

**КОНЦЕПТУАЛЬНАЯ ОСНОВА СОПРЯЖЕННОСТИ МОНЕТАРНОЙ  
И МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИК**

**Мирончик Наталья Леонидовна, к.э.н.**

**Белорусский государственный экономический университет**

Mironchik Natalya Leonidovna, PhD in Economics,

Belarus State Economic University, nmironchik@gmail.com

**Аннотация.** В статье представлена концептуальная основа сопряженности монетарной и макропруденциальной политик, которая разработана с опорой на новый неоклассический синтез и результаты недавних исследований в области рассматриваемых политик, имеет блочную структуру и предполагает координацию политик с применением управленческой имитационной модели.

**Ключевые слова:** макропруденциальная политика, монетарная политика, инфляция, разрыв выпуска, стресс финансовой системы, финансовый цикл, экономический рост, сопряженность политик.

Национальный банк Республики Беларусь имеет две основные цели: поддержание ценовой стабильности и обеспечение финансовой стабильности. Низкая

предсказуемая инфляция и устойчивость финансовой системы являются важнейшими взаимодополняемыми условиями для сбалансированного и поступательного социально-экономического развития общества. Несмотря на это, данные цели могут вступать в противоречие, обуславливая поиск компромисса и необходимость координации монетарной и макропруденциальной политик.

Конфликт между целями возникает, когда, например, смягчение монетарной политики в ответ на слабые прогнозы инфляции и выпуска создает среду, в которой экономические агенты могут брать на себя чрезмерные риски и наращивать избыточный долг, что усиливает угрозы для финансовой стабильности. Аналогичное обострение противоречия возможно, когда с целью минимизации системных рисков принимаются решения по ужесточению макропруденциальной политики и принятые меры ограничивают кредит и выпуск, но при этом усиливают дефляционное давление в экономике, что может не позволить центральному банку достичь цели по инфляции.

Другой вариант конфликта между монетарной и макропруденциальной политиками – когда в экономике возрастают инфляционные риски и финансовая стабильность может оказаться под угрозой из-за ужесточения условий кредитования в результате решения центрального банка повысить процентные ставки для поддержания стабильности цен в условиях, когда уровень необслуживаемых кредитов и займов в экономике высокий. Это, вероятно, усилит риски финансовой стабильности. Подобное противоречие между целями денежно-кредитной и макропруденциальной политик возможно также в условиях, когда фактический или прогнозный уровень инфляции превышает целевой и одновременно наступают серьезные проблемы с платежеспособностью у одного или нескольких банков. Принятие решения о финансовой поддержке таких финансовых институтов, в том числе за счет эмиссии, вероятнее всего, усилит инфляционные риски в экономике.

Поиск компромисса между целями монетарной и макропруденциальной политиками требует взвешенной оценки выгод и издержек реализации возможных вариантов мер политик. В свою очередь такая оценка может быть получена только на основе применения единого аналитического инструментария координации двух политик. Вместе с тем разработка такого инструментария сопряжена с трудностями, поскольку не существует консенсуса в отношении единой, хорошо измеряемой и надежной промежуточной цели макропруденциальной политики, нет единого мнения относительно основного инструмента макропруденциальной политики; отсутствует единая теоретическая основа для денежно-кредитной и макропруденциальной политик. Эта тема давно обсуждается в литературе, но остается открытым исследовательским вопросом. Несмотря на свидетельства того, что финансовый кризис может приводить к постоянному снижению выпуска, общепринятая парадигма макроэкономического анализа не признает эндогенной связи между долгосрочными тенденциями в экономике и финансовой сферой в силу долгосрочной нейтральности денег.

Мы вносим свой вклад в развитие единой теоретической основы макропруденциальной и денежно-кредитной политик, проанализировав и обобщив результаты теоретических и эмпирических исследований за последние годы. Предлагаемая концептуальная основа опирается на общепризнанные теоретические и эмпирически проверенные макрофинансовые связи и принципы политики. Это, во-первых, признание того, что стабильность цен и финансовая стабильность имеют важные преимущества для общества, и их обеспечение является обязанностью

центрального банка. Во-вторых, разделение денежно-кредитной и макропруденциальной политик, поскольку для достижения нескольких целей экономической политики требуется несколько инструментов. В-третьих, монетарная и макропруденциальная политики не являются нейтральными по отношению к выпуску в пределах бизнес-цикла. В-четвертых, в очень долгосрочном периоде монетарная и макропруденциальная политики нейтральны по отношению к устойчивой макродинамике, которая определяется фундаментальными факторами и задает параметры устойчивого развития денежно-кредитной сферы и финансовой системы. В-пятых, ошибочность представления о том, что финансовые кризисы являются проявлением макроэкономических колебаний. Финансовая система способна усиливать и генерировать макрофинансовые уязвимости. В-шестых, для характеристики состояния монетарной и макропруденциальной политик применяются термины нейтральная, мягкая или жесткая по отношению к инфляции и системным рискам финансовой стабильности соответственно.

Научная новизна результатов исследования заключается в модернизации денежно-кредитной и макропруденциальной политик государства путем:

(а) развития теоретических основ координации денежно-кредитного и макропруденциального регулирования – обосновании и применении экономической гипотезы о ненейтральности макропруденциальной политики по отношению к равновесному выпуску. Отклонение равновесного выпуска от устойчивого долгосрочного тренда может происходить из-за принятия агентами финансовых отношений неоправданных финансовых рисков, что может влиять на совокупное предложение, но одновременно приводит к накоплению системных уязвимостей в экономике и финансовой сфере. Большая продолжительность кредитного и финансового циклов в сравнении с бизнес-циклом указывает на такую возможность. Макропруденциальная политика способна посредством установления макропруденциальных нормативов, прежде всего для банков, контролировать баланс доходности и системных рисков в финансовом секторе в пределах финансового цикла и, таким образом, сдерживать развитие макрофинансовых дисбалансов, которые при потрясениях усиливают неблагоприятные постоянные эффекты в экономике. Монетарная политика ограничена в такой возможности, поскольку цены и заработные платы в экономике корректируются быстрее в сравнении с разрешением финансовых разногласий (трений, асимметрии информации и т.п.);

(б) расширения стандартного новокейнсианского подхода к макрофинансовому анализу и проектированию государственной экономической политики по двум направлениям. Во-первых, в аналитическую структуру включается финансовый сектор и правило макропруденциальной политики. Для этого автор разделяет системные риски финансовой стабильности на две категории – нециклические и циклические. К нециклическим рискам относится, например, операционный риск и др. Размер нециклического риска не зависит от позиции экономики в финансовом цикле. В категорию циклических рисков входят кредитный и связанные с ним иные риски (рыночный, ликвидности, заражения и др.). Одновременно автор разграничивает системные риски на те, которые уже материализовались, и наличествующие уязвимости. Далее выделяются две цели макропруденциальной политики – минимизация стресса финансовой системы вследствие реализации циклических и нециклических рисков и минимизация системных циклических уязвимостей, присутствующих в экономике из-за разного рода финансовых разногласий. Предлагается для измерения уровня стресса финансовой системы использовать

композитный индикатор стресса финансовой системы (КИСС), который агрегирует в себе информацию о цене рыночного риска на ключевых сегментах финансового рынка в соответствии с принципами базовой портфельной теории и позволяет учитывать изменяющиеся во времени взаимные корреляции между показателями, обеспечивая, таким образом, акцент на системном аспекте стресса в финансовой системе [1, С. 238–242]. Для оценки системных циклических уязвимостей предлагается применять индикатор финансового цикла [2, С. 3–27], который учитывает взаимосвязанное изменение кредита и цен на активы – фундаментальную денежную природу развития экономики, когда, как охарактеризовал К.Борио, “финансовая система не просто распределяет, но и генерирует покупательную способность и во многом живет своей собственной жизнью” [3, С.2]. Аналитическая структура предполагает также учет механизма действия финансового ускорителя. Правило макропруденциальной политики состоит из условия определения контрциклической достаточности нормативного капитала банков к активам, взвешенным по риску (нейтрального уровня достаточности капитала банков) для минимизации кредитного цикла, и условия настройки прочих инструментов политики для минимизации отклонения КИСС от нейтрального уровня. Во-вторых, кривая совокупного спроса и кривая Филлипса модифицируются и дополняются фактором стресса финансовой системы. Финансовый стресс приводит к усилению неприятия риска, ужесточению финансовых условий и сокращению спроса в экономике, что усиливает конкуренцию среди производителей. В условиях стресса, ограниченности спроса и усиления конкуренции производители ведут себя по-разному в зависимости от своего финансового состояния. Финансово сильные производители борются за долю рынка и снижают цены, а финансово ограниченные производители, наоборот, повышают цены, чтобы сохранить ликвидность и избежать дорогостоящего внешнего рыночного финансирования, несмотря на риск уменьшения доли рынка. Это означает, что при стрессе в финансовой системе взаимодействие потребительских рынков с финансовыми трениями может значительно усилить повышательное давление на цены перед лицом длительной рецессии в странах с высокой долей финансово ослабленных предприятий в реальном секторе, а также ослабить понижательное давление на цены и объяснить стабилизацию инфляции в странах, где реальный сектор имеет более крепкое финансовое положение. Мы называем этот эффект «инфляцией финансовой неустойчивости». В итоге, когда совокупный спрос снижается из-за стресса финансовой системы, монетарная политика может смягчить финансовые условия для поддержки экономики и минимизировать краткосрочные риски снижения ВВП. Сильные спады в экономике чреваты перманентными сдвигами устойчивой макродинамики из-за эффекта гистерезиса. Вместе с тем, ослабление финансовых условий может способствовать принятию более высоких кредитных рисков при финансировании инвестиционных проектов, стать триггером развития или усиления дисбаланса между капиталовооруженностью и капиталотдачей в экономике и, как следствие, приведет к накоплению финансовых уязвимостей и повышению угрозы отклонения равновесного выпуска от своей устойчивой траектории. Когда финансовый стресс усиливает инфляционные риски, монетарная политика может быть ужесточена, но это чревато усугублением спада в экономике и усилением системных рисков финансовой стабильности. С другой стороны, ограничение волатильности выпуска за счет монетарной политики несет в себе риски для ценовой стабильности и макрофинансовой устойчивости в будущем. Другими слова-

ми, монетарная и макропруденциальная политики сталкиваются с межвременным компромиссом.

Поиск компромисса между целями политик основан на итерационной оптимизации компромиссов каждой политики с помощью набора линейных ограничений, описывающих агрегированное поведение участников экономических и финансовых отношений, и квадратичных предпочтений, которые штрафуют отклонение инфляции от цели, цикличность выпуска и финансовой системы, допущение стресса финансовой системы, в том числе состояния «мертвой стабильности» на финансовом рынке.

Новая интегрированная теоретическая структура анализа и проектирования монетарной и макропруденциальной политик включает три блока: первый – целевые ориентиры монетарной и макропруденциальной политик для устойчивого роста экономики; второй – ключевые уравнения и тождества для анализа рисков финансовой стабильности и проектирования макропруденциальной политики; третий – модифицированные уравнения инфляции, разрыва выпуска и правило монетарной политики. Блоки монетарной и макропруденциальной политик предполагают динамические межсекторальные связи, а также предусматривают конвергенцию инфляции и уровня рисков финансовой стабильности к своим долгосрочным целевым параметрам, обеспечивая связь ключевых показателей монетарной и финансовой сферы с устойчивым развитием страны.

#### **Список использованных источников**

1. Мирончик, Н.Л. Композитный индикатор системного стресса в финансовой системе Республики Беларусь / Н.Л. Мирончик // Банковский бизнес и финансовая экономика: глобальные тренды и перспективы развития: материалы IX Междунар. науч.-практ. конф. молодых ученых, магистрантов и аспирантов, Минск, 24 мая 2024 г. / Белорус. гос. ун-т; редкол. : А. А. Королёва (гл. ред.) [и др.]. – Минск : БГУ, 2024. – С. 238–242.
2. Мирончик Н. Финансовый цикл в Беларуси / Н. Мирончик, В. Романюк, И. Савченко // Банк. весн. – 2023. – № 3 (716). – С. 3–27.
3. Borio, C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? / C. Borio // Bank for International Settlements Working Paper. – № 395. – 2012. – 38 с.