Вымятнина Юлия Викторовна. Денежно-кредитная политика банка России на современном этапе : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Вымятнина Юлия Викторовна; [Место защиты: С.-Петерб. гос. ун-т].- Санкт-Петербург, 2009.- 202 с.: ил. РГБ ОД, 61 09-8/2391

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теории денежного обращения 11

1.1 Термины и определения, используемые в работе 11

1.2 Ортодоксальная теория денежного обращения 22

1.2.1 Спрос на реальные денежные остатки 23

1.2.2. Предложение денег 33

1.3 Неортодоксальные теории денежного обращения 36

1.3.1 Предложение денег в неортодоксальных теориях денежного обращения 39

1.3.2 Спрос на деньги 57

1.4. Краткие выводы 58

Глава 2. Анализ денежно-кредитной политики Банка России в постсоветский период 61

2.1 Теоретические основания денежно-кредитной политики в альтернативных теориях денежного обращения 61

2.1.1 Роль и место Центробанка в современной финансовой системе. Цели и инструменты

денежно-кредитной политики 61

2.1.2. Механизмы трансмиссии денежно-кредитной политики 73

2.2. Денежно-кредитная политика Банка России в постсоветский период 84

2.2.1 Цели денежно-кредитной политики Банка России 92

2.2.2 Операции Банка России - меры денежно-кредитной политики 98

2.3. Краткие выводы 106

Глава 3. Анализ рынка денег и каналов денежно-кредитной политики в России на современном этапе 108

3.1 Описание данных 108

3.1.1 Предварительная обработка данных 112

3.2. Предложение денег: эндогенное или экзогенное? 115

3.2.1 Эконометрическая методология 115

3.2.2 Результаты анализа российских данных 120

3.2.3. Сравнение полученных результатов с выводами других авторов 131

3.3 Спрос на деньги и каналы трансмиссии денежно-кредитной политики 135

3.3.1 Выбор переменных и эконометрическая методология 136

3.3.2 Эмпирические результаты VAR-моделирования 139

3.4 Краткие выводы 158

Заключение 161

Библиографический список использованной литературы 166

Приложение 1. Определения основных денежных агрегатов Банком России 181

Приложение 2. Использованные в работе данные 184

Приложение 3. Тесты на стационарность временных рядов 190

Приложение 4. Результаты тестов на стационарность временных рядов, использованных в

работе 195

Приложение 5. Результаты тестов на коинтеграцию 198

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Вопросы управления денежной сферой являются одними из приоритетных вопросов макроэкономической политики современного государства, поскольку в настоящее время в экономической науке признается, что денежно-кредитная политика в краткосрочном периоде оказывает влияние на реальный сектор экономики. Исследованием вопросов денежного обращения, взаимодействия спроса и предложения на рынке денег занимались и продолжают заниматься такие известные зарубежные и отечественные ученые, как Ф. Арестис, Ю.В. Базулин, В. Баумоль, Б. Бернанке, А. Блиндер, В. Бурлачков, М. Гертлер, С. Гилкрист, Б.Гринвальд, Ч. Гудхарт, Е.Т. Гурвич, Дж. Гэлбрейт, СМ. Дробышевский, Т. Золотухина, Н. Калдор, И. Кауфман, М. Лавуайе, Дж. Милль, X. Мински, Ф. Мишкин, СР. Моисеев, Б. Мур, Т. Палли, Д. Патинкин, Р. Полин, Е.А. Преображенский, Л.-Ф. Рошон, Б.И. Соколов, Дж. Стиглиц, Дж. Тобин, П.В. Трунин, М.И. Туган-Барановский, А.В. Улюкаев, Г.Г. Фетисов, И. Фишер, М. Фридман, П. Хауэллс, СФ. Шарапов, А. Шварц и др.

Большая часть исследований, как теоретических, так и эмпирических, проводится в рамках предпосылок ортодоксальной теории денежного обращения. Эта теория предполагает, что предложение денег является экзогенным по отношению к экономической системе, то есть в значительной степени контролируется денежными властями страны. В этих условиях для проведения денежно-кредитной политики с прогнозируемым результатом необходимо существование устойчивой функции спроса на реальные денежные остатки со стабильными параметрами. Именно построение и анализ такой функции - сначала с теоретических позиций, а в последнее время с использованием эмпирических данных, является основным исследовательским вопросом этой теории. Вклад в развитие теоретических оснований ортодоксальной теории денежного обращения внесли такие ученые, как В.

Баумоль, Ч. Гудхарт, Дж. Милль, Д. Патинкин, Дж. Тобин, И. Фишер, М. Фридман, А. Шварц.

В то же время работы экономистов новокейнсианского и посткейнсианского направлений поставили под сомнение корректность основных предпосылок ортодоксальной теории обращения денег. В частности, в известной работе Дж. Стиг-лица и А. Вайса 1981г. было показано, что явление рационирования кредита может существенным образом повлиять на стабильность функции спроса на деньги, а следовательно, и на стабильность во времени денежного мультипликатора, и в конечном счете - па возможность получения прогнозируемых результатов при проведении денежно-кредитной политики. Проблемы важности банковского кредитования при проведении денежно-кредитной политики были, в частности, выявлены в работах Б. Бернанке. Теоретическая критика предпосылки об экзогенности предложения денег была выдвинута в работах Н. Калдора и X. Мински.

Последующие работы таких авторов как Ф. Арестис, Б. Бернанке, А. Блиндер, М. Гертлер, С. Гилкрист, Б. Гринвальд, М. Лавуайе, X. Мински, Б. Мур, Т. Палли, Р. Полин, Л.-Ф. Рошон, Дж. Стиглиц, П. Хауэллс были направлены на развитие теоретической базы альтернативного подхода к вопросу о предложении денег и исследованию его влияния на эффективность и предсказуемость результатов проведения денежно-кредитной политики. По их мнению, количество денег в экономике определяется, прежде всего, потребностью экономических агентов в деньгах как средстве финансирования текущей производственной деятельности и потребления. В этом смысле количество «банковских» денег в меньшей степени подконтрольно денежным властям, чем это предполагается в ортодоксальной теории, и предложение денег оказывается эндогенным, определяемым внутри самой экономической системы через действия ее агентов, а не вне ее.

В работах Б. Мура и А. Тредголда, Я.Х. Янга, П. Хауэллса и К. Хусейна, К. Нелла, С. Бала, А.П. Вера, В. Пинга и Длс Нельсона и др. исследовался вопрос о

природе предложения денег на эмпирических данных для разных стран. Несмотря на то, что полученные результаты были разными, и не все подтверждали гипотезу об эндогенности предложения денег, тот факт, что для части стран и временных периодов при анализе эмпирических данных выявляется эндогенность предложения денег, указывает на необходимость дальнейшего исследования этого вопроса.

С точки зрения проведения денежно-кредитной политики, эндогенность предложения денег означает, что Центробанку необходимо принимать во внимание функционирование рынка банковского кредита, а также уделять внимание составу банковских активов, а не только общей величине банковских пассивов (обязательств), так как это оказывает влияние на изменение величины денежного мультипликатора.

В этом случае, помимо прямого управления денежной базой либо косвенного управления ставками процента, к инструментам денежно-кредитной политики добавляются такие прямые инструменты как различные нормативы и предписания в отношении состава активов и пассивов коммерческого банка. Нужно подчеркнуть, что эндогенность предложения денег повышает неопределенность, связанную с результатами проводимой денежно-кредитной политики, а также изменяет относительную значимость каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в пользу кредитного канала.

Корректное понимание каналов механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики на реальный сектор экономики обеспечивает и более адекватное управление инструментами денежно-кредитной политики, что, в конечном счете, способствует более точному достижению поставленных целей денежно-кредитной политики.

**Цель и задачи исследования.**Целью работы является выработка рекомендаций по проведению денежно-кредитной политики Банком России на современном

этапе с учетом выявленных эмпирических закономерностей денежного обращения.

Для достижения поставленной цели были поставлены и решены следующие задачи:

1. раскрыты основные положения современных теорий денежного обращения в отношении спроса и предложения на рынке денег;
2. в результате анализа роли центрального банка в денежно-кредитной системе и основных каналов денежно-кредитной политики с точки зрения альтернативных теорий денежного обращения сформулированы различия в действии инструментов денежно-кредитной политики;
3. на основе анализа целей, инструментов и мер денежно-кредитной политики Банка России раскрываются основные учитываемые Банком России трансмиссионные каналы денежно-кредитной политики;
4. на основе проведенного эконометрического исследования подтверждена гипотеза эндогенности предложения денег в России;
5. с учетом результата об эндогенности предложения денег на основе построения функции спроса на деньги выявлены основные трансмиссионные каналы денежно-кредитной политики в России и показана сравнительная эффективность использования инструментов денежно-кредитной политики в исследуемый период.

**Объектом исследования**является денежно-кредитная система России в постсоветский период.

**Предметом исследования**являются рынок денег и денежно-кредитная политика Банка России на современном этапе.

**Методологической и теоретической основой исследования**послужили научные труды отечественных и зарубежных авторов в области анализа и моделирования функционирования рынка денег и денежно-кредитной политики. Исследо-

вание выполнено в рамках предпосылок современной теории денежного обращения и денежно-кредитной политики с учетом новокейнсиаыской и посткейнсиан-ской критики ортодоксальной теории денежного обращения. Методы исследования базируются на аппарате эконометрической обработки временных рядов.

**Научная новизна диссертационной работы.**В работе впервые показано, что на современном этапе предложение денег в России определяется эндогенно, с учетом потребности экономических агентов в денежно-кредитных средствах. Выявлено два источника эндогенности предложения денег, соответствующие двум различным подходам к формированию предложения денег в рамках посткейнси-анской теории денежного обращения (подходу структурных изменений и подходу согласования). Это позволяет сформулировать следующие рекомендации относительно проведения денежно-кредитной политики: (1) для повышения прогнозируемое результатов денежно-кредитной политики Банку России следует оперативно разрабатывать механизмы контроля над новыми продуктами банков, позволяющих им привлекать средства клиентов без резервных требований; (2) Банку России необходимо усилить работу по внедрению механизма управления ставками процента в банковскую систему России, поскольку процентный канал денежно-кредитной политики позволяет более эффективно воздействовать на основные переменные реального сектора экономики. Более активное использование ставки рефинансирования, упрощение процедуры предоставления различных типов кредитов коммерческим банкам, оперативная разработка и контроль нормативов в отношении инновационных банковских продуктов с целью усиления прогнозируемое влияния кредита на экономическое положение в стране являются примерами возможных действий Банка России в этой области.

К числу наиболее важных **результатов исследования, обладающих научной новизной и полученных лично соискателем,**можно отнести следующие:

1. выдвинута и обоснована гипотеза соответствия между теоретическими подходами к формированию предложения денег на основе кредитного спроса экономических агентов (эндогенность предложения денег) и двумя основными подсекторами реального сектора переходной экономики - «старым», преимущественно государственным, и «новым», преимущественно частным;
2. получено эмпирическое подтверждение эндогенной природы предложения денег в России в исследуемый период;
3. дано эмпирическое подтверждение гипотезы о теоретическом соответствии двух подходов к пониманию эндогенности предложения денег посткейнси-анской денежной теории двум подсекторам реального сектора экономики в переходной экономике;
4. на основе построенной долгосрочной функции спроса на деньги, оценена сравнительная эффективность различных каналов денежно-кредитной политики в России;
5. сформулированы рекомендации в отношении проведения денежно-кредитной политики Банка России.

**Практическая значимость работы.**Полученные результаты могут служить основой для выработки рекомендаций относительно проведения денежно-кредитной политики, в частности, относительно выбора ее инструментов Банком России.

Полученные в процессе исследования результаты использованы в учебных курсах по макроэкономике продвинутого уровня, экономической политике, денежно-кредитной политике на факультете экономики Европейского университета в Санкт-Петербурге.

**Апробация работы.**Результаты диссертационного исследования были изложены в докладах: на конференции СПб Научного центр РАН «Государство и рынок: история и современность» (СПб, Россия, 2004), Первом итальянском

конгрессе по эконометрике и эмпирической экономике (First Italian Congress in Econometrics and Empirical Economics, Universita Ca' Foscari, Venezia, Italy, 2005), семинарах Института изучения стран с переходной экономикой Банка Финляндии (Second Meeting of the UACES Study Group on Monetary Policy in Selected CIS Countries, BOFIT, Helsinki, Finland, 2005; BOFIT/CEFIR Workshop on Transition Economics, Bank of Finland, Helsinki, Finland 2006), на 6-м семинаре по макроэконометрике института экономических исследований в Галле (6th IWH Workshop in Macroeconometrics, Halle Institute for Economic Research, Halle, Germany, 2005), а также на регулярном научном семинаре СПб ЭМИ РАН и семинарах в Европейском университете в Санкт-Петербурге. Полученные результаты использовались в работах, проводимых в рамках проектов INTAS «Природа предложения денег и инфляции» (# 03-55-2408), «Нестационарные нелинейные эконометрические модели: теория и приложения» (#03-51-3714), «Включение социально-экономических показателей в VAR-моделирование экономик стран СНГ: трудовая мобильность и переводы рабочих» (#05-1000006-8440). Результаты эко-нометрического анализа природы предложения денег и инфляции были удостоены премии им. Проф. Б.Л. Овсиевича 2005г. «За эконометрические исследования денежной политики Центрального Банка РФ».

**Публикации по теме исследования.**Основные результаты исследования изложены в 8 печатных работах общим объемом 8,15 п.л. (вклад автора 6,5 п.л.), в том числе 3 печатных работы в издании, рекомендованном ВАК.

**Структура работы.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений технического характера. Первая глава посвящена обзору современных теорий денежного обращения, подробному освещению основных различий между ними в отношении подходов к спросу и предложению денег. Во второй главе рассмотрено место Центробанка в рамках альтернативных современных теорий денежного обращения, выделены основные направ-

ления денежно-кредитной политики и каналы передачи воздействия от инструментов денежно-кредитной политики к реальному сектору экономики, дан анализ денежно-кредитной политики Банка России в период с 1995 по 2007гг. В третьей главе рассматривается эконометрическая методология исследования спроса и предложения на рынке денег, а также связанного с этим вопроса о трансмиссионных каналах денежно-кредитной политики, обсуждаются результаты эконометрической обработки данных для России в период 1995-2007гг., проводится сравнение полученных результатов с результатами эмпирических исследований на примере других стран, а также других исследований для России, формулируются рекомендации относительно проведения денежно-кредитной политики. В приложениях приведена дополнительная информация и методологические пояснения относительно использованных в работе данных.

## Термины и определения, используемые в работе

Несмотря на утреждение в некоторых учебниках по экономике, что «экономисты вкладывают в термин «деньги» строго определенное содержание» [29, с. 233], на практике термин «деньги» может иметь различное содержание.

Приведем пример определения денег в одном из учебников по экономической теории: «деньги - это общепризнанное средство платежа, которое принимается в обмен на товары и услуги, а также при уплате долгов» [33, с. 473]. Здесь определение денег дается через функции, выполняемые данным активом. Отметим, что функции денег не определяют их сущность, а указывают на направления их использования в обществе [20, с. 24]. Многие авторы англо-американской традиции выделяют три основных функции денег - средство обмена (средство обращения), средство сохранения стоимости и исчисления долгов, и единица счета [21, с. 174], [56, с. 157]. Некоторые авторы [33, с. 474-475], [63] выделяют четыре функции, разделяя функции средства сохранения стоимости и меры отложенных платежей.

Маркс также выделял три оснвных функции денег - мера стоимости, средство обращения, а также финансовая функция - деньги, подразделяемая на три подфункции - образование сокровищ, средство платежа и мировые деньги [27], [20, с. 25]. А. Косой [26] выделяет семь функций денег, включая функции меры стоимости, средства обращения, масштаба цен, средства платежа, средства накопления, средства сохранения стоимости и мировых денег. Г. Дейвис выделяет в своей «Истории денег» 10 функций денег, сгруппированных в две большие группы: микроэкономические (средство счета, общая мера стоимости, средство обращения, средство платежа, стандарт отложенных платежей, средство сохранения стоимости) и макроэкономические (ликвидный актив, средство, образующее основу распределительной функции рынка (через цены), причинный фактор экономики, средство управления экономикой) [67, с. 27].

В отечественной учебной литературе принято выделять пять основных функций денег - мера стоимости, средство обращения, средство накопления, средство платежа, мировые деньги [20, с. 26]. На наш взгляд, этот набор функций представляется наиболее соответствующим текущему месту денег в экономике. Он включает все основные функции денег, выделяемые зарубежными авторами, а также функцию мировых денег (т.е. обслуживание деньгами межгосударственного оборота), которой нельзя пренебречь в условиях глобализации.

Все приведенные выше определения денег через их функции выделяют в качестве основной функцию денег как средства обмена, а появление денег в этой роли рассматривается как одно из наиболее важных достижений человечества, так как знаменует переход от бартерной экономики к денежной, что существенно облегчает совершение сделок разного рода [56, с. 182]. Неудобство бартера иллюстрируется традиционной историей о необходимости «взаимного совпадения желаний» в отсутствие общепризнанного средства обмена и счета. Как отмечал Д. Юм, «деньги, собственно говоря, не есть предмет коммерциии. Они лишь орудие, которое люди договорились использовать, чтобы облегчить процесс обмена одного товара на другой. Это не колеса торговли, а масло, которое делает их более ровными и гладкими» [104].

## Теоретические основания денежно-кредитной политики в альтернативных теориях денежного обращения

С точки зрения сторонников ортодоксальной денежной теории, Центробанк является независимым экономическим агентом, который может осуществлять дискреционную денежно-кредитную политику с прогнозируемым результатом. Предложение денег в этом случае предполагается экзогенным, то есть, находящимся под контролем денежных властей, а спрос на деньги (на реальные денежные остатки) — стабильным и зависящим от относительно небольшого числа факторов, по крайней мере на часть из которых Центробанк может влиять.

В этих условиях выделяется два основных взгляда на денежно-кредитную политику. Первый, свойственный, в частности, монетаристам, состоит в том, что проведение активной денежно-кредитной политики является неоправданным. Если предположить, что спрос на реальные денежные остатки от ставки процента не зависит, а зависит от состояния реального сектора (от реального дохода в экономике), то деньги оказываются нейтральными, и проведение денежно-кредитной политики может привести разве что к инфляции. Если же мы наделяем Центробанк мандатом на сдерживание инфляции, то лучше всего вообще не вмешиваться в функционирование экономики - экспансионистская политика приведет к инфляции, ограничительная - к дефляции, которая, в условиях негибкости цен к понижению, может привести к длительным периодам диспропорций в относительных ценах и невозможности установления равновесия на некоторых товарных рынках.

Второй взгляд на денежно-кредитную политику состоит в том, что, по крайней мере в краткосрочной перспективе, деньги не являются нейтральными, а следовательно, такая политика может способствовать достижению целей, связанных с реальным сектором экономики. В этом случае предполагается, что Центробанк должен осуществить управление денежной базой любым доступным ему способом для получения желаемого эффекта. На этом основаны такие макроэкономические модели, как IS-LM, Мандела-Флеминга и др. Центробанк, являясь агентом правительства, изменяет предложение денег, что приводит к прогнозируемым изменениям реальных переменных - ставки процента на рынке заемных средств и реального выпуска.

С точки зрения альтернативных денежных теорий, Центробанк не является независимым агентом в проведении денежно-кредитной политики, и его способность проводить ее с прогнозируемым результатом ограничивается временным горизонтом стабильности поведенческих функций экономических агентов, в первую очередь - спроса на кредитные ресурсы и предпочтений ликвидности.

## Предварительная обработка данных

Поскольку при использовании временных рядов требуется предварительно определить порядок их интегрируемости, а в случае нестационарности пары переменных с одинаковым порядком интегрируемости может также потребоваться установить наличие коинтсграции между ними, ниже приводятся результаты проверки данных на стационарность и, при необходимости, на наличие коинтеграции.

Для проверки на стационарность использовалось несколько тестов: Augmented Dickey-Fuller (ADF) тест, Dickey-Fuller GLS (DF-GLS) тест, Phillips-Perron тест (PP), Kwiatkovvski-Phillips-Schmidt-Shin тест (KPSS). В первых трех тестах нулевая гипотеза состоит в нестационарностп данных, а в последнем - в стационарности. Проведение тестов с разной нулевой гипотезой является предпочтительным в случае, если имеются сомнения в порядке интегрируемости. В частности, используя тесты с разной нулевой гипотезой в этом случае можно вычленить временные ряды, которые не являются ни стационарными ни интегрируемыми первого порядка.

Учитывая, что мощность ADF теста выше для менее агрегированных данных в отличие, например, от параметрического теста Phillips-Perron [117, с. 129], в случаях, когда имелось противоречие в результатах этих тестов, предпочтение отдавалось результатам ADF теста. Тесты ADF и DF-GLS давали одинаковый результат. В случае противоречия результатов теста KPSS и остальных трех, предпочтение отдавалось результатам тестов с нулевой гипотезой о нестационарности ряда в соответствии с рекомендациями, основанными на результатах экспериментов Монте-Карло [60]. Более подробно использованные тесты на стационарность обсуждаются в Приложении 3.

Для корректного определения порядка интегрируемости переменных, в уравнение ADF-теста и РР-теста на первом шаге последовательно включалась константа, а при наличии выраженного временного тренда — временной линейный тренд. В уравнения тестов DF-GLS и KPSS последовательно включался временной тренд. Последовательность включения объясняется тем, что некорректное включение в уравнение тестов на стационарность константы или временного тренда приводит к существенным потерям мощности геста [60].

При проведении тестов на стационарность использовалась методология «от общего к частному»: при первоначальном оценивании уравнения выбиралось достаточно большое количество лагов, чтобы исключить автокорреляцию в остатках тестового уравнения. Затем незначимые лаги последовательно исключались при условии, что это не вносило автокорреляции в остатки получаемого уравнения. Итоговое тестовое уравнение выбиралось на основе информационного критерия Шварца.

Предварительно все данные были прологарифмированы, затем из них была исключена сезонность с помощью стандартной процедуры Census XI2 экономет-рического пакета EViews. С учетом предварительного логарифмирования данных, сезонность предполагалась аддитивная.