

УЧРЕЖДЕНИЕ ОБРАЗОВАНИЯ  
«БЕЛОРУССКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

УДК 336.74:338.4(476)

КОРЧАГИН ОЛЕГ ИВАНОВИЧ

**ВЛИЯНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА РЕАЛЬНЫЙ  
СЕКТОР ЭКОНОМИКИ В УСЛОВИЯХ ТРАНСФОРМАЦИОННЫХ  
ПРОЦЕССОВ**

08.00.10 — финансы, денежное обращение и кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Минск – 2006

Работа выполнена в УО «Белорусский государственный экономический университет»

Научный руководитель —

доктор экономических наук, профессор  
Тарасов В.И.,  
кафедра банковской и финансовой экономики,  
Белорусский государственный университет

доктор экономических наук, профессор  
Пелих С.А.,  
кафедра государственного регулирования экономики,  
Академия управления при Президенте Республики Беларусь

кандидат экономических наук, доцент  
Чернявский Ф.И.,  
Председатель Ассоциации белорусских банков

Опонирующая организация —

ГНУ «Научно-исследовательский экономический институт  
Министерства экономики Республики Беларусь»

Защита состоится 31 мая 2006 г. в 14.30 на заседании совета по защите диссертаций Д 02.07.01 при УО «Белорусский государственный экономический университет» по адресу: 220070, Минск, просп. Партизанский, 26, ауд. 407 (1-й учб. корп.), тел. 209-79-56.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке УО «Белорусский государственный экономический университет».

Автореферат разослан 28 апреля 2006 года.

Ученый секретарь  
совета по защите диссертаций,  
доктор

наук, доцент



Е.Ф. Киселев

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы диссертации.** С переходом к новым формам и механизмам хозяйствования денежный рынок оказывает существенное влияние на состояние реального сектора экономики. Монетарный сектор является посредником, перераспределяющим потоки денежных средств. Поэтому теоретическая оценка перспектив и направлений развития экономики, определение целей экономической политики и практических мероприятий по их реализации будут ошибочными без учета изменений в денежно-кредитной сфере. Это означает, что денежное обращение является важнейшим элементом рыночной экономики, а его устойчивость играет решающую роль в ее нормальном функционировании.

В свою очередь реальный сектор экономики оказывает значительное влияние на функционирование монетарной сферы, выступая в качестве материальной основы и источника ее развития. Высокие темпы инфляции, рост дебиторской и кредиторской задолженности, низкая рентабельность, убыточность отраслей экономики и другие серьезные факторы определяют экономическую среду, в которой действуют органы монетарного регулирования и формируются направления и тенденции денежно-кредитной политики в республике.

В условиях трансформационных процессов возрастает актуальность проблем денежного обращения и его регулирования. При этом необходимо отчетливо представлять механизм распространения денежных импульсов в переходной экономике. Слабая развитость финансового рынка в целом, а также денежного и кредитного рынков в частности только усложняет данный механизм. Недоучет особенностей переходных экономик при разработке денежно-кредитной политики может привести к возникновению непредвиденных и нежелательных эффектов. Стабилизация денежного обращения, обеспечение равновесия на денежном рынке, поддержание устойчивого курса белорусского рубля, ремонетизация экономики, повышение привлекательности инвестиционных кредитов для реального сектора экономики являются важными предпосылками нормализации макроэкономической ситуации и условиями устойчивого экономического роста в будущем.

Таким образом, существует тесная взаимосвязь между функционированием реального и монетарного секторов экономики. Поэтому изучение вопросов, касающихся оптимизации их взаимодействия, приобретает в настоящее время высокую научную и практическую значимость. Возникает необходимость в разработке новых теоретических и методологических положений, обосновывающих механизм взаимодействия реального и монетарного секторов в условиях переходного периода, что позволит выявить каналы и степень влияния монетарной политики на показатели реального сектора экономики, выработать практические рекомендации по применению инструментов денежно-кредитного регулирования и определению мероприятий, направленных на повышение эффективности денежно-кредитной политики.

Проблемы денежного обращения и его регулирования рассматривались в большинстве фундаментальных ~~беларускі~~ ~~эканамічнай~~ теории. Изучению

влияния монетарных показателей на реальные величины посвящены труды таких ученых, как К. Виксель, Г. Кассель, Дж.М. Кейнс, Д. Патинкин, А. Пигу, Г. Саймонс, Дж. Тобин, И. Фишер, М. Фридмен, Ф. Хайек, Л. Харрис, Дж. Хикс, а также публикации последних лет Э. Долана, Р. Дорнбуша, С.М. Дробышевского, А. Илларионова, К. Кэмпбелла, В.Е. Маневича, С.Р. Моисеева, Ф. Мишкина, У. Пула, Дж. Сакса, Дж. Тейлора, С. Фишера.

Значительный вклад в разработку теоретических и практических проблем функционирования денежного обращения внесли отечественные авторы С.А. Богданкевич, Г.Л. Вардеванян, В.А. Дроздов, М.М. Ковалев, А.И. Лученок, С.А. Пелих, И.В. Пелипась, С.С. Полоник, В.И. Тарасов, А.О. Тихонов, В.Н. Усоский, Ю.М. Ясинский и др. Однако вопросы влияния монетарной политики на реальный сектор экономики освещены недостаточно, в особенности, когда речь идет о разработках, где вышеупомянутая проблема рассматривалась бы в качестве самостоятельного научного исследования.

**Связь работы с крупными научными программами, темами.** Отдельные положения диссертации и практические рекомендации автора отражены в отчетах по научно-исследовательской работе БГЭУ по темам «Концептуальные основы денежно-кредитного регулирования как средства достижения экономической стабилизации» (№ ГР 32-2000Б, 2000), «Обоснование критериев и подходов к оценке автономности Национального банка Республики Беларусь и Центрального банка Российской Федерации в проведении монетарной политики на основе унификации национальных законодательств» (договор №141/Д от 11.03.2002 г.), «Кредитный механизм в условиях интеграции Республики Беларусь и Российской Федерации», что подтверждается актами о внедрении результатов исследования.

**Цель и задачи исследования.** Целью диссертационного исследования является обоснование теоретических подходов к проведению денежно-кредитной политики в трансформационной экономике, а также разработка практических рекомендаций по совершенствованию применения инструментов монетарной политики и адаптации их к условиям переходного периода в контексте интересов реального сектора национальной экономики.

В соответствии с поставленной целью в работе решались следующие задачи:

- обобщение и систематизация взглядов отечественных и зарубежных экономистов на механизм взаимодействия реального и монетарного секторов, а также анализ и графическое моделирование влияния изменений показателей денежного рынка на совокупный спрос и предложение;
- выявление факторов, определяющих характер трансмиссионного механизма в переходных экономиках, анализ каналов денежного передаточного механизма в экономике Республики Беларусь;
- анализ тесноты и направлений связи между показателями денежно-кредитной сферы и реального сектора экономики с учетом временных лагов, а также обоснование причинно-следственных связей между этими показателями;
- выявление особенностей современного механизма формирования предложения денег, а также анализ факторов, оказывающих влияние на процесс

мультипликации денег и сдерживающих повышение монетизации национальной экономики;

- разработка рекомендаций и предложений по совершенствованию применения инструментов денежно-кредитной политики Национального банка Республики Беларусь для достижения долгосрочной финансовой стабилизации и формирования условий для устойчивого экономического роста.

**Объект и предмет исследования.** Объектом исследования является денежно-кредитная политика центрального банка. Предмет исследования — система взаимосвязей монетарного и реального секторов экономики в условиях трансформационных процессов в Республике Беларусь.

**Методология и методы проведенного исследования.** Методологической основой исследования являются системный подход в моделировании экономических процессов, методы научной абстракции, синтеза, дедукции, индукции, формально-логический и экономико-статистический методы, сравнительный и корреляционный анализ, исследование причинно-следственных взаимосвязей и эластичности. Анализ осуществлялся с применением прикладных программ Microsoft Office, в том числе пакета «Статистический анализ» MS Excel.

Информационной базой исследования послужили статистические данные Национального банка Республики Беларусь, Министерства статистики и анализа Республики Беларусь, аналитические материалы Международного валютного фонда и другие данные справочной, научной отечественной и зарубежной литературы. Анализ основного массива переменных по Республике Беларусь проводился по месяцам на базе данных за период 2000—2004 гг.

**Научная новизна и значимость полученных результатов.** Наиболее значимыми результатами диссертационного исследования, имеющими научную новизну, являются следующие:

- научно обоснованы предположения о том, что темп снижения ставки процента в переходной экономике Республики Беларусь сдерживается недостаточным предложением денег со стороны центрального банка при регулировании текущей ликвидности банковской системы. Это повышает амплитуду колебаний краткосрочных процентных ставок денежного рынка, усиливает неопределенность относительно монетарной политики и может детерминировать инфляционные процессы;

- выявлены особенности механизма функционирования каналов денежной трансмиссии в переходной экономике, что позволило в результате анализа определить наиболее вероятные каналы трансмиссионного механизма в национальной экономике;

- в результате анализа статистических данных за период 2000—2004 гг. установлены функциональные зависимости между показателями денежного обращения и реального сектора экономики;

- определены факторы, сдерживающие мультипликативный процесс расширения денежной массы в национальной экономике. Установлено, что мультипликатор неэластичен по норме обязательных резервов и более чувствителен к изменениям факторов, находящихся вне непосредственного регулирования Национального банка Республики Беларусь. Научно обоснована необходимость

снижения нормы обязательных резервов Национального банка Республики Беларусь до 2—3 %;

- дана критическая оценка действующего механизма рефинансирования Национального банка Республики Беларусь, опирающегося на административные методы регулирования и квазифискальные операции центрального банка. При этом сделаны выводы о недопустимости административного ограничения Национальным банком процентных ставок, необходимости отмены селективного кредитования и постепенного сокращения централизованного рефинансирования. Разработаны конкретные рекомендации по снижению уровня процентных ставок в экономике и обоснована целесообразность использования механизма преручета коммерческих векселей в качестве инструмента рефинансирования банков.

**Практическая (экономическая, социальная) значимость полученных результатов.** На основе анализа взаимосвязей реального и монетарного секторов национальной экономики получены результаты, позволившие разработать научно-практические рекомендации по совершенствованию применения инструментов денежно-кредитной политики и механизма рефинансирования Национального банка Республики Беларусь с целью повышения эффективности воздействия монетарной политики на показатели реального сектора экономики, формирования условий для устойчивого экономического роста.

Настоящее диссертационное исследование развивает теоретическую основу и расширяет методологическую базу инструментария монетарного регулирования центрального банка, что имеет важное практическое значение для формирования современной денежно-кредитной политики и повышения эффективности ее реализации

Экономическая и социальная значимость полученных результатов заключается в возможности прогнозирования и оценки степени влияния денежно-кредитной политики на реальный сектор экономики, что позволит оперативно осуществлять корректировку методов и инструментов монетарного регулирования Национального банка Республики Беларусь. Таким образом, результаты диссертационного исследования могут быть использованы при формировании и реализации денежно-кредитной политики Национального банка Республики Беларусь, разработке прогноза социально-экономического развития Республики Беларусь, подготовке учебных курсов по проблемам монетарной политики, а также при дальнейших фундаментальных исследованиях по данной тематике.

#### **Основные положения диссертации, выносимые на защиту:**

- особенности механизма установления равновесия на денежном рынке в условиях трансформационных процессов, выявление которых способствовало теоретическому обоснованию предположения о том, что темп снижения ставки процента в переходной экономике Республики Беларусь замедлился вследствие несоответствия существующего предложения денег спросу на них, особенно в процессе регулирования Национальным банком Республики Беларусь текущей ликвидности банковской системы. Это вызывает резкие колебания краткосрочных процентных ставок, может стимулировать инфляционные процессы и замедление темпов экономического роста;

- теоретически обоснованные режимы монетарной политики центрального банка (таргетирование обменного курса, денежной массы, инфляции, процентных ставок, объема кредитов), позволившие научно аргументировать нецелесообразность и неэффективность использования Национальным банком Республики Беларусь в ближайшей перспективе режима инфляционного таргетирования (установление в качестве целевого ориентира показателя инфляции);

- результаты исследования, определяющие наиболее вероятные каналы трансмиссионного механизма в экономике Республики Беларусь, а также обосновывающие причинно-следственные зависимости между показателями реального и монетарного секторов национальной экономики с учетом временных лагов, что повысит эффективность применения инструментов монетарного регулирования в увязке с интересами реального сектора экономики;

- особенности механизма формирования предложения денег в переходной экономике, определяющие, что денежный мультипликатор неэластичен по норме обязательных резервов и более чувствителен к факторам, находящимся вне непосредственного регулирования Национального банка Республики Беларусь. Научно обоснована необходимость снижения нормы обязательных резервов Национального банка Республики Беларусь до 2—3 %, что повысит конкуренцию между банками, будет содействовать ремонетизации национальной экономики, расширению безинфляционного предложения денег и снижению процентных ставок на денежном рынке;

- рекомендации по совершенствованию применения инструментов денежно-кредитной политики и механизмов рефинансирования Национального банка Республики Беларусь, позволяющие переориентировать монетарную политику в направлении стимулирования инвестиционной активности в реальном секторе экономики, повысить эффективность реализации инструментов денежно-кредитного регулирования в их тесной связи с задачей обеспечения устойчивых темпов экономического роста.

**Личный вклад соискателя.** Диссертация представляет собой самостоятельное исследование автора, выполненное на основе изучения современной отечественной и зарубежной литературы, обобщения практического опыта реализации денежно-кредитной политики, анализа статистических данных, отражающих развитие реального и монетарного секторов национальной экономики за период с 2000 по 2005 г. Разработанные автором рекомендации и предложения базируются на конкретных результатах анализа, проведенного автором лично в рамках настоящего исследования.

**Апробация результатов диссертации.** Основные положения и результаты диссертационного исследования были использованы в деятельности Национального банка Республики Беларусь, а также представлены на следующих республиканских и международных научно-практических конференциях: «Проблемы функционирования кредитного механизма в переходной экономике» (Минск, 2002), «Методология и практика денежного обращения и кредита» (Минск, 2003), «Актуальные аспекты денежно-кредитной политики» (Пинск, 2003), «Теория и практика денежно-кредитной и валютной политики в трансформационной экономике» (Минск, 2004). Кроме того, отдельные положения

диссертации применялись автором при подготовке лекций, тестов и задач по курсам «Денежно-кредитное регулирование» и «Организация деятельности центрального банка».

**Опубликованность результатов диссертации.** По результатам исследования опубликовано 10 научных работ, в том числе 5 статей в научных рецензируемых журналах, 3 — в журналах, 2 — в материалах конференций. Общий объем публикаций — 43 страницы.

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из общей характеристики работы, трех глав, заключения, списка использованных источников, включающего 153 наименования, приложений. Общий объем диссертации — 158 страниц. Объем, занимаемый 22 рисунками и 7 приложениями, составляет 49 страниц.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В первой главе «Теоретические аспекты взаимодействия монетарного и реального секторов экономики» обобщены и систематизированы взгляды ведущих представителей кейнсианства и неоклассицизма на взаимосвязь денежного обращения, производства и цен, а также их подходы к проблемам влияния денег на реальный сектор экономики. Рассмотрены и графически проиллюстрированы основные характеристики и зависимости модели IS-LM, а также аргументирована целесообразность ее использования в прогнозировании влияния денежно-кредитной политики на реальный сектор.

В ходе исследования доказано, что в условиях переходной экономики Республики Беларусь умеренная экспансионистская монетарная политика предпочтительнее жесткой рестрикции. При этом денежная экспансия предполагает прирост реальной денежной массы, соответствующий темпам роста реального ВВП, последовательное снижение процентных ставок по операциям центрального банка, сглаживание резких колебаний процентных ставок денежного рынка.

На основе графической модели равновесия на денежном рынке в условиях изменяющихся цен дана качественная оценка влияния денежно-кредитной политики Национального банка Республики Беларусь на экономику. Равновесие на денежном рынке в условиях нестабильных цен представлено на рис. 1.

Кривая  $M_1^D$  отражает зависимость между покупательной силой денег  $1/p$  (величина, обратная уровню цен  $p$ ) и денежным предложением  $M$ . Равновесие на рынке денег достигается в том случае, если спрос на деньги при данном уровне цен  $p_0$  и, соответственно, данной покупательной способности  $1/p_0$ , совпадает с предложением денег  $M^S$ .



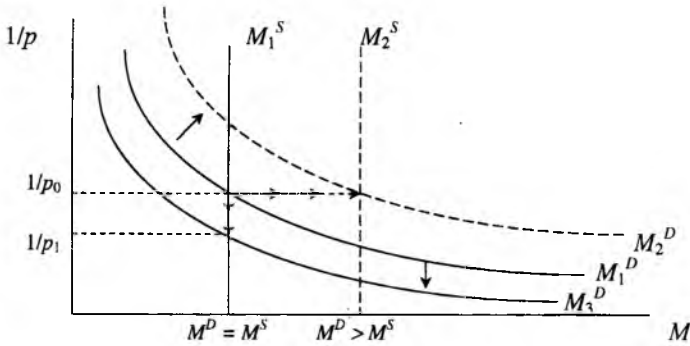


Рис. 1. Равновесие на денежном рынке в условиях нестабильных цен  
 Источник: собственная разработка.

Снижение ставки процента и рост ВВП (аналогичные тенденции характерны для переходной экономики Республики Беларусь в течение последних двух лет) приведут к сдвигу кривой спроса на деньги вверх в положение  $M_2^D$ , обозначенное пунктирной линией. В этом случае прежнему уровню цен  $p_0$  (прежней покупательной способности денег  $1/p_0$ ) будет соответствовать возросший уровень спроса на деньги. Для того чтобы сохранилось равновесие между спросом и предложением денег, предложение денег со стороны центрального банка должно возрасти до величины  $M_2^S$ . Если такого роста денежной массы не последует, то равновесие на рынке денег будет нарушено и возникнут понижающее давление на объем производства (возможен его спад) и повышающее давление на ставку процента (процент вырастет), что на графике отразится возвратом кривой спроса на деньги в прежнее положение  $M_1^D$  (см. рис. 1). Замедление темпов роста цен (с этой целью обычно сдерживается рост денежной массы) наименее вероятно, так как в условиях переходной экономики можно говорить о стремлении уровня цен к абсолютной жесткости в сторону их снижения. Сокращение производства и рост ставки процента (в результате сдерживания роста денежной массы и нарушения равновесия между спросом и предложением на рынке денег) могут дать импульс для снижения спроса на реальные денежные остатки. В данном случае кривая спроса на деньги сместится ниже в положение  $M_3^D$ , и равновесие установится на более высоком уровне цен  $p_1$  (см. рис. 1). Рост цен приведет к снижению реальных остатков (реального предложения денег). При этом равновесие на денежном рынке восстановится на более высоком уровне процента и уровне цен  $p_1$ , что соответствует покупательной способности  $1/p_1$ .

Доказано, что на краткосрочных интервалах эффекты изменения спроса и предложения на деньги, рост денежной массы и ее сокращение качественно разнородны. Поскольку экономическая природа этих эффектов различна, то функциональные зависимости и модели могут описывать лишь прямые, но не обратные эффекты. Например, рост денежной массы в определенных условиях может вызвать рост цен. Однако это не означает, что сокращение денежной массы в тех

же условиях вызовет пропорциональное снижение цен. Сокращение денежной массы может генерировать качественно иные эффекты: спад производства, рост средних издержек и вследствие этого — рост, а не снижение цен.

В процессе анализа особенностей применения основных режимов денежно-кредитной политики в условиях трансформационных процессов доказано, что использование режима инфляционного таргетирования в переходной экономике трудноосуществимо на практике, так как этот параметр находится вне пределов прямой досягаемости центрального банка. Поэтому любые мероприятия, направленные на установление и достижение целевых ориентиров по инфляции, априори являются неэффективными и дестабилизирующими.

Во-первых, динамика инфляционных процессов находится в зависимости от множества факторов, которые в достаточной степени не контролируются центральным банком. Поэтому применение инструментов денежно-кредитной политики может оказаться не только недостаточным для достижения целевых значений, но и дестабилизирующим фактором, нарушающим естественные экономические соотношения.

Во-вторых, использование в качестве целевого показателя вместо индекса потребительских цен других индексов, «очищенных» от влияния факторов, не зависящих от действий центрального банка (колебания мировых цен, административное регулирование цен, сезонные колебания цен и т.п.), вводит в заблуждение экономических субъектов, подрывает общественное доверие к проводимой денежно-кредитной политике и может дискредитировать действия центрального банка по регулированию инфляции.

В-третьих, если центральный банк сосредоточится на нескольких ориентирах (низкая инфляция, стабильный курс, рост ВВП, увеличение доходов населения), то это неизбежно приведет к конфликту целей и, следовательно, увеличению макроэкономических диспропорций.

В-четвертых, существует достаточно продолжительный временной лаг (от 6 месяцев до 3 лет) между действиями центрального банка и изменением темпов роста цен. В результате корректировка монетарной политики окажет влияние на экономику, когда экономическая система будет находиться достаточно далеко от положения равновесия. В этой связи любые мероприятия, направленные на установление и достижение показателя инфляции в качестве целевого ориентира, не достигнут желаемого эффекта. Таким образом, сегодня не существует объективных и достаточных доказательств того, что инфляционное таргетирование является ведущей тенденцией денежно-кредитной политики и эффективным способом управления инфляцией.

Во второй главе «**Особенности реализации монетарной политики Республики Беларусь в условиях переходного периода**» проанализировано 406 взаимосвязей показателей реального сектора экономики и денежно-кредитной сферы, в том числе с учетом временных лагов от 1 до 12 месяцев, рассчитаны коэффициенты парной корреляции и коэффициенты вариации.

Анализ взаимосвязи агрегатов денежной массы и инфляционных процессов в экономике Беларуси выявил, что динамика инфляции определяет поведение экономических субъектов на денежном рынке, а также их предпочтения от-

носителем структуры и валюты активов с лагом в шесть месяцев. При этом рост темпов инфляции снижает спрос на реальные денежные остатки в национальной валюте при одновременном увеличении депозитов в иностранной валюте, что подтверждается анализом тесноты связи между индексом потребительских цен и депозитами в иностранной валюте, а также показателем валютной составляющей широкой денежной массы ( $M3 - M2$ ), который в условиях высокой долларизации белорусской экономики характеризует процесс валютного замещения.

Итоги анализа тесноты и направлений взаимосвязи инвестиций, инфляции, срочных депозитов свидетельствуют о том, что в переходной экономике Республики Беларусь монетарная политика и ее результаты (снижение инфляционных процессов, позитивная динамика структуры денежной массы, рост объемов срочных депозитов, в том числе в иностранной валюте, снижение процентных ставок) не являются основным условием интенсификации инвестиционных процессов. Для этого необходимы проведение структурных реформ, создание благоприятного инвестиционного климата, без чего денежно-кредитная политика не способна обеспечить устойчивый рост инвестиций в реальный сектор экономики.

В ходе анализа наиболее тесная положительная связь выявлена между дебиторской, кредиторской задолженностью и наименее ликвидной частью денежной массы — срочными депозитами, денежными средствами в ценных бумагах и депозитами в иностранной валюте. Доказано, что рост неплатежей в экономике сопровождается увеличением срочных депозитов и депозитов в иностранной валюте, т.е. предприятия реального сектора не стремятся своевременно рассчитаться по своим обязательствам, а наращивают высокодоходные активы. Поэтому вопросы решения проблемы неплатежей и монетизации хозяйственного оборота в экономике Республики Беларусь практически целиком находятся в сфере ужесточения платежной дисциплины и повышения ответственности за невыполнение своих обязательств. Кроме того, сокращению неплатежей будут способствовать отмена административного перераспределения денежных средств от финансово устойчивых предприятий к убыточным, децентрализация управления государственными предприятиями, создание условий для переориентации денежных потоков с финансовых рынков в реальный сектор экономики.

Анализ тесноты связи между процентными ставками, инфляцией и объемом срочных депозитов в банковской системе выявил весьма заметную положительную корреляцию. Полученные эмпирические данные подтверждают, что замедление темпов инфляции в национальной экономике и снижение процентных ставок примерно через месяц приведут к снижению темпов прироста срочных депозитов. Несмотря на прирост срочных депозитов населения и предприятий в абсолютных значениях, наблюдается долгосрочная тенденция снижения темпов их прироста, что является крайне негативным фактом.

В результате исследования каналов денежной трансмиссии в национальной экономике, через которые изменение предложения денег оказывает влияние на совокупный спрос и реальный выпуск, установлено, что наиболее вероятными каналами денежной трансмиссии являются канал замещения, монетаристский

канал и канал инфляционных ожиданий. Канал (эффект) замещения построен на предпочтениях экономических субъектов сберегать либо расходовать свои средства в текущий момент времени в зависимости от динамики рыночной ставки процента. Увеличение процента способствует повышению привлекательности сбережений при одновременном сокращении потребления и наоборот. Анализ подтвердил, что при снижении процентных ставок сбережения становятся менее привлекательными, поскольку темпы прироста срочных депозитов также снижаются.

Отсутствие процентного канала в его традиционном понимании обусловлено тем, что инвестиционная активность экономических субъектов в переходной экономике связана не столько со ставкой процента, сколько с общей экономической ситуацией в стране и ожиданиями инвесторов. Отсутствие в экономике канала банковского кредитования, при котором увеличение избыточных резервов банков приводит к расширению объема выдаваемых кредитов, объясняется существованием объективных границ кредитования и, в первую очередь, низкой кредитоспособностью большинства предприятий реального сектора экономики, краткосрочным характером большей части привлеченных ресурсов банков. Вместе с тем в условиях высокой степени административного регулирования экономики, широкого распространения целевого финансирования отдельных отраслей и государственных программ можно говорить о наличии квазикредитного канала, который учитывал бы указанные особенности.

Существование в экономике канала инфляционных ожиданий, функционирующего через показатель валютного курса, объясняется де-факто действующим в стране режимом фиксированного обменного курса белорусского рубля к доллару США, который позволил существенным образом снизить инфляционные ожидания.

Анализ динамики денежного мультипликатора в экономике Беларуси подтвердил теоретические представления об отрицательной зависимости между коэффициентом депонирования, резервной нормой и денежным мультипликатором. Снижение доли наличности в денежной массе и, соответственно, отношения «наличность—депозиты», а также отношения «резервы—депозиты» в определенной мере способствовало росту денежного мультипликатора (рис. 2).

Вместе с тем практически неизменяющаяся норма обязательных резервов реально не оказывает влияния на денежный мультипликатор, т.е. мультипликатор неэластичен по норме обязательных резервов. Доказано, что величина денежного мультипликатора более чувствительна к изменениям факторов, находящихся вне непосредственного регулирования Национального банка Республики Беларусь. В ходе исследования выявлены факторы, сдерживающие мультипликативный процесс расширения денежной массы в национальной экономике: ориентация банков на краткосрочные операции с ценными бумагами; долларизация кредита, денежного обращения и сбережений; краткосрочный характер большей части привлеченных ресурсов банков; большой удельный вес наличных денег в структуре денежной массы; высокий уровень рисков при кредитовании предприятий реального сектора экономики и др.

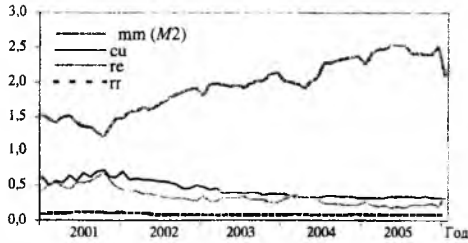


Рис. 2. Динамика денежного мультипликатора ( $mm$ ), коэффициента депонирования ( $cu$ ), нормы резервирования ( $re$ ) и фактической нормы обязательных резервов\* ( $rr$ ) в 2001—2005 гг.

Источник: разработка автора на основе национальной статистики.

Фактически банки не выполняют функцию создания денег в экономике, рационализируют кредит, что обусловлено крайне низким уровнем кредитоспособности и недоступностью кредитов для большинства предприятий реального сектора. В итоге уровень мультипликации денежной массы банками в национальной экономике остается крайне низким: за период с 2001 по 2006 г. денежный мультипликатор по рублевой денежной массе увеличился с 1,54 до 2,07, а по широкой денежной массе снизился с 3,87 до 3,02, тогда как в развитых странах он составляет 8—10.

В результате исследования определены проблемы, препятствующие повышению уровня монетизации национальной экономики. К ним относятся низкая кредитная активность банков при высоком уровне рисков кредитования; отсутствие развитого фондового рынка и ограниченный набор финансовых инструментов; долларизация денежного обращения и сбережений; относительно высокие резервные требования Национального банка Республики Беларусь; высокий уровень неплатежей и низкая платежная дисциплина; достаточно высокая инфляция; отсутствие масштабных иностранных инвестиций и др.

Однако потребность экономики в деньгах нельзя определять исходя из простого сопоставления уровней монетизации ВВП в Беларуси и развитых странах. Это обусловлено отсутствием общепризнанных стандартов величины коэффициента монетизации. Его значения строго индивидуальны для каждой страны и для каждого периода времени, подобно тому как индивидуальны величина спроса на деньги и степень доверия к национальной денежной системе. Поэтому при прогнозировании желаемой величины коэффициента монетизации необходимо учитывать уровень развития национальной экономики, отсутствие

\* Фактическая норма обязательных резервов была рассчитана как отношение объема обязательных резервов в Национальном банке Республики Беларусь к безналичной денежной массе, ценным бумагам и иностранной валюте на счетах в банках, что позволяет определить реальную норму обязательных резервов с учетом дифференцированного подхода Национального банка Республики Беларусь к различным видам депозитов.

развитого финансового рынка, рынков земли и недвижимости, низкий уровень развития потребительского кредита.

Автор доказывает, что одним из препятствий на пути ремонетизации экономики Беларуси является относительно высокая норма обязательных резервов Национального банка Республики Беларусь. Учитывая, что резервные требования не выступают эффективным регулятором денежного предложения, автор разработал и обосновал рекомендации по снижению нормы обязательных резервов Национального банка Республики Беларусь до 2—3 %, реализация которых, во-первых, повысит конкуренцию между банками, их кредитную активность; во-вторых, будет содействовать процессам ремонетизации экономики; в-третьих, обеспечит формирование предложения денег на неэмиссионной основе; в-четвертых, будет стимулировать снижение процентных ставок на денежном рынке.

Эффективность реализации предложенных мероприятий во многом зависит от активности процессов трансформации экономики Республики Беларусь, ее структурной перестройки, процессов демонополизации и приватизации, создания условий для свободной конкуренции на внутреннем рынке, что позволит снизить кредитные риски, повысить кредитоемкость экономики и будет содействовать процессам ремонетизации.

В третьей главе **«Адаптация вариантов денежно-кредитной политики Республики Беларусь к современным экономическим условиям»** в результате обобщения международного опыта применения правил денежно-кредитной политики выявлены преимущества и обоснована необходимость их использования Национальным банком Республики Беларусь. Принятие центральным банком жестких правил в проведении денежно-кредитной политики делает их более независимыми от органов исполнительной власти, снижает неопределенность ожиданий экономических субъектов, повышает степень открытости и предсказуемости денежно-кредитной политики центрального банка, минимизирует циклические колебания в экономике и, в конечном счете, приводит к повышению эффективности монетарного регулирования.

Автором обоснованы предложения по использованию инструментов денежно-кредитной политики для стимулирования экономического роста в Республике Беларусь. Проведенный анализа позволил сделать выводы о недопустимости административного ограничения Национальным банком Республики Беларусь процентных ставок коммерческих банков, целесообразности введения так называемой «канальной» системы регулирования процентных ставок денежного рынка, снижении процентных ставок по основным инструментам рефинансирования. Прямые ограничения процентных ставок банков подталкивают их к различным ухищрениям и вынуждают банки изыскивать варианты компенсации «потерь» через различные финансовые инструменты, что может переориентировать банки на другие сегменты финансового рынка в ущерб реальному сектору экономики. Полобные административные методы существенно искажают реальное состояние денежного рынка, не способствуют снижению процента по кредитам банков, ограничивают кредитную активность последних, усиливают неопределенность на денежном рынке республики.

Проведенное исследование показывает неэффективность действующего механизма селективного кредитования Национального банка Республики Беларусь, когда кредиты рефинансирования не используются для регулирования объемов денежного обращения, а направляются на финансирование нерентабельных предприятий, поддержку государственных программ и отраслей. Как показывает международная практика, подобного рода действия центрального банка привносят в процесс развития национальной экономики многочисленные искажения, которые в свою очередь способствуют росту инфляции, дестабилизации банковской системы и структурным проблемам в реальном секторе при маловероятном достижении краткосрочного экстенсивного экономического роста.

В этой связи в условиях неразвитости и практически полного отсутствия других финансовых инструментов автор обоснованно предлагает использовать механизм переучета коммерческих векселей в качестве инструмента рефинансирования банков. Векселя стабильных предприятий отражают потребность экономики в средствах расчетов, могут стать надежным обеспечением денежной эмиссии Национального банка и одним из эффективных механизмов снижения кредитных рисков, повысят эффективность реализации денежно-кредитной политики на основе ее тесной взаимосвязи с реальным сектором экономики, позволят банкам осуществлять гибкое управление своими активами за счет их большей ликвидности. В итоге постепенное сокращение централизованного рефинансирования Национального банка (в том числе в скрытых формах путем участия в уставных фондах банков) приведет к уменьшению необеспеченной денежной эмиссии, что будет способствовать стабилизации денежного рынка, укреплению обменного курса, снижению инфляции и, в конечном счете, повышению эффективности функционирования экономики в целом.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В рамках проведенного исследования были получены теоретические и практические результаты, сделаны выводы и сформулированы рекомендации.

1. Доказано, что жесткая рестрикционная денежно-кредитная политика в условиях переходной экономики (отсутствие развитых финансовых и товарных рынков, высокая степень монополизации экономики, преобладающая доля государственной собственности и административного регулирования) на длительных интервалах значительно сокращает совокупный спрос, способствует снижению инвестиционной активности, усиливает экономический спад, хотя и несколько замедляет темпы инфляции. Поэтому в трансформационной экономике Республики Беларусь предпочтительнее применение умеренной экспансионистской денежно-кредитной политики, сочетающей прирост реальной денежной массы в размере, адекватном увеличению реального объема выпуска, последовательное снижение уровня процентных ставок по операциям центрального банка, оперативное нивелирование резких колебаний спроса и предложения на денежном рынке.

На основе графической модели равновесия на денежном рынке установлено, что темп снижения ставки процента в переходной экономике Республики Беларусь замедлился вследствие несоответствия существующего предложения денег спросу на них, особенно в процессе регулирования Национальным банком Республики Беларусь текущей ликвидности банковской системы. Это вызывает резкие колебания краткосрочных процентных ставок, стимулирует инфляционные процессы и замедление темпов экономического роста [2, 3, 5].

2. В результате исследования специфики функционирования денежного передаточного механизма в национальной экономике определены наиболее вероятные каналы денежной трансмиссии: канал замещения, монетаристский канал и канал инфляционных ожиданий. В то же время установлено, что процентный, кредитный и валютный каналы трансмиссионного механизма в их традиционном понимании не функционируют в экономике Республики Беларусь. Это связано с эндогенным характером процентных ставок в национальной экономике, государственным доминированием на кредитном рынке, высокой степенью прямого вмешательства центрального банка в деятельность коммерческих банков, де-факто действующим режимом валютного курса.

Доказано, что таргетирование инфляции в условиях переходной экономики трудноосуществимо на практике, так как данный параметр находится вне пределов прямой досягаемости центрального банка. Поэтому любые мероприятия, направленные на установление и достижение целевых ориентиров по инфляции, априори являются неэффективными и дестабилизирующими [1, 4, 10].

3. В результате анализа связей между показателями денежного обращения и реального сектора экономики установлено, что даже в условиях существенно снижения инфляции неопределенность относительно монетарной политики и ситуации на денежном рынке республики для большинства предприятий реального сектора сохраняется достаточно высокой. При этом значительное увели-



чение амплитуды колебаний процентных ставок по кредитам подтверждает наличие и рост неопределенности на денежном рынке.

Вместе с тем доказано, что позитивные результаты монетарной политики Национального банка Республики Беларусь (снижение инфляционных процессов, качественное улучшение структуры денежной массы, рост объемов срочных депозитов, снижение процентных ставок) не являются основным условием увеличения инвестиций. Для этого необходимы структурные реформы, создание благоприятного инвестиционного климата, без чего денежно-кредитная политика не способна обеспечить устойчивый рост инвестиций в реальный сектор экономики.

Автором установлено, что рост неплатежей в экономике сопровождается увеличением срочных депозитов и депозитов в иностранной валюте. Предприятия реального сектора не стремятся своевременно рассчитаться по своим обязательствам, а наращивают высокодоходные активы. В связи с этим для решения проблемы неплатежей и монетизации хозяйственного оборота необходимы ужесточение платежной дисциплины и повышение ответственности за невыполнение своих обязательств (вплоть до включения механизма банкротства) [1, 2, 3].

4. Теоретически обоснованы функции резервных требований как инструмента монетарной политики центрального банка. Доказано, что резервные требования в условиях трансформационных процессов не выполняют функцию регулирования денежного предложения. В связи с этим разработаны рекомендации по снижению нормы обязательных резервов Национального банка Республики Беларусь до 2—3 %, реализация которых повысит кредитную активность банков, обеспечит формирование предложения денег на неэмиссионной основе, будет содействовать процессам ремонетизации экономики и стимулировать снижение процентных ставок на денежном рынке.

Анализ динамики денежного мультипликатора в экономике Беларуси показал, что мультипликатор неэластичен по норме обязательных резервов. Выявлены факторы, сдерживающие мультипликативный процесс расширения денежной массы: ориентация банков на краткосрочные операции с ценными бумагами; долларизация денежного обращения и сбережений; краткосрочный характер большей части привлеченных ресурсов банков; большой удельный вес наличных денег в структуре денежной массы; высокий уровень рисков кредитования предприятий реального сектора экономики и др.

Данные корреляционного анализа свидетельствуют об отсутствии связи между инструментами процентной политики Национального банка Республики Беларусь (ставкой рефинансирования, ставками по постоянно действующему депозитному и кредитному механизму, ставками по ломбардным кредитам) и процентными ставками денежного рынка, в том числе ставкой по межбанковским кредитам. Кроме того, уровень процентных ставок Национального банка Республики Беларусь по инструментам рефинансирования, превышающий средние ставки межбанковского рынка в 3—4 раза и ставку рефинансирования почти в два раза, крайне завышен, что не способствует снижению процента по кредитам, ограничивает кредитную активность банков и усиливает не-

определенность на денежном рынке республики. В этой связи обоснована необходимость отмены административного ограничения процентных ставок коммерческих банков, поэтапного сближения процентных ставок постоянно действующего депозитного и кредитного механизма, гибкого регулирования процентных ставок Национального банка Республики Беларусь по основным его инструментам в соответствии с изменением конъюнктуры кредитного рынка [5, 6, 7, 8, 10].

5. Доказано, что механизм селективного кредитования Национального банка Республики Беларусь является чрезвычайно инфляционным методом, носит исключительно краткосрочный экстенсивный характер, а в более длительной перспективе неразрывно связан со значительными издержками для центрального банка и национальной экономики. Поэтому для целевого финансирования приоритетных отраслей должны применяться соответствующие бюджетные механизмы. При этом кредиты рефинансирования должны использоваться для регулирования объемов денежного обращения, а не для финансирования нерентабельных предприятий и отраслей путем предоставления целевых кредитов под льготный процент.

В сложившихся условиях обоснованы необходимость и эффективность использования механизма переучета коммерческих векселей в качестве инструмента рефинансирования банков. Данный механизм позволит сформировать глобальную информационно-аналитическую базу о финансовом состоянии отдельных предприятий и отраслей, станет одним из эффективных механизмов снижения кредитных рисков, даст возможность коммерческим банкам осуществлять гибкое управление своими активами за счет их большей ликвидности, будет способствовать развитию рынка корпоративных ценных бумаг и обеспечит эффективную реализацию денежно-кредитной политики на основе ее тесной взаимосвязи с реальным сектором экономики [5, 7, 8, 9].

## СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

### *Статьи в научных рецензируемых журналах*

1. Корчагин О.И. Модели трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики // *Банк. вестн.* — 2004. — № 31. — С. 40—44.
2. Корчагин О.И. Спрос на деньги и равновесие на денежном рынке в условиях трансформационной экономики // *Вестн. Белорус. гос. экон. ун-та.* — 2005. — № 1. — С. 79—84.
3. Корчагин О.И. Теоретические и практические аспекты влияния денежных шоков на реальный сектор экономики // *Белорус. экон. журн.* — 2005. — № 1. — С. 61—67.
4. Корчагин О.И. Инфляционное таргетирование: заблуждения и реальность // *Банк. вестн.* — 2005. — № 16. — С. 9—13.
5. Корчагин О.И. Механизм формирования предложения денег в экономике Беларуси // *Банк. вестн.* — 2005. — № 31. — С. 29—34.

### *Материалы конференций*

6. Корчагин О.И. Правила денежно-кредитной политики: некоторые аспекты практического применения // *Актуальные аспекты денежно-кредитной политики: Материалы Междунар. науч.-практ. конф. Пинск, 10—11 нояб. 2003 г. / БГЭУ.* — Минск, 2004. — С. 98—100.
7. Корчагин О.И. Денежная эмиссия: теоретический и практический аспекты // *Актуальные проблемы современной экономики: Материалы Респ. конф. молодых ученых. Минск, 23 дек. 2003 г. / БГЭУ.* — Минск, 2004. — С. 159—160.

### *Статьи в журналах*

8. Корчагин О.И. Современные подходы к реализации денежно-кредитной политики // *Вестн. Асоц. белорус. банков.* — 2004. — № 1—2. — С. 31.
9. Корчагин О.И. Мониторинг предприятий и его место в реализации денежно-кредитной политики Национального банка Республики Беларусь // *Вестн. Асоц. белорус. банков.* — 2002. — № 9. — С. 32.
10. Корчагин О.И. Выбор центральным банком оптимального режима денежно-кредитной политики // *Вестн. Асоц. белорус. банков.* — 2005. — № 13. — С. 29—33.

## КАРЧАГІН АЛЕГ ІВАНАВІЧ

**Уплыў грашова-крэдытнай палітыкі на рэальны сектар эканомікі  
ва ўмовах трансфармацыйных працэсаў**

**Ключавыя словы:** цэнтральны банк, грашова-крэдытная палітыка, інструменты грашова-крэдытнай палітыкі, попыт на грошы, рэальны сектар эканомікі, грашова-перадатачны механізм, грашовы мультыплікатар.

**Аб’ект даследавання** — грашова-крэдытная палітыка цэнтральнага банка.

**Прадмет даследавання** — сістэма ўзаемасувязі манетарнага і рэальнага сектараў эканомікі ва ўмовах трансфармацыйных працэсаў Рэспублікі Беларусь.

**Мэтай даследавання** з’яўляецца абгрунтаванне тэарэтычных падыходаў да правядзення грашова-крэдытнай палітыкі ў трансфармацыйнай эканоміцы, а таксама выпрацоўка практычных рэкамендацый па ўдасканаленню скарыстання інструментаў манетарнай палітыкі і іх адаптацыі да ўмоваў пераходнага перыяду ў кантэксце інтарэсаў рэальнага сектара нацыянальнай эканомікі.

**Метады праведзенага даследавання:** агульнанавуковыя (аналіз, сінтэз, абстракцыя, дэдукцыя, індукцыя і інш.), эканоміка-статыстычныя, фармальна-лагічны, аналітычны, мадэліравання і іншыя метады.

**Да найбольш значных вынікаў даследавання** адносяцца вызначаныя асаблівасці ўсталявання раўнавагі на грашовым рынку ва ўмовах трансфармацыйных працэсаў, абгрунтаванне падыходаў да выбару рэжымаў манетарнай палітыкі цэнтральнага банка, вынікі аналіза, дазволіўшыя ясна ацаніць моцнасць ўзаемасувязі з улікам часовых лагаў і абгрунтаваць прычынна-следчыя залежнасці паміж паказчыкамі грашова-крэдытнай сферы і рэальнага сектара эканомікі, вызначаныя найбольш верагодныя каналы трансмісійнага механізма ў эканоміцы Рэспублікі Беларусь, навукова-практычныя рэкамендацыі і прапановы па ўдасканаленню інструментаў грашова-крэдытнай палітыкі і механізмаў рэфінансавання Нацыянальнага банка Рэспублікі Беларусь.

**Выкарыстанне вынікаў даследавання.** Вынікі дысертацыйнага даследавання могуць выкарыстоўвацца пры будучай распрацоўцы і карэкціроўцы манетарнай палітыкі Нацыянальнага банка Рэспублікі Беларусь, распрацоўцы навучальных курсаў па праблемах манетарнай палітыкі, а таксама для далейшых фундаментальных даследаванняў па дадзенай тэме.

## РЕЗЮМЕ

КОРЧАГИН ОЛЕГ ИВАНОВИЧ

**Влияние денежно-кредитной политики на реальный сектор экономики в условиях трансформационных процессов**

**Ключевые слова:** центральный банк, денежно-кредитная политика, инструменты денежно-кредитной политики, спрос на деньги, реальный сектор экономики, денежный передаточный механизм, денежный мультипликатор.

**Объект исследования** — денежно-кредитная политика центрального банка.

**Предмет исследования** — система взаимосвязей монетарного и реального секторов экономики в условиях трансформационных процессов в Республике Беларусь.

**Целью исследования** является обоснование теоретических подходов к проведению денежно-кредитной политики в трансформационной экономике, а также разработка практических рекомендаций по совершенствованию применения инструментов монетарной политики и их адаптации к условиям переходного периода в контексте интересов реального сектора национальной экономики.

**Методы проведенного исследования:** общенаучные (анализ, синтез, абстракция, дедукция, индукция и др.), экономико-статистические, формально-логический, аналитический, моделирования и другие методы.

**К наиболее значимым результатам исследования** относятся выявленные в ходе графического анализа особенности установления равновесия на денежном рынке в условиях трансформационных процессов, обоснование подходов к выбору режимов монетарной политики центрального банка, результаты анализа, позволившие качественно оценить тесноту взаимосвязей с учетом временных лагов и обосновать причинно-следственные зависимости между показателями денежно-кредитной сферы и реального сектора экономики, выявленные наиболее вероятные каналы трансмиссионного механизма в экономике Республики Беларусь, научно-практические рекомендации и предложения по совершенствованию инструментов денежно-кредитной политики и механизмов финансирования Национального банка Республики Беларусь.

**Использование результатов исследования.** Результаты диссертационного исследования могут быть применены при будущей разработке и корректировке монетарной политики Национального банка Республики Беларусь, разработке учебных курсов по проблемам монетарной политики, а также для продолжения фундаментальных исследований по данной тематике.

## SUMMARY

ALEH I. KORCHAHIN

**The Influence of Monetary Policy on a Real Sector  
in Transition Economy**

**Key words:** central bank, monetary policy, monetary policy instruments, money demand, real sector of the economy, transmission mechanism, money multiplier.

**Object of the research:** central bank monetary policy.

**Subject of the research:** a system of interrelations between monetary and real sector of economy under conditions of transitional processes of the Republic of Belarus.

**Purpose of the research** is the foundation of theoretical approaches to the monetary policy in transition economy and development of practical recommendations on improvement of monetary policy instruments and their adaptation to transition economy conditions with interests of the real sector of the national economy.

**Methods of the research:** generally specific (analysis, synthesis, abstraction, deduction, induction and others), economic and statistical, formally logical, analytical simulation and others.

**The most significant results of the research:** particularities of the money market balance under conditions of the transformational processes; new approach defining the choice of the monetary policy regime; the tightness, direction and causality of interrelations between indicators of the monetary sphere and real sector of the economy; the most probable channels of monetary policy transmission of the national economy; scientifically-practical recommendations and offers on improvement of monetary policy instruments and the credit mechanism of the National bank of the Republic of Belarus.

**Application of the research results.** The results may be used for future formulation and adjustment of the monetary policy of the National Bank of the Republic of Belarus, for training courses and subsequent basic research.

Редактор *Т.В. Бурая*  
Корректор *Н.В. Терех*  
Технический редактор *О.В. Амбарцумова*  
Компьютерный дизайн *Е.А. Ревенко*

Подписано в печать 26.04.2006. Формат 60×84/16. Бумага офсетная. Гарнитура Times New Roman. Офсетная печать. Усл. печ. л. 1,4. Уч.-изд. л. 1,3. Тираж 70 экз. Заказ 142

УО «Белорусский государственный экономический университет».  
Лицензия издательская № 02330/0056968 от 30.04.2004.  
220070, Минск, просп. Партизанский, 26.

Отпечатано в УО «Белорусский государственный экономический университет».  
Лицензия полиграфическая № 02330/0148750 от 30.04.2004.  
220070, Минск, просп. Партизанский, 26.