем самым подчеркивается особое значение банковского сектора в экономике, который может оказывать заметное стимулирующее влияние на макроэкономическую динамику и тормозить экономическое развитие страны.

В настоящее время проводимая денежно-кредитная политика Республики Беларусь может оцениваться как нейтральная, и актуальной задачей становится внедрение новых финансовых инструментов для стимулирования экономического роста и предпринимательской активности. Одним из действующих стимулирующих элементов денежно-кредитной политики может быть предоставление Национальным банком Республики Беларусь ресурсов на льготных условиях для последующего кредитования инвестиционных проектов малого и среднего бизнеса.

Центробанки могут способствовать стимулированию экономического роста не только посредством поддерживающих, но и ограничивающих мер. Например, если в случаях кредитования сделок слияния и поглощения компаний заемные ресурсы направляются не на инвестиционные проекты, а на взаимные расчеты между акционерами, это приводит к увеличению кредитной нагрузки и операционных расходов компаний. В таких случаях регулятор может применять дестимулирующие меры, препятствующие вложениям в уставный фонд предприятий, не приводящих к росту ВВП.

На основе вышеизложенного можно сделать следующие выводы:

1. Монетарная политика может влиять на совокупную экономическую активность в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Однако есть несколько причин для осторожности при ее использовании в качестве стимулирующего фактора. Проведение антициклической денежно-кредитной политики часто сопряжено с большим количеством рисков, чем с потенциальными выгодами. Тем не менее можно предвидеть особые обстоятельства, вызванные серьезными потрясениями на рынках, когда денежно-кредитная политика может играть нужную роль в стабилизации производства на пути его потенциального роста. Комбинация монетарных инструментов должна допускать определенную свободу действий в отношении циклических колебаний выпуска таким образом, чтобы это согласовалось с политикой сохранения стабильности цен.

2. Аналитический обзор позволяет сделать вывод, что экспансионистская денежно-кредитная политика в долгосрочной перспективе не приводит к устойчивому экономическому росту с учетом реальных последствий и издержек инфляции для благосостояния страны. Напротив теоретический анализ и большая часть эмпирических исследований убедительно доказывают, что долгосрочному росту способствует стабильность цен. Ключевым элементом стратегии Национального банка Республики Беларусь должно быть обязательство поддерживать долгосрочную ценовую стабильность и снижать инфляционные ожидания населения. Такая ориентация позволяет реагировать на шоки уровня цен и дает определенные возможности и степень гибкости, которые могут потребоваться для устранения различных типов дисбалансов.

3. Одним из важных элементов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики является процентный канал. Проведенный анализ показал активизацию потребительского кредитования населения (прирост 30,8 % на 1 октября 2019 г. при росте процентных ставок с 9,9 % в декабре 2018 г. до 10,5 % годовых в сентябре 2019 г.) и относительно небольшие темпы роста кредитования юридических лиц (4,6 % при фактически неизменных ставках 11,1 % в декабре 2018 г., 11,2 % годовых в сентябре 2019 г.). Сложившаяся ситуация требует принятия мер по внедрению в практику элементов стимулирующего банковского регулирования, направленного на увеличение эффективного кредитования реального сектора экономики.

4. На данном этапе проводимая денежно-кредитная политика Республики Беларусь может оцениваться как нейтральная, и актуальной задачей становится внедрение новых финансовых инструментов для стимулирования экономического роста. Для стимулирования предпринимательской деятельности предлагается внедрить в практику секьюритизированные портфели кредитов малому и среднему бизнесу. Данный механизм предполагает выпуск ценных бумаг, под залог которых банки могут получить соответствующее финансирование в Национальном банке Республики Беларусь. Таким образом, через предлагаемый эффективный механизм регулятор может взять на себя обязанность по стимулированию инвестиционной активности реального сектора экономики.

5. Для развития процессов секьюритизации предлагается новый подход к осуществлению регуляторных требований Национального банка Республики Беларусь по таким сделкам. Новый метод предполагает определение расчетного значения коэффициентов риска в зависимости от качества секьюритизируемых активов и структуры сделки. Применение критериев простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации позво-

ляет применять на практике льготные критерии оценки риска. В этом случае распределение рисков между банками и участниками операции приводит к снижению нагрузки на капитал банков, что способствует высвобождению дополнительных ресурсов для увеличения объемов кредитования экономики. Привлеченные за счет выпуска ценных бумаг средства могут направляться на финансирование предпринимательских проектов.

### Источники

1. *Мурин, Д. Л.* Обеспечение ценовой и финансовой стабильности в январе—сентябре 2019 г. / Д. Л. Мурин // Банк. весн. — 2019. — № 10. — С. 7–13.  
*Murin, D. L.* Ensuring price and Financial Stability in January—September 2019 / D. L. Murin // Banking Bull. — 2019. — № 10. — P. 7–13.
2. *Tobin, J.* Money and Economic Growth / J. Tobin // *Econometrica*. — 1965. — Vol. 33. — P. 671–684.
3. *Lucas, R. E.* Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs / R. E. Lucas // *Amer. Econ. Rev.* — 1973. — Vol. 63(3). — P. 326–334.
4. *Комков, В.* Монетарная политика и денежная масса: итоги десятилетней эволюции / В. Комков // Банк. весн. — 2006. — № 16. — С. 32–36.  
*Komkov, V.* Monetary Policy and Money Supply: the results of a ten-year evolution / V. Komkov // Banking Bull. — 2006. — № 16. — P. 32–36.
5. *Пелипась, И.* Деньги и цены в Беларуси: информационное содержание различных денежных агрегатов / И. Пелипась // ЭКОВЕСТ. — 2003. — № 3. — С. 224–256.  
*Pelipas, I.* Money and Prices in Belarus: informational content of various monetary aggregates / I. Pelipas // *ECOVEST*. — 2003. — № 3. — P. 224–256.
6. *Мирончик, Н.* Возможности применения монетарного таргетирования в Республике Беларусь / Н. Мирончик, А. Безбородова // Банк. весн. — 2015. — № 1. — С. 3–9.  
*Mironchik, N.* Possibilities of using Monetary Targeting Regime in the Republic of Belarus / N. Mironchik, A. Bezborodova // Banking Bull. — 2015. — № 1. — P. 3–9.
7. *Попкова, А. С.* Роль денежно-кредитной политики в макроэкономическом регулировании Беларуси / А. С. Попкова, А. Е. Дайнеко, И. В. Колесникова // Банк. весн. — 2016. — № 4. — С. 3–10.  
*Popkova, A. S.* The role of the Monetary Policy in Macroeconomic Regulation of Belarus / A. S. Popkova, A. E. Daineko, I. V. Kolesnikova // Banking Bull. — 2016. — № 4. — P. 3–10.
8. *Ивантер, А.* Денежный омбудсмен. Но не только / А. Ивантер // Эксперт. — 2013. — № 10 (842). — С. 15–19.  
*Ivanter, A.* Money Ombudsman. But not only / A. Ivanter // *Expert*. — 2013. — № 10 (842). — P. 15–19.

Статья поступила в редакцию 28.11.2019 г.

УДК 339.94

**A. Pranevich**  
BSEU (Minsk)

## COMPETITION AND ANTITRUST REGULATION IN THE DIGITAL ECONOMY: SOURCES OF CONTRADICTIONS AND TRANSFORMATION OPPORTUNITIES

*The article discusses the specifics of competitive relations in transforming traditional and emerging markets as a result of the digital transformation of the economy. The problems and possibilities of applying the traditional tools of antitrust regulation in the new economic conditions are determined.*

**Keywords:** effective competition; antitrust regulation; globalization of production processes; digitalization; regional dispute resolution mechanisms.