Мехдиев, Хайям Осман оглы. Денежно-кредитная политика и ее роль в обеспечении экономического роста : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Мехдиев Хайям Осман оглы; [Место защиты: Финансовый ун-т при Правительстве РФ].- Москва, 2012.- 179 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/3771

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1 Теоретические основы влияния денежно-кредитной политики на экономический рост10**

1.1 Понятие, содержание и основные концепции денежно-кредитной политики 10

1.2 Режимы таргетирования и особенности реализации денежно-кредитной политики 25

1.3 Развитие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в современных условиях 42

**Глава 2 Анализ роли денежно-кредитной политики в обеспечении экономического роста 57**

2.1 Исследование особенностей формирования современной денежно-кредитной политики 57

2.2 Анализ мер денежно-кредитной политики в условиях финансово-экономического кризиса: мировой опыт и российская практика 73

2.3 Оценка роли современной денежно-кредитной политики в обеспечении экономического роста 92

**Глава 3 Направления модернизации денежно-кредитной политики в современных условиях104**

3.1 Стабильность системы коммерческих банков как необходимое условие реализации денежно-кредитной политики 104

3.2 Взаимодействие денежно-кредитной политики и пруденциального регулирования в целях обеспечения экономического роста 117

3.3 Направления совершенствования денежно-кредитной политики в современных условиях 129

Заключение 141

Список использованных источников 146

Приложения 167

* [Развитие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в современных условиях](http://www.dslib.net/finansy/denezhno-kreditnaja-politika-i-ee-rol-v-obespechenii-jekonomicheskogo-rosta.html#5236471)
* [Анализ мер денежно-кредитной политики в условиях финансово-экономического кризиса: мировой опыт и российская практика](http://www.dslib.net/finansy/denezhno-kreditnaja-politika-i-ee-rol-v-obespechenii-jekonomicheskogo-rosta.html#5236472)
* [Оценка роли современной денежно-кредитной политики в обеспечении экономического роста](http://www.dslib.net/finansy/denezhno-kreditnaja-politika-i-ee-rol-v-obespechenii-jekonomicheskogo-rosta.html#5236473)
* [Взаимодействие денежно-кредитной политики и пруденциального регулирования в целях обеспечения экономического роста](http://www.dslib.net/finansy/denezhno-kreditnaja-politika-i-ee-rol-v-obespechenii-jekonomicheskogo-rosta.html#5236474)

## Развитие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в современных условиях

«Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики определяется как механизм, посредством которого применение инструментов денежно-кредитной политики влияет на экономический рост и на уровень инфляции»63. Структура трансмиссионного механизма включает в себя каналы, которые являются своеобразными цепочками макроэкономических переменных, передающие импульсы изменений, генерируемые денежными властями посредством инструментов денежно-кредитной политики64. В качестве основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики можно выделить следующие: 1) «процентный; 2) кредитный; 3) валютный; 4) цена активов»65. Наиболее традиционным механизмом является канал процентной ставки, который изменяя предельные издержки заимствования, вызывает изменения в инвестициях, сбережениях и совокупном спросе. Схематично данный канал можно представить следующим образом66: где М - экспансионистская монетарная политика; і — снижение процентных ставок; /-рост инвестиций в экономику; Y-увеличение совокупного спроса и производства.

Важную роль в трансмиссии импульсов денежно-кредитной политики играет кредитный канал трансмиссионного механизма (ТММ) денежно-кредитной политики. Кредитный канал условно может быть разделен на две части: канал баланса банка и канал баланса заемщика. Рассмотрим каждый из них более подробно.

Канал баланса заемщика. «Существенный переворот в понимании трансмиссионного механизма монетарной политики произошел после применения для его анализа теории асимметрии информации. Начало такого подхода к анализу функционирования финансового рынка и его воздействия на реальный сектор было заложено Б. Бернанке, М. Гертлером и С. Гилкристом, которые разработали концепцию «финансового акселератора». Согласно этому механизму, монетарная политика, воздействуя на процентные ставки, изменяет чистое богатство заемщика, и это влияет на реальную экономику. Так, например, при проведении рестрикционной монетарной политики ставки процента растут, чистое богатство заемщика падает, доступность источников финансирования снижается, что приводит к уменьшению объема выпуска и падению текущих расходов. Как следствие, чистое богатство заемщика еще больше сокращается, доступ фирм к внешнему финансированию еще более затрудняется, производство и расходы еще более падают и т.д. Согласно этой схеме, кризисы, приводящие к изменению чистого богатства заемщика, оказывают многократно усиливающее воздействие на реальную экономику»67.

«Для оценки такого воздействия монетарного фактора на равновесное состояние экономики идея «финансового акселератора» встраивалась в новую кейнсианскую модель. В 1999 году Б. Бернанке, М. Гертлер и С. Гилкрист представили модификацию стандартной динамической новой кейнсианской модели, в которой воздействия финансового сектора на реальную экономику идет через изменение объема кредитов, предоставляемых фирме. Уменьшение кредитов, вызванное изменением стоимости чистого богатства фирмы, ведет к уменьшению финансируемых фирмой инвестиций и, следовательно, к сокращению выпуска, что еще больше уменьшает чистое богатство фирм, и так далее»68.

Канал баланса банка. Смысл данного канала заключается в том, что негативные потрясения балансу банка могут повлечь за собой резкое снижение в предложении кредитов. А это, в свою очередь, может привести к снижению экономической активности. Канал баланса банка состоит из двух частей. Первая - это традиционный канал банковского кредитования. Некоторые авторы называют данный канал еще каналом ликвидности69. Суть данного канала заключается в том, что центральный банк, изменяя объем свободных резервов коммерческих банков, может повлиять на их кредитную активность. Например, повышая нормативы обязательных резервов, центральный банк снижает размер ликвидных активов коммерческих банков, что при прочих равных условиях приводит к снижению предложения кредитов. А. Кашяп и Дж. Стейн, изучая канал ликвидных активов с помощью регрессионного анализа, пришли к выводу, что влияние монетарной политики на предложение кредитов оказывается сильнее для тех банков, у которых размер ликвидных активов небольшой70.

Второй компонент кредитного канала - это канал банковского капитала. Американский экономист В. Хеувел был одним из первых, кто осветил данный канал денежно-кредитной политики71. Канал банковского капитала -это механизм, через который меры денежно-кредитной политики (или другие экономические шоки) влияют на кредитную активность банков посредством влияния на размер их капитала и, следовательно, на коэффициент достаточности капитала72. На рисунке 3 отражена схема работы канала банковского капитала.

## Анализ мер денежно-кредитной политики в условиях финансово-экономического кризиса: мировой опыт и российская практика

«Январские пики в инфляции, связанные с «установлением тарифов ЖКХ», носят немонетарный характер»117. Более того, следует отметить, что существует обратная зависимость инфляции и роста денежной массы (отрицательный коэффициент корреляции). Отметим, что в настоящее время в развитых странах рост цен, связанный с немонетарными факторами, не рассматривается как инфляция, которая должна быть регулирована с помощью инструментов денежно-кредитной политики118. Поэтому в условиях преобладания немонетарной инфляции снижение ее уровня до 4-5% мерами денежно-кредитной политики чревато снижением инвестиций на кредитной основе.

Кроме того, изучение мирового опыта показывает, что страны, переходящие на режим инфляционного таргетирования, снижают целевой уровень инфляции постепенно. Например, Центральный банк Бразилии, когда начинал применять режим таргетирования инфляции, в качестве целевого уровня инфляции выбрал 8% и обязался удерживать ее в пределах 6-10% (см. приложение Г). Центральный банк Израиля, вводя таргетирование инфляции в 1992 г., обязался удерживать ее в пределах 14—15%ш. Учитывая вышесказанное, можно прийти к выводу, что планируемый переход Банка России к таргетированию инфляции при целевом уровне инфляции 4-5% может привести к значительным потерям в области экономического роста.

Также отметим, что при таргетировании инфляции для ослабления воздействия на денежно-кредитную политику внешних факторов используется режим свободно плавающего валютного курса. В основном документе по денежно-кредитной политике Банка России отмечается, что «ЦБ РФ будет последовательно сокращать вмешательство в курсообразование, что поможет адаптации экономических агентов к работе в условиях практически свободно плавающего валютного курса»120. Но отказ от поддержки валютного курса может привести к значительным колебаниям курса рубля по отношению к другим валютам и может провоцировать резкие притоки и оттоки спекулятивного иностранного капитала. Следует отметить, что в мировом экономическом сообществе нет единой точки зрения относительно допустимости объема активных интервенций центрального банка при режиме инфляционного таргетирования. В развивающихся странах, особенно с недиверсифицированным экспортом, отказ от регулирования валютного курса сопряжен с рисками возникновения финансовой нестабильности.

Так, в феврале 2012 г. экономистами МВФ был подготовлен отчет относительно использования развивающимися странами валютных интервенций при режиме таргетирования инфляции121. В данном отчете экономисты приходят к выводу о необходимости использования валютных интервенций для регулирования курса национальной валюты при таргетировании инфляции. Для этого центральным банкам стран с формирующимися рынками необходимо: изменять процентные ставки лишь в ответ на динамику инфляции; проводить интервенции лишь для корректировки курса национальной валюты. Также современная мировая практика свидетельствует, что практически большинство стран предпочитают режим регулируемого плавания курса национальной валюты (даже если официально декларируется свободное плавание) и периодически проводят валютные интервенции. Поэтому отказ Банка России от регулирования валютного курса рубля может увеличить риски финансовой нестабильности.

В документе также отмечается, что «ЦБ РФ в своей деятельности будет ориентироваться на создание условий для реализации эффективной процентной политики, обязуясь использовать при этом весь спектр инструментов рефинансирования и повышать их доступность для банков»122. Но, как отмечает профессор С.А.Андрюшин, в реальности процентная политика рассматривалась Банком России как механизм регулирования ликвидности: «При избытке ликвидности в банковском секторе на рынке денег сложился довольно широкий диапазон между верхней и нижней границами коридора краткосрочных процентных ставок Банка России. Например, по ставке овернайт на 01.06.2010 он составлял 5,25 процентного пункта (2,5% по депозитам овернайт и 7,75% по кредитам овернайт). Для сравнения: на ту же дату диапазон между верхней и нижней границей коридора процентных ставок Европейского центрального банка не превышал 1,0-1,5 процентного пункта. В условиях избытка ликвидности, сложившегося в национальной банковской системе в 2010 г., спрос кредитных организаций на рефинансирование от ЦБ РФ резко снизился и стал неэластичным по процентной ставке. При таком положении ЦБ РФ не может использовать ее как инструмент оперативного регулирования и надзора за ситуацией на финансовом рынке»123.

Резюмируя проведенный анализ, можно сделать вывод, что снижение инфляции до уровня развитых стран в условиях преобладания немонетарной инфляции может привести к дефициту инвестиционных ресурсов внутри страны, что будет сдерживать полноценный экономический рост в России.

Обеспечение стабильности системы коммерческих банков. Исследование 146 национальных центральных банков, проведенное Банком международных расчетов, показало, что до кризиса чуть меньше 20% этих центральных банков играли важную роль в обеспечении стабильности системы коммерческих банков124. Но с началом кризиса центральные банки начали уделять пристальное внимание этой проблеме.

Как отмечает Ф. Мишкин, один из самых важных принципов современной денежно-кредитной политики - это признание факта, что финансовые трения играют важную роль в деловом цикле125. Но как показывает анализ публичной информации на официальных сайтах центральных банков различных стран, до кризиса в их модели по макроэкономическим прогнозам не были встроены ключевые каналы трансмиссионного механизма процессов финансового посредничества. Как правило, такие каналы игнорировались, потому что предполагалось, что финансовые рынки совершенны и в них есть много инструментов для управления всеми рисками.

## Оценка роли современной денежно-кредитной политики в обеспечении экономического роста

Анализируя общие итоги проведения денежно-кредитной политики в период кризиса, можно сделать следующие выводы. Во-первых, Банк России смог поддержать банковскую сферу и не допустить в ней возникновения системного кризиса. Во-вторых, несмотря на поддержку финансовой системы и совокупного спроса, сдержать падение экономической активности только мерами денежно-кредитной политики все же не удалось.

Важнейшим вопросом, недостаточно раскрытым в российской экономической литературе, является проблема влияния денежно-кредитной политики на экономический рост. Изучение литературы на эту тему показывает, что такие исследования в основном проводятся в рамках влияния денежно-кредитной политики на рост ВВП в целом, а не в его разбивке по видам экономической деятельности. Дело в том, что «существующие исследования взаимосвязи денежно-кредитной политики и экономического роста, выраженного в росте ВВП, не позволяют отвергнуть гипотезу об отсутствии влияния денежного предложения на динамику выпуска»176. Мы полагаем, что будет более правильным изучить влияние денежно-кредитной политики на различные виды экономической деятельности с учетом того, что некоторые исследования показывают, что такое влияние неодинаково в разных отраслях экономики177.

Поэтому автором построена эконометрическая модель для изучения влияния денежно-кредитной политики на рост выпуска по различным видам экономической деятельности в России178. Исследование, проведенное учеными-экономистами Института экономики переходного периода, показало, что в «российской экономике с наиболее низкой вероятностью отсутствуют три разных канала денежной трансмиссии: канал непредвиденного роста уровня цен, канал банковского кредитования и канал богатства домо-хозяйств»179. Основываясь на результатах данного исследования, в качестве переменных, от которых зависит изменение роста ВВП, были выбраны следующие денежно-кредитные индикаторы: - средневзвешенная ставка по кредитам нефинансовым организациям в рублях сроком до года; - кредиты нефинансовому сектору; - уровень монетизации экономики; - индекс потребительских цен; - частные депозиты физических лиц в банках. Выбор переменных достаточно условный. Например, для влияния канала банковского кредитования правильнее было бы использовать данные по кредитам различным секторам экономики. Но до недавнего времени Банк России не публиковал информацию об отраслевой структуре размещенных кредитов. Впервые эта информация появилась в 2009 году180. В качестве анализируемых видов экономической деятельности были выбраны следующие отрасли национальной экономики, в которых производилось около 60% ВВП страны за 2003-2010 гг.: - сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство (СХ); - добыча полезных ископаемых (ДЛИ); - обрабатывающие производства (ОП); - строительство (СТ); - оптовая и розничная торговля (ОТ)181; - транспорт и связь (ТС). Все данные для проведения расчетов были получены с официальных сайтов Федеральной службы государственной статистики и Банка России (квартальные данные за период 2003-2010 гг.). Перед построением модели была проведена стандартная процедура проверки переменных на взаимозависимость (мультиколлиниарность)182. Для этого была построена матрица парных коэффициентов корреляции, что отражено в таблице 6.

Как видно из матрицы, показатели кредита, монетизации экономики и депозиты частных лиц имеют очень тесную взаимосвязанность. Учитывая неполностью использованный потенциал кредита в российской экономике184, было решено включить в модель именно кредиты нефинансовому сектору экономики.

Для оценки влияния денежно-кредитной политики на рост ВВП в выбранных отраслях в диссертации оценивалось следующее уравнение: А/ - изменение процентных ставок по кредитам; А/ - изменение объема кредитов; ACPI - изменение индекса потребительских цен. Pi Р2 Рз - коэффициенты пропорциональности изменения Y при изменении /, /, CPI. Для изучения взаимосвязи между изменениями индикаторов и роста выпуска по выбранным видам экономической деятельности были построены уравнения множественной регрессии. Оценка качества полученных уравнений множественной регрессии показала, что из выбранных шести видов экономической деятельности только в трех (обрабатывающие производства, строительство, оптовая и розничная торговля) наблюдается причинно-следственная связь между ростом ВВП и денежно-кредитными индикаторами185. Полученный результат по такому виду экономической деятельности, как «добыча полезных ископаемых» может быть использован как дополнительный критерий проверки правдоподобности построенной модели, так как производство в данной отрасли никак не зависит от выданных кредитов или процентных ставок.

## Взаимодействие денежно-кредитной политики и пруденциального регулирования в целях обеспечения экономического роста

Экономистами МВФ было рассмотрено несколько режимов денежно-кредитной политики во взаимодействии с макропруденциальными инструментами и выявлено, что функция потерь получает наименьшее значение, когда орган денежно-кредитного регулирования в целях недопущения нестабильности в банковской сфере использует макро-пруденциальные инструменты во взаимодействии с денежно-кредитной политикой239.

Экономистами Банка Франции была проанализирована модель взаимодействия денежно-кредитной политики и макропруденциального регулирования240. Авторы исследовали четыре режима политики: 1) простое правило Тейлора, где процентная ставка зависит от гэпа инфляции и ВВП; 2) расширенное правило Тейлора, где процентная ставка реагирует не только на инфляцию и разрыв ВВП, но и на рост кредитов в экономике; 3) независимое макропруденциальное регулирование и простое правило Тейлора; 4) расширенное правило Тейлора и макропруденциальное регулирование. В качестве инструмента макропруденциального регулирования рассматривается LTV-коэффициент, т.е. макропруденциальное регулирование направлено на сдерживание избыточного роста кредитования. В данной модели решение денежных властей направлено на минимизацию функции потерь, аргументами которой выступают отклонения инфляции и ВВП и процентной ставки от их целевых значений. На основе анализа статистических данных за период 1985-2010 гг. по еврозоне и США в модели динамического стохастического общего равновесия (DSGE) были получены следующие результаты (таблица 9).

Исследование показало, что третий вариант политики является оптимальным: т.е. орган денежно-кредитного регулирования ориентируется на отклонения ВВП и инфляции, а с помощью макропруденциальных инструментов обеспечивается стабильность банковской сферы. Следовательно, использование только одного инструмента денежно-кредитной политики, а именно процентной ставки, в достижении стабильности банковской сферы является неэффективным. Отметим, что экономистами Банки Италии также было выявлено, что денежно-кредитная политика и макропруденциальное регулирование должны дополнять друг друга242. Экономисты Банка международных расчетов также выявили, что денежно-кредитная политика (увеличивая ставки процента) и макропруденциальное регулирование (увеличивая контрциклический буфер капитала) совместно могут ограничить кредитный бум более эффективно, чем каждый по отдельности243.

В решении проблем обеспечения стабильности банковской сферы важную роль играют договоренности международных организаций в области повышения финансовой устойчивости банков на основе новых требований к капиталу и ликвидности. В мировой практике среди наиболее признаваемых методов обеспечения стабильности в банковской сфере можно выделить стандарты Базельского комитета по банковскому надзору (БКБН). Базельский комитет, основываясь на уроках кризиса 2008-2009 гг., приступил к пересмотру своих требований к достаточности капитала. Результатом стала система требований к достаточности капитала и ликвидности, получившая название «Базель III» и одобренная «Большой двадцаткой» на саммите в Сеуле в ноябре 2010 г. Стандарты Базеля III предполагают усиление микропруденциальных требований в отношении капитала, ликвидности и левериджа, а также внедрение макропруденциальных требований.

Центральный банк Российской Федерации участвует в реализации мер, направленных на усиление банковского регулирования и надзора, в том числе мер по регулированию капитала. В основном документе по денежно-кредитной политике отмечается следующее: «В рамках внедрения новых международных требований к качеству и достаточности капитала, поддержанию необходимого уровня ликвидности, предусмотренных БКБН (Базель III), принятыми в 2010 году и поддержанными главами государств «Группы 20» на саммите в Сеуле в ноябре 2010 года, будет проведена работа: по внесению изменений в нормативную базу в части пересмотра структуры регулятивного капитала и введения требований к достаточности компонентов капитала; по установлению требований к формированию буферов капитала, введению показателя «леверидж», определяемого как отношение величины капитала к совокупной величине активов и внебалансовых позиций без учета уровня риска по ним; по введению двух нормативов ликвидности: показателя краткосрочной ликвидности и показателя чистого стабильного фондирования. В 2013-2014 годах будут определены подходы к формированию банками контрциклического буфера капитала в качестве инструмента ограничения системного риска»244. Пока Базель III находится в процессе принятия к исполнению национальными регулирующими органами, но основное внимание исследователей уделено проблемам внедрения стандартов, в частности, возникает вопрос, какое влияние окажет внедрение новых стандартов на макроэкономические показатели245. Ниже поочередно проанализировано влияние новых стандартов по управлению капиталом и риском ликвидности на экономический рост, а также на денежно-кредитную политику центрального банка.