

ДРОБЫШЕВСКИЙ СЕРГЕЙ МИХАЙЛОВИЧ

**Теоретические и методологические подходы к
формированию денежно-кредитной политики в
Российской Федерации**

Специальность 08.00.01 – Экономическая теория

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук

Москва – 2011

Работа выполнена в Институте экономической политики им. Е.Т.Гайдара.

Официальные
оппоненты: Доктор экономических наук Дубинин Сергей
Константинович
Доктор экономических наук Ершов Михаил
Владимирович
Доктор экономических наук, доцент Моисеев
Сергей Рустамович

Ведущая организация: Научно-исследовательский университет –
Высшая школа экономики

Защита состоится 14 июля 2011 года в ____ часов на заседании
диссертационного совета ДМ 520.011.01 в Институте экономической
политики им. Е.Т.Гайдара по адресу: 125993, г. Москва, Газетный пер.,
д. 3-5 стр. 1.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Института
экономической политики им. Е.Т.Гайдара.

Автореферат разослан ____ 2011 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
кандидат экономических наук

Мальгинов Г.Н..

I. Общая характеристика работы

Актуальность темы диссертации

Современная экономическая политика во многом строится на основе результатов анализа строгих формальных экономико-математических моделей. Такие модели совмещают теоретические положения и закономерности с наблюдаемыми в реальности изменениями экономических показателей. Выбор адекватного метода анализа наблюдаемых данных, точность и значимость оценок параметров предполагаемых уравнений и закономерностей являются, таким образом, ключевым условием того, что проводимая политика экономических властей будет опираться на максимально возможно достоверные и не противоречащие действительности выводы.

В отношении политики национальных денежных властей, центральных банков, данный вывод особенно справедлив. Центральные банки ведущих экономических держав (Федеральная резервная система США, Европейский центральный банк, Банк Англии, Центральный банк Японии), проводя политику инфляционного таргетирования, в качестве важного «рабочего» правила своей политики используют так называемое правило Тейлора. Данное правило связывает уровень процентных ставок, устанавливаемый (регулируемый) центральным банком с изменениями инфляции и совокупного выпуска в экономике. Количественные параметры соотношения, описывающего правило Тейлора, получаются на основе достаточно сложных моделей общего равновесия национальных экономик, в частности – динамических стохастических моделей общего равновесия (DSGE модели). Принципы и структура таких моделей являются открытыми и размещаются на сайтах центральных банков¹.

¹ См., например, Smets F., R. Wouters (2002) An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area. ECB Working paper, 171; Smets F., R. Wouters (2004) Forecasting with a Bayesian DSGE model. An application to the euro area. ECB Working paper, 389; Harrison R., Ö. Oomen (2010) Evaluating and estimating a DSGE model for the United Kingdom. Bank of England Working paper, 380.

Текущий финансово-экономический кризис, хотя и продемонстрировал необходимость совершенствования модельных комплексов, используемых в центральных банках, а также указал на ограничивающие эффективность денежных властей недостатки правила Тейлора (невозможность руководствоваться им в условиях риска стагфляции, необходимость учета динамики цен финансовых и реальных активов и пузырей на отдельных рынках и т.д.²), тем не менее подтвердил преимущества инфляционного таргетирования и следования политике формальных правил в работе центрального банка перед возможными альтернативами.

Центральный банк Российской Федерации еще в 2007 году заявил о постепенном переходе на режим инфляционного таргетирования. Однако до настоящего момента четкий план перехода отсутствует, не опубликованы и не доступны для обсуждения в профессиональных кругах основные принципы и структура модельных комплексов, на основе которых Банк России будет проводить политику инфляционного таргетирования.

Исходя из теоретических предпосылок и международного опыта применения режима инфляционного таргетирования, можно назвать ряд вопросов, ответ на которые позволит сформировать основные принципы и условия перехода на режим инфляционного таргетирования в Российской Федерации. Во-первых, в какой мере он способен управлять инфляцией? Для ответа на этот вопрос необходимо выявить факторы инфляции (изменения спроса на деньги и др.) и определить, какие из них поддаются регулированию со стороны денежных властей. Во-вторых, каковы условия и ограничения, связанные с переходом к инфляционному таргетированию в российской экономике? Для этого следует исследовать международный опыт политики центральных банков, таргетирующих инфляцию, и сопоставить основные

² См., например, Morgan J. (2009) The limits of central bank policy: economic crisis and the challenge of effective solutions. Cambridge Journal of Economics, 33(4), pp. 581-608; Blinder A. (2010) How Central Should the Central Bank Be? Journal of Economic Literature, 48(1), pp. 123-133.

условия и требования к реализации данного режима денежно-кредитной политики с российскими условиями. В-третьих, насколько существенно и по каким каналам распространяется влияние политики Банка России на процессы в реальном секторе экономики? Вопрос о механизмах трансмиссии денежно-кредитной политики Банка России является наиболее спорным и трудным для исследования, особенно с учетом зависимости данной политики от внешних условий. В-четвертых, каковы фактические, а не декларируемые в документах, цели политики российских денежных властей, насколько существенны расхождения в фактических и декларируемых целях? Ответ на этот вопрос важен как одно из принципиальных условий при переходе на инфляционное таргетирование, поскольку данный режим денежно-кредитной политики является крайне чувствительным к степени доверия экономических агентов к заявлениям и действиям центрального банка. Наконец, последнее – насколько вообще можно рассматривать политику Центрального банка РФ как самостоятельную и независимую? Каковы допустимые пределы самостоятельности и независимости политики денежных властей в экономике, ориентированной на экспорт сырьевых товаров, в условиях либерализации счета движения капитала?

Таким образом, актуальность темы настоящего диссертационного исследования «Теоретические и методологические подходы к формированию денежно-кредитной политики в Российской Федерации» обусловлена необходимостью совершенствования инструментов и процедур денежно-кредитной политики, а также приведения их в соответствие с современными требованиями к анализу механизмов и последствий реализации политики денежных властей.

Степень разработанности темы

К настоящему времени проведено большое число как зарубежных, так и отечественных исследований, посвященных вопросам формирования и количественного анализа денежно-кредитной политики национальных

денежных властей. Большая часть фундаментальных исследований в данной области за рубежом проводится под руководством глав центральных банков, а также академическими исследователями. Из числа важных исследований, наиболее близких по теме к настоящей диссертации, следует выделить труды руководителей ФРС США Б.Бернанке и Ф.Мишкина, профессора Принстонского университета К.Симса, Колумбийского университета Р.Клариды и М.Вудфорда, Калифорнийского университета Б.Айхенгринга, Университета Нью-Йорка М.Гертлера, Университета Карнеги Меллона (США) Б.МакКаллама и Стэнфордского Университета Дж. Тейлора и др.

В большинстве работ основной целью исследований является выбор и обоснование оптимальной денежно-кредитной политики, тогда как методология и методы экономико-математического моделирования денежно-кредитной политики носят второстепенный, вспомогательный характер. Авторы практически не сталкиваются с проблемой коротких временных рядов наблюдаемых данных, доступности широкого набора показателей, характеризующих политику и инструменты денежных властей, а также согласования вопросов реализации денежно-кредитной политики в специфических макроэкономических условиях (переходной экономики, устойчиво высокой инфляции, зависимости экономики от сырьевого экспорта).

В российской экономической литературе анализу денежно-кредитной политики, ее взаимосвязи с инфляцией, изменением реального ВВП, влиянию различных инструментов политики (обменный курс, денежная база, золотовалютные резервы, процентные ставки) на денежную и финансовую сферу в России посвящены работы А.Вдовиченко, В.Ворониной, Ю.Вымятиной, Е.Гайдара, О.Говтвяня, Е.Гурвича, А.Дмитриева, О.Замулина, И.Иванченко, С.Игнатьева, П.Кадочникова, А.Кудрина, М.Куликова, С.Моисеева, П.Трунина, А.Улюкаева, Д.Шульги и др. Однако большинство из указанных статей или книг посвящены лишь отдельным аспектам денежно-кредитной политики.

Настоящая работа опирается на результаты более чем десятилетнего опыта автора в проведении подобного рода анализа в Институте экономической политики им. Е.Т.Гайдара³ и дает полное представление о теоретических и методологических подходах к анализу и формированию денежно-кредитной политики в Российской Федерации.

Целью исследования является разработка комплексного подхода к формированию денежно-кредитной политики в Российской Федерации на основе обсуждения методологических проблем разработки экономико-математических моделей для оценки последствий применения инструментов политики Банка России и экономико-математического анализа различных аспектов денежно-кредитной политики в России.

Задачи исследования включают:

- Выявление основных закономерностей и особенностей развития ситуации в денежно-кредитной сфере в Российской Федерации в 2000-2007 годах.
- Разработка методологических подходов к анализу факторов инфляции в Российской Федерации и построение модели, объясняющей изменения спроса на деньги в российской экономике.
- Обобщение и критический анализ основных положений и международного опыта применения режима инфляционного таргетирования и разработка рекомендаций для Банка России в процессе перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ.
- Обобщение методологических подходов к исследованию механизмов трансмиссии денежно-кредитной политики в реальный сектор экономики и разработка методов анализа трансмиссии политики Банка России в Российской Федерации.

³ См. список основных публикаций автора по теме диссертации.

- Обобщение методологических подходов к исследованию целей политики денежных властей и разработка методов анализа фактических (неявных) целей политики Банка России.
- Выявление теоретических и практических ограничений в реализации денежно-кредитной политики центральным банком в условиях свободного движения капитала и разработка методологических подходов к анализу влияния потоков по счету движения капитала платежного баланса РФ на ситуацию в денежно-кредитной сфере.
- Выявление теоретических и практических ограничений в реализации денежно-кредитной политики центральным банком в экономике, ориентированной на экспорт сырьевых товаров, и разработка теоретической модели, обосновывающей выбор режима денежно-кредитной политики, в условиях различной конъюнктуры мировых товарных рынков.
- Разработка предложений для Центрального банка Российской Федерации в отношении принципов и механизмов реализации денежно-кредитной политики на среднесрочную перспективу.

Объектом исследования выступила национальная денежно-кредитная политика центральных банков и, в частности, политика Банка России.

Предметом исследования являются операционные цели и инструменты реализации денежно-кредитной политики, показатели и элементы денежно-кредитной сферы в Российской Федерации.

Теоретические основы диссертации опираются на работы зарубежных и отечественных экономистов, заложивших теоретическое обоснование и практические пути выбора, обоснования и эмпирического анализа денежно-кредитной политики на национальном уровне:

Дж.Айзенманна, Б.Айхенгрину, Б.Бернанке, А.Блайндера, Л.Болла, М.Вудворда, М.Гетрлера, Г.Кальво, Р.Кларида, Л.Кристиано, Б.МакКаллума, Ф.Мишкина, М.Обстфелда, А.Орфанидиса, К.Рогоффа, Д.Родрика, Л.Свенссона, К.Симса, Дж.Стиглица, Дж.Тейлора, Т.Уолша, К.Эванса. Работы отечественных экономистов по денежно–кредитной политике включают труды Е.Гайдара, О.Говтваня, Е.Гурвича, О.Замулина, С.Игнатьева, А.Кудрина, М.Куликова, С.Моисеева, П. Трунина, А.Улюкаева и др.

Методологические основы диссертации. В исследовании использованы системный подход к анализу экономических процессов и явлений, методы статистического и эконометрического анализов, приемы группировки и классификации, экономико-математическое моделирование, приемы сравнительного исторического и межстранового анализа, методы прогнозирования и экспертные суждения. Применение широкого и разнообразного круга методов исследования направлено на обеспечение достоверности результатов проведенного анализа, обоснованности разработанных моделей и теоретических структур, алгоритмов реализации разработанных предложений. С целью обеспечения достоверности положений и выводов в диссертации, кроме теоретико-методологических материалов, использовался также большой объем статистической информации.

Информационной базой исследования и практическим материалом для анализа, обобщений и выводов послужили данные Федеральной службы государственной статистики РФ, Банка России, Минфина России, материалы Международного валютного фонда, Всемирного банка, Национального бюро экономических исследований (США), а также статистика зарубежных центральных банков и расчеты, полученные автором самостоятельно в ходе исследования.

Научная новизна исследования определяется разработкой комплексного теоретического и методологического подхода к формированию денежно-кредитной политики на основе методов количественных исследований и условий их эффективного применения для анализа политики Банка России.

На основе проведенного исследования денежно-кредитной политики можно сформулировать следующие наиболее существенные результаты, полученные автором и выносимые на защиту.

1. Раскрыты основные характеристики и особенности денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации в 2000-2007 годах:

- На протяжении рассматриваемого периода выявлена устойчивая взаимосвязь между денежным предложением и инфляцией.
- Показано, что денежно-кредитная политика была эндогенной по отношению к внешним условиям – рост предложения денег был следствием монетизации положительного сальдо счета текущих операций, а с 2006 года – и счета движения капитала. Быстрый рост денежного предложения за счет операций на валютном рынке определил невозможность заметного и устойчивого снижения инфляции в России в рассматриваемый период до среднего уровня в странах Центральной и Восточной Европы (3-5% в год). Дополнительным фактором сохранения высоких темпов инфляции являлась ежегодная индексация регулируемых цен и тарифов естественных монополий.
- На основе статистических данных, показано, что единственным фактором сдерживания денежного предложения в 1999-2007 годах являлся профицит федерального бюджета, аккумулирующийся в начале в виде остатков на счетах правительства в ЦБ РФ, а с 2004 года – в Стабилизационном фонде РФ.

- Сопоставление политики и действий Банка России в ситуации нестабильности на финансовых рынках и в банковском секторе (в 1998 – 2004 – 2007 годах) позволило продемонстрировать достаточно высокую степень адаптивности и совершенствования политики Банка, выработки быстрой и эффективной реакции. Показано, что именно политика Банка России уже в условиях мирового кризиса, в значительной степени, позволила российской банковской системе относительно безболезненно преодолеть кризис, несмотря на один из самых глубоких в мире спадов в реальном секторе российской экономики.
2. **Предложен методологический подход и разработана модель идентификации факторов, определяющих динамику спроса на деньги и, соответственно, инфляционных процессов в России.** В частности, обоснована и статистически проверена на основе модельных расчетов гипотеза о том, что инфляция в России в 2000-2007 годах определялась денежным предложением, а краткосрочном периоде (от нескольких месяцев до года) важными факторами, определяющими динамику потребительских цен, были динамика реального выпуска и курса рубля.
 3. **Раскрыты теоретические и практические основы режима инфляционного таргетирования, условий и особенностей применения в развитых, развивающихся и переходных экономиках.** Критический анализ и обобщение международного опыта позволили сформулировать основные ограничения и трудности, с которыми сталкиваются денежные власти при переходе к данному режиму денежно-кредитной политики. Обоснован выбор базового индекса потребительских цен в качестве наиболее подходящего индекса цен, используемого для таргетирования, в Российской Федерации.
 4. **Разработаны теоретические основы и предложены практические методы анализа трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике на основе векторных**

авторегрессий на макроэкономических данных, а также на основе панельной эконометрики на микроэкономических данных банковских балансов. Применение разработанных подходов для анализа взаимосвязи денег, цен и выпуска в экономике России не позволило выявить влияние денежного предложения на динамику выпуска в период 2000-2007 годов. Показано, что полученные отрицательные результаты при тестировании гипотез о существовании различных каналов денежной трансмиссии на основе импульсных функций отклика (метод векторных авторегрессий), являются следствием недостаточно большого количества наблюдений и, таким образом, в будущем, с увеличением доступного числа наблюдений, данный метод может найти свое применение в России. Ослабление уровня статистических требований к моделям и переход к методам панельной эконометрики позволили выявить три канала трансмиссии, предположение о функционировании которых не противоречит эмпирическим данным: канал непредвиденного роста уровня цен, канал банковского кредитования и канал богатства домохозяйств.

5. **Разработаны теоретические основы и предложены практические методы анализа целей и результатов политики Центрального банка Российской Федерации на основе векторных авторегрессий, а также с помощью использования обобщенного метода моментов.** В частности, показано, что данные методы не являются критически чувствительными к количеству наблюдений и позволяют получать обоснованные содержательные выводы относительно фактических (неявных) целей и результатов политики Банка России как на всем периоде 2000-2007 годов, так и на отдельных подпериодах.

Применение данных методов на практике позволило показать, что в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики Банк России в 2000-2007 годах предположительно использовал величину остатков на корреспондентских счетах коммерческих банках в ЦБ РФ. Статистически

значимыми конечными целями его политики в этот период выступали темпы изменения выпуска, а также номинальный курс рубля к бивалютной корзине.

- 6. Разработаны теоретические основы и предложена методология анализа влияния потоков по счету капитальных операций платежного баланса РФ и его отдельных статей на ситуацию в денежно-кредитной сфере в РФ.** Применение разработанной методики позволило показать, что в целом в 1999–2007 годах, в отличие от оценок на периоде 1995–2004 гг., приток капитала в РФ оказывал значимое положительное влияние на темпы роста национальной экономики. В частности, увеличение притока частного капитала в РФ по статьям прямые инвестиции, портфельные инвестиции, а также привлеченные ссуды и займы на 1 п.п. ВВП приводило к ускорению темпа роста ВВП на 0,3–0,35 п.п., а увеличение прямых инвестиций на 1 п.п. ВВП вызывало ускорение темпа прироста инвестиций в основной капитал на 0,8–0,9 п.п. При этом влияние притока инвестиций на экономическое развитие было очищено от воздействия цен на нефть.

Продemonстрировано, что наибольшее влияние на ситуацию в денежной сфере оказывали потоки портфельных инвестиций в РФ, а также привлеченные российскими компаниями ссуды и займы. Приток капитала в РФ также вызывал укрепление национальной валюты в реальном выражении как за счет укрепления рубля в номинальном выражении, так и вследствие увеличения инфляции.

- 7. Разработаны теоретические основы и предложены практические методы анализа влияния ценовых шоков на мировых сырьевых рынках на ситуацию в денежно-кредитной сфере стран – экспортеров нефти (на основе векторных авторегрессий с переключением режима).** Применение разработанных в диссертации методов позволило провести оценку сравнительной эффективности различных режимов денежно-кредитной политики в странах – экспортерах нефти. Так, в

странах, в которых доля импорта в экономике низка, в достаточной степени эффективными оказались режимы как инфляционного таргетирования (в Канаде и Норвегии), так и фиксированного обменного курса (в Иране и Ливии).

Во всех странах (за исключением ОАЭ), относящихся в рамках принятых предпосылок к группе стран с большой долей импорта в ВВП, таргетирование обменного курса не являлось оптимальным и эффективным режимом денежно-кредитной политики как при низких, так и при высоких экспортных ценах.

8. **Построена теоретическая модель выбора режима денежно-кредитной политики в малой открытой экономике, с доминирующим экспортным сектором и экзогенно изменяющимися ценами экспортного товара.** Показано, что выбор оптимального (в смысле обеспечения минимальных потерь функции общественного благосостояния по сравнению со случаем оптимальных значений инфляции и внутреннего выпуска) режима денежно-кредитной политики зависит не только от соотношения текущих цен экспорта и их долгосрочного уровня, но и от доли импортных товаров на внутреннем рынке.

В рамках предпосылок и определений, используемых в модели, Россия может быть отнесена к стране с низкой долей импорта в ВВП. Соответственно, при высоких текущих ценах на экспортируемый товар минимальные потери функции общественного благосостояния могут быть достигнуты в случае следования денежных властей режиму инфляционного таргетирования. При данном режиме денежные власти могут обеспечить более низкие по отношению к альтернативным режимам темпы роста реального курса национальной валюты.

При низких ценах экспорта оптимальными оказываются режимы таргетирования номинального обменного курса или инфляционного таргетирования. Предпочтение в пользу одного из режимов может быть

отдано в каждом конкретном случае как с учетом значений прочих параметров модели, так и в зависимости от объема золотовалютных резервов национального центрального банка и продолжительности периода неблагоприятных условий торговли для страны.

Теоретическая значимость исследования состоит в разработке теоретических положений, обосновывающих методологическую основу и методические подходы к формированию и количественному анализу денежно-кредитной политики национального центрального банка в развивающейся (переходной) экономике, характеризуемой высокой зависимостью от экспорта сырьевого товара и отсутствием ограничений на движение капитала, и обеспечивающих приращение научных знаний в закономерностях развития денежно-кредитной сферы.

Практическая значимость исследования заключается в возможности использования полученных результатов при разработке, проведении и анализе эффективности денежно–кредитной политики Банка России.

Результаты, полученные в ходе исследования, а также материалы, подготовленные автором на его основе, за время его работы в Институте экономической политики им. Е.Т.Гайдара и в Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации, использовались при выполнении научно-исследовательских работ и оказании консалтинговых услуг по заказу Центрального банка Российской Федерации, Министерства экономического развития Российской Федерации, Министерства финансов Российской Федерации, ОАО «Сбербанк России», ГК «Внешэкономбанк РФ (Банк Развития)», ОАО «Лукойл», исполнительного комитета ЕврАзЭс, НИИ системного анализа Счетной палаты Российской Федерации, фонда «Центр стратегических разработок».

Рекомендации по результатам диссертации были оформлены в качестве предложений для Правительства РФ, Банка России, Государственной Думы Федерального собрания Российской Федерации от имени Института экономической политики им. Е.Т.Гайдара и Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации. Наиболее значимые предложения нашли практическое применение:

- при обсуждении в Государственной Думе РФ Основных направлений единой денежно-кредитной политики;
- при разработке поправок в Бюджетный кодекс Российской Федерации, связанных с созданием Стабилизационного фонда РФ;
- в Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации до 2020 года, разработанной Министерством экономического развития Российской Федерации;
- в пакетах антикризисных мер, принятых Правительством РФ и Банком России осенью 2008 г. и в начале 2009 гг.;
- в работе и документах Экспертного совета по банковскому законодательству Комитета Государственной Думы РФ по кредитным организациям и финансовым рынкам;
- в работе и документах Экспертного совета Правительственной комиссии по повышению устойчивости развития российской экономики;
- в работе и документах Экспертного совета Правительственной комиссии по экономическому развитию и интеграции;
- в работе и документах Совета по денежно-кредитной политике и финансовому регулированию Ассоциации региональных банков России.

Апробация результатов исследования. Публичное представление и защита основных результатов диссертации прошли в серии мероприятий 2002-2010 гг. (табл. 1).

Таблица 1 - публичное представление результатов диссертации.

Дата	Мероприятие (город)	Тема выступления
------	---------------------	------------------

Дата	Мероприятие (город)	Тема выступления
21 марта 2002 г.	Международная конференция ИЭПП «Экономический рост: после коммунизма» (Москва)	Внутренние факторы денежно- кредитной политики
23 сентября 2003 г.	8-я Конференция молодых экономистов «Унификация европейских экономик: возможности и угрозы» (Познань, Польша)	Проверка правил денежно- кредитной политики в переходных экономиках
13 сентября 2004 г.	Международная конференция ИЭПП «Социально-экономическая трансформация в странах СНГ: достижения и проблемы» (Москва)	Выбор режима денежно-кредитной политики в нефтеэкспортирующей экономике
17 марта 2005 г.	Международная конференция «Новые границы Европейского Союза» (Марракеш, Марокко)	Перспективы валютного союза на территории стран СНГ
8 апреля 2009 г.	Заседание Экспертного совета при Правительственной комиссии по повышению устойчивости развития российской экономики	Антикризисные и модернизационные меры в области денежно–кредитной и валютной политики
9 декабря 2009г.	1-й Российский экономический конгресс (Москва)	Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в РФ
22 января 2010 г.	Международная конференция «Россия и мир: вызовы нового десятилетия» (Москва)	Новые вызовы для денежно- кредитной политики
19 июня 2010 г.	Петербургский международный экономический форум	БРИК: денежная политика и резервные валюты
30 сентября 2010 г.	2-я Международная конференция «Биржевой и внебиржевой рынки нефтепродуктов РФ»	Влияние энергоресурсов на экономику России

Результаты и разработки, полученные в ходе данного исследования, также использовались в учебных курсах кафедры системного анализа экономики факультета общей и прикладной физики МФТИ, кафедры переходной экономики ГУ-ВШЭ и экономического факультета АНХ при Правительстве РФ.

Публикации: Основные положения диссертации отражены в 9 опубликованных монографиях и 28 статьях (в т.ч. 8 – в изданиях, рекомендованных ВАК). Общий объем – около 90 п.л.

Структура диссертации обусловлена целью, задачами и принципами построения научных исследований. Она состоит из введения, шести глав, заключения и списка использованной литературы и соответствует логике

проведенного теоретического и эмпирического анализа и разработки методологических подходов к количественному анализу денежно-кредитной политики.

Содержание диссертации

Введение

Глава 1. Основные закономерности и детерминанты денежно-кредитной сферы в РФ в 1999-2007 годах

- 1.1. Основные инструменты денежно-кредитной политики
- 1.2. Инфляционные процессы: основные факторы и компоненты
- 1.3. Состояние денежной сферы в 1999–2007 гг.
- 1.4. Платежный баланс и валютный курс РФ в 1999–2007 гг.
- 1.5. Финансовая стабильность в период между кризисами
- 1.6. Моделирование динамики инфляции в РФ

Глава 2. Теоретические и прикладные аспекты перехода к таргетированию инфляции в РФ

- 2.1. Теоретические основы режима инфляционного таргетирования и его реализации в мировой практике
- 2.2. Место режима таргетирования инфляции среди остальных режимов денежно-кредитной политики
- 2.3. Режим таргетирования инфляции и макроэкономическая динамика
- 2.4. Методологические подходы к анализу условий, выполнение которых необходимо для успешного применения режима инфляционного таргетирования
- 2.5. Выявление особенностей инфляционного таргетирования и моделей трансмиссионного механизма в странах с переходной экономикой
- 2.6. Институциональные аспекты перехода и реализации режима таргетирования инфляции
- 2.7. Некоторые технические аспекты перехода к режиму таргетирования инфляции
- 2.8. Операционные вопросы применения режима таргетирования инфляции
- 2.9. Некоторые вопросы организации работы органов денежно-кредитного регулирования в условиях режима инфляционного таргетирования

2.10. Разработка рекомендаций по выбору индекса цен в качестве целевого ориентира денежно-кредитной политики в России

Глава 3. Методологические подходы к исследованию механизмов трансмиссии денежно-кредитной политики в РФ

3.1. Теоретические основы механизмов трансмиссии денежной политики и методы их изучения

3.2. Эмпирический анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики Банка России на основе макроэкономического подхода (метода векторных авторегрессий)

3.3. Эмпирический анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики Банка России на основе микроэкономического подхода

Глава 4. Методологические подходы к анализу целей и результатов политики Центрального банка РФ

4.1. Теоретические и эмпирические подходы к анализу правил денежно-кредитной политики и целей денежных властей

4.2. Оценка правил и целей денежно-кредитной политики Банка России

Глава 5. Определение пределов независимости Банка России от внешних условий при проведении денежно-кредитной политики

5.1. Теоретические и практические основы анализа последствий либерализации движения капитала

5.2. Анализ динамики потоков капитала в РФ в 1999-2007 гг.

5.3. Эконометрическая оценка влияния потоков капитала на основные макроэкономические показатели РФ

Глава 6. Элементы формирования стратегии центрального банка на среднесрочную перспективу: теоретическая модель выбора денежно-кредитной политики в стране – экспортере нефти

6.1. Анализ динамики макроэкономических показателей в странах – экспортерах нефти с середины 80-х гг. XX в.

6.2. Методологические подходы к анализу влияния цен на нефть на проводимую денежно-кредитную политику

6.3. Разработка модели открытой экономики с экзогенными ценами экспорта

Заключение

II. Основные положения диссертации

Во **введении** обоснована актуальность темы диссертации, определены цель и задачи, выделены объект и предмет исследования, рассмотрена методологическая и информационная база исследования, раскрыта научная новизна и практическая значимость работы, представлена апробация результатов исследования.

В соответствии с целью и задачами исследования в работе рассматриваются теоретические и методологические подходы к нескольким взаимосвязанным направлениям экономико-математического анализа. Все они концентрируются вокруг проблемы формирования денежно-кредитной политики и количественного измерения и оценки последствий и результатов ее проведения.

Отдельного обсуждения заслуживает период наблюдений, на котором проводится анализ и делаются выводы. Основная часть приведенных в диссертации расчетов осуществлялась на временном интервале, заканчивающемся 2007 годом, либо первой половиной 2008 года, т.е. до масштабного развития кризиса финансовой и денежной сфере в Российской Федерации (отметим, что первые сигналы нестабильности на денежном рынке в РФ наблюдались еще в августе и октябре 2007 года, а ситуация в первом полугодии 2008 года стабильна в значительной степени благодаря крайне высоким именно в этот период ценам на нефть на мировом рынке и притоку валюты в страну через счет текущих операций).

В то же время, с методологической точки зрения именно период максимально однородных в отношении фундаментальных условий в экономике наблюдений позволяет получить наиболее достоверные и устойчивые модели (например, ФРС США в своей деятельности руководствуется моделями, оцененными на данных после периода высокой инфляции 1970-х годов и после окончания политики дорогих денег Пола

Волкера, несмотря на доступность более длинных рядов данных. Европейский центральный банк и Банк Англии также опираются на период наблюдений после кризиса Европейского валютного механизма и атак Сороса на курсы европейских валют в начале 1990-х годов). Поэтому в диссертационной работе период наблюдений намеренно ограничен периодом между двумя кризисами (1998 и 2008 годов), количество наблюдений приносится в жертву ради возможности применения различных методологических подходов и демонстрации их возможностей на однородном интервале данных. Однако несмотря на то, что работа носит в значительной степени методологический характер, представленные модели и оценки могут быть использованы для анализа текущей ситуации в денежно-кредитной сфере РФ и оценки возможных последствий политики Банка России в новых посткризисных условиях.

В главе 1 проводится качественный анализ основных закономерностей и детерминатов денежно-кредитной политики в России в 1999-2007 годах, а также рассматриваются методологические подходы к анализу и моделированию спроса на деньги в российской экономике.

Анализ проводимой в 1999–2007 годах политики Банка России, основных тенденций в денежно-кредитной сфере и моделирование динамики инфляции позволил сделать ряд выводов, ставших основой для формулирования гипотез, статистической проверке которых посвящены последующие главы диссертации.

Как показано в диссертации, в целом денежно-кредитная политика была эндогенной по отношению к внешним условиям – рост предложения денег следовал за притоком валюты в страну по счету текущих операций, а с 2006 года – и по счету движения капитала (см. Рис.1). Роль Банка России в таких условиях сводилась к проведению постоянных рублевых интервенций для выкупа валюты на рынке с целью не допустить быстрого укрепления номинального курса рубля. Быстрый рост денежного предложения за счет операций на валютном рынке определил невозможность заметного и

устойчивого снижения инфляции в России в рассматриваемый период до среднего уровня в странах Центральной и Восточной Европы (3-5% в год, см. Рис.2).

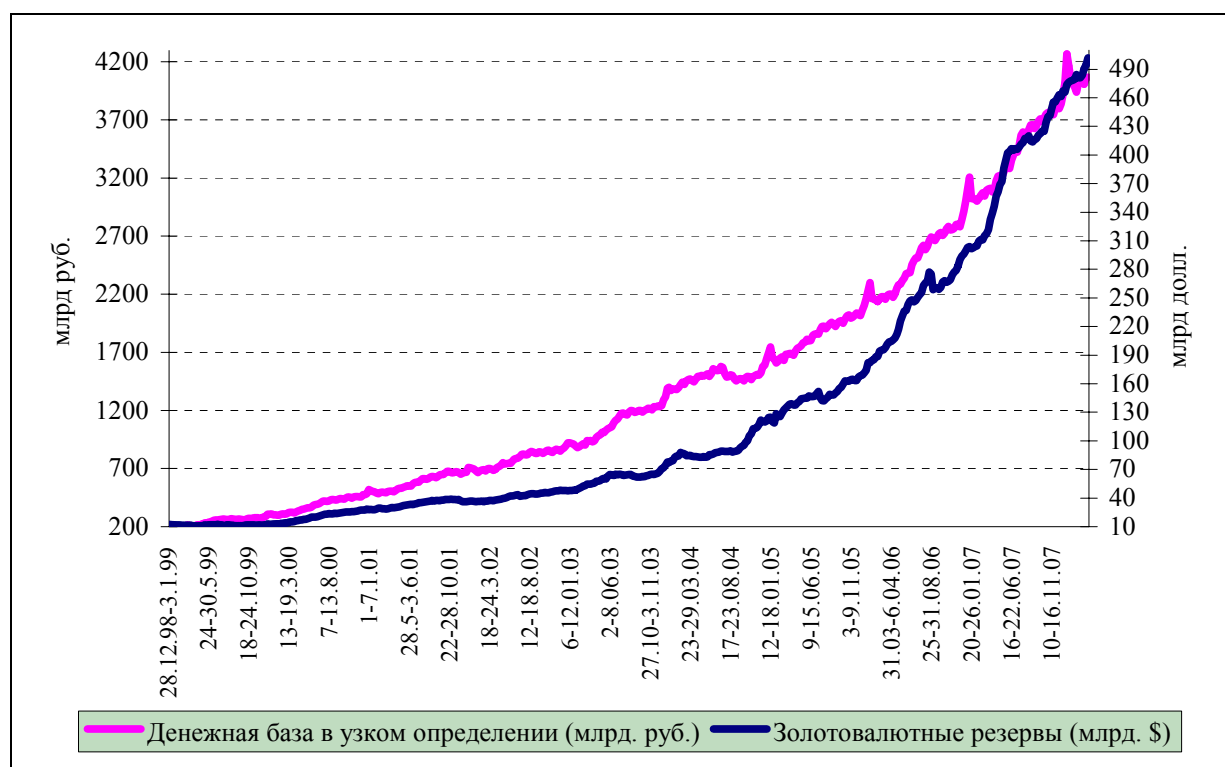


Рисунок 1. Динамика денежной базы и золотовалютных (международных) резервов в 1999–2007 гг.⁴

⁴ Источник: ЦБ РФ.

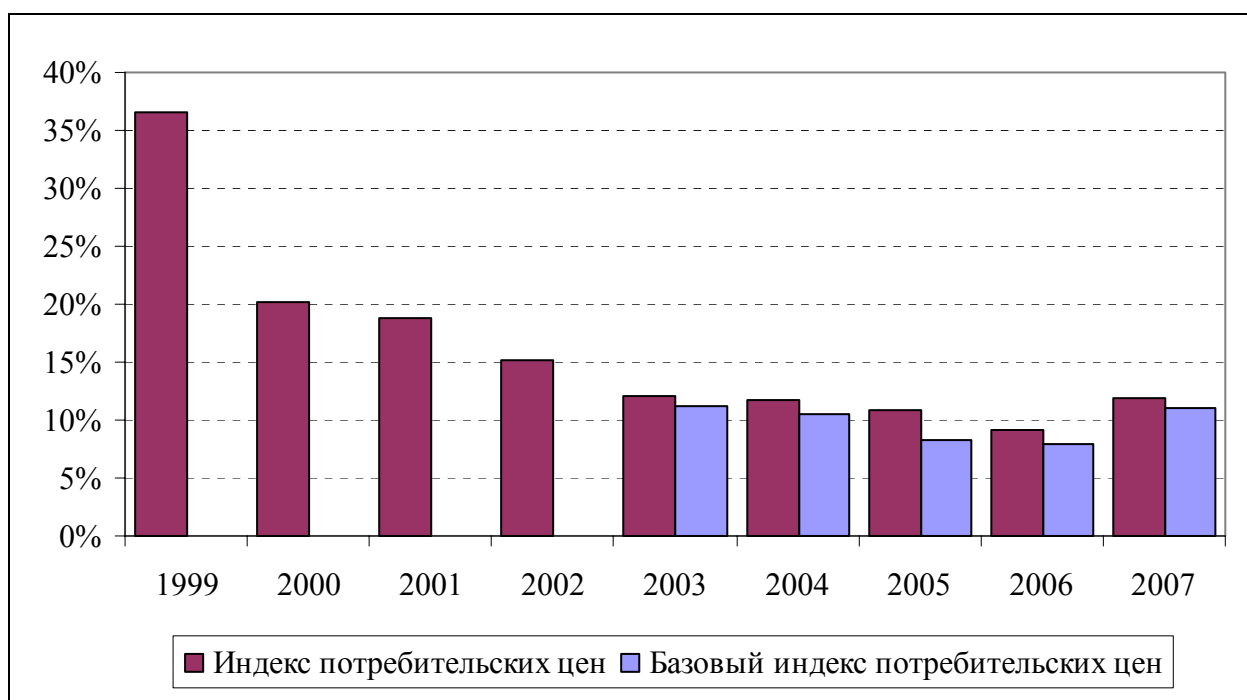


Рисунок 2. Динамика индекса потребительских цен (ИПЦ) и базового индекса потребительских цен (БИПЦ) в РФ в 1999–2007 гг.⁵

Дополнительным фактором сохранения высоких темпов инфляции являлся быстрый рост регулируемых цен и тарифов естественных монополий. В условиях постоянно расширяющегося денежного предложения рост относительных цен на товары и услуги естественных монополий не приводил к снижению их потребления (в частности – росту энергоэффективности), а перелагался в дальнейшем в потребительские цены.

Автор показывает, что единственным фактором сдерживания денежного предложения в 1999-2007 годах являлся профицит федерального бюджета, аккумулирующийся в начале в виде остатков на счетах правительства в ЦБ РФ, а с 2004 года – в Стабилизационном фонде РФ. Однако в условиях крайне благоприятной внешней конъюнктуры и роста доходов бюджета возможности по стерилизации рублевых интервенций Банка России через Стабилизационный фонд снижались: расходы федерального бюджета в долях ВВП постепенно возрастали.

Важной особенностью проводимой денежно-кредитной политики являлось то, что при всем своем проинфляционном характере, расширение

⁵ Источник: Росстат.

денежного предложения было полностью обеспечено международными резервами Банка России. Фактически, в России наблюдался своеобразный аналог валютного управления (currency board), внутренний кредит создавался банковской системой достаточно медленно (кредитный банковский мультипликатор оставался достаточно низким по сравнению с другими странами Центральной и Восточной Европы). Это определило, в значительной степени, характер уязвимости России к негативным внешним шокам и развитие ситуации осенью – зимой 2008/2009 годов: запас международных резервов позволил, фактически, избежать развитие полномасштабного кризиса первого поколения (аналогичного 1998 году), даже на фоне достаточно предсказуемой понижательной динамики курса рубля, задаваемой ЦБ РФ.

Сопоставление политики и действий Банка России в ситуации нестабильности на финансовых рынках и в банковском секторе (в 1998 – 2004 – 2007 годах) показало достаточно высокую степень обучаемости и совершенствования, выработки быстрой и эффективной реакции. Действия ЦБ РФ в августе и октябре 2007 года по поддержанию ликвидности в российском банковском секторе стали своеобразной (и успешной) «репетицией» антикризисных усилий осенью 2008 года. Именно политика Банка России уже в условиях мирового кризиса, в значительной степени, позволила российской банковской системе относительно (по сравнению с банковскими системами других стран) безболезненно преодолеть кризис на фоне одного из самых глубоких в мире спадов в реальном секторе российской экономики.

Таким образом, в работе обосновывается тезис о том, что на протяжении рассматриваемого периода в целом наблюдалась устойчивая взаимосвязь между денежным предложением и инфляцией. Инфляция в РФ оставалась преимущественно монетарным феноменом, чему способствовали низкая монетизация экономики России и отсутствие в руках Центробанка стандартных работающих инструментов денежной политики – развитого

рынка государственных ценных бумаг и базовой для экономики процентной ставки.

Однако, как показано автором, в краткосрочном периоде (от нескольких месяцев до года) важными факторами, определяющими динамику потребительских цен были динамика реального выпуска и номинального курса рубля. В частности, благодаря росту транзакционного спроса на деньги при расширении выпуска (росте реального ВВП) инфляция замедлялась при сопоставимых темпах роста денежного предложения. С другой стороны, укрепление номинального курса рубля к доллару США также способствовало замедлению темпов роста цен (в том числе за счет эффекта переноса курса в цены импортируемых товаров). Однако заметим, что эти эффекты действовали лишь в пределах нескольких месяцев, и при сохранении высоких темпов роста денежного предложения темпы инфляции возвращались к значениям, определяемым монетарными факторами.

Автор в качестве основного методологического подхода к анализу факторов, определяющих спрос на деньги и инфляцию в российской экономики, предлагает подход, основанный на денежной теории ценообразования, т.е. на предположении о равновесии спроса и предложения на рынке денег.

В диссертации денежная масса считается заданной экзогенно. В качестве альтернативной стоимости хранения денег автор использовал темп прироста курса рубля по отношению к доллару. В нашем случае теоретическая гипотеза включения переменной изменения номинального обменного курса следующая: с ростом обменного курса рубль/доллар США (изменение курса со знаком плюс) экономические агенты будут стремиться переводить имеющиеся у них рубли в доллары США, ожидая продолжения роста курса (данное предположение строится на предпосылке об адаптивных ожиданиях). Таким образом, с ростом курса мы ожидаем снижение спроса на рубли. Однако, вообще говоря, можно построить цепочку рассуждений, когда снижение обменного курса будет сопровождаться падением спроса на

деньги. Например, снижение обменного курса рубль/доллар стимулирует агентов переводить имеющиеся рубли в доллары с расчетом на будущий рост курса и обратную конвертацию валют. Такая стратегия эквивалентна покупке актива (в данном случае доллара США) по низкой цене и продаже актива по более высокой цене.

Таким образом, в диссертации номинальный спрос на деньги (в логарифмическом виде, с учетом результатов анализа рядов на стационарность) может быть описан моделью коррекции ошибок вида:

$$\Delta p_t = \alpha_1 + \sum_i \alpha_{2i} \Delta p_{t-i} + \sum_i \alpha_{3i} \Delta m_{t-i} + \sum_i \alpha_{4i} \Delta e_{t-i} + \sum_i \alpha_{5i} y_{t-i} + \sum_i \alpha_{6i} d_{t-i} + \alpha_7 \eta_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\eta_t = p_t + a_1 m_t + a_2$$

$$\varepsilon \sim N(0, \sigma^2)$$

где m обозначает логарифм объем денег в экономике (денежный агрегат), Δp – прирост индекса цен, y – логарифм показателя уровня экономической активности, Δe_t – темп прироста валютного курса, η_t – коинтеграционное соотношение, ε_t – остатки модели.

Результаты оценки представленной модели на данных о динамике индекса потребительских цен в РФ в 1999-2007 годах позволили сделать вывод о том, что между ценами и денежной массой на рассматриваемом промежутке времени существовала долгосрочная связь. Использование в модели наряду с текущими темпами роста денежной массы коинтеграционного соотношения между ценами и денежной массой позволило разделить краткосрочные и долгосрочные эффекты денежно-кредитной политики, в частности, выявить тенденцию к возвращению к устойчивому долгосрочному соотношению при краткосрочных отклонениях цен или денежного предложения.

На отклонение цен от долгосрочного соотношения между ценами и денежной массой также оказывал влияние темп прироста обменного курса, выступающего в качестве альтернативной стоимости хранения денег (увеличение темпов прироста обменного курса приводит к уменьшению спроса на реальные денежные балансы, а, следовательно, к увеличению

инфляции) и объем выпуска (увеличение дохода в экономике вызывает увеличение спроса на реальные денежные остатки, то есть уменьшение инфляции при эндогенно заданном денежном предложении). При этом расширение денежной массы в экономике приводило к увеличению инфляции. В то же время наблюдалась тенденция возвращения инфляции к долгосрочному понижающему тренду.

Выявленные в диссертации зависимости между динамикой инфляции и макропараметрами, а также отмеченные выше основные особенности и детерминанты денежно-кредитной сферы позволили сформулировать вывод о том, что для радикального и устойчивого снижения инфляции в РФ Банк России должен перейти к минимально зависимой от внешних условий антиинфляционной политике, опирающейся на существующие закономерности между динамикой инфляции и набором макроэкономических и денежных параметров. Именно такой политикой является политика таргетирования инфляции, более подробному рассмотрению которой посвящена **глава 2**.

В данной главе были рассмотрены теоретические основы, основные условия и ограничения перехода и реализации режима инфляционного таргетирования денежными властями развитых и развивающихся стран.

Проведенный автором анализ показал, что основной причиной популярности в последние 10-15 лет режима таргетирования инфляции является тот факт, что данный режим денежно-кредитной политики, как правило, ведет к улучшению макроэкономической динамики и снижению уязвимости экономики к шокам по сравнению с альтернативными режимами. В то же время необходимо помнить о следующем:

- развивающиеся страны и страны с переходной экономикой начали применять режим таргетирования инфляции сравнительно недавно, поэтому пока однозначные выводы об оптимальности данного режима в таких экономиках делать все-таки преждевременно;

- на настоящий момент в мировом экономическом сообществе не достигнуто согласие по поводу того, являются ли наблюдаемые положительные эффекты, возникающие после перехода к инфляционному таргетированию, следствием изменения фундаментальных условий в экономике или самого по себе режима денежно-кредитной политики.

Основная часть главы посвящена рассмотрению институциональных и технических условий реализации режима инфляционного таргетирования, в том числе с учетом особенностей развитых и развивающихся экономик, а также стран с переходной экономикой.

В работе отмечается, что при переходе к режиму таргетирования инфляции органы денежно-кредитного регулирования должны решить несколько важных вопросов:

- выбрать таргетируемый показатель; установить целевое значение инфляции и коридор, в рамках которого может находиться фактическая инфляция;
- определить временной горизонт, на который прогнозируется инфляция и устанавливается целевое значение;
- разработать способ взаимодействия с фискальными властями, чтобы обеспечить поддержку новому режиму денежно-кредитной политики.

Согласно представленным автором теоретическим постулатам, перед переходом к данному режиму денежно-кредитной политики страна должна обеспечить выполнение ряда довольно жестких условий, таких как независимость центрального банка, структура экономики, развитость финансовой системы и квалификация персонала органов денежно-кредитного регулирования. Проведенные в диссертации обобщение и анализ международного опыта реализации режима инфляционного таргетирования выявили тот факт, что на практике данные условия успешного перехода к режиму таргетирования инфляции на самом деле являются нежесткими.

Кроме того, эти условия желательно соблюдать при любом режиме денежно-кредитной политики. Однако чем лучше соблюдаются такие условия, тем более успешные результаты внедрения нового режима можно ожидать. Быстрый прогресс в достижении таких условий после перехода к таргетированию инфляции повышает доверие экономических агентов к органам денежно-кредитного регулирования, что также способствует успеху нового режима.

В диссертации показано, что для экономик стран с развивающимися рынками характерна гораздо большая волатильность основных макроэкономических показателей, что затрудняет проведение денежно-кредитной политики. Однако режим инфляционного таргетирования, тем не менее, является оптимальным режимом денежно-кредитной политики как с точки зрения как снижения инфляции, так и с точки зрения стимулирования экономического развития.

Важно отметить, что страны с развивающимися рынками стараются более четко и полно проработать институциональные условия для реализации инфляционного таргетирования. В законодательстве всех стран, осуществляющих таргетирование инфляции, стабильность цен указана в качестве основной цели, стоящей перед центральным банком. При этом указывается, что он обладает свободой в выборе инструментов для достижения данной цели. Кроме того, в странах с развивающимися рынками необходимые изменения в законодательство вносятся, как правило, до начала применения нового режима, а центральному банку законодательно запрещается финансирование дефицита бюджета за счет покупки государственных ценных бумаг на первичном рынке.

Одной из основных причин такого отличия стран с развивающимися рынками от развитых стран является большая волатильность инфляции в странах с развивающимися рынками, которая приводит к меньшему доверию экономических агентов политике центрального банка. Кроме того, финансовые рынки стран с развивающимися рынками менее развиты и

устойчивы, а вероятность финансового кризиса в таких странах выше. Приведенные особенности стран с развивающимися рынками уменьшают доверие экономических агентов политике центрального банка и могут затруднить контроль над его деятельностью.

Рассмотрение в работе операционных аспектов реализации режима таргетирования инфляции показало, что органы денежно-кредитного регулирования в странах с развивающимися рынками в меньшей степени опираются на экономико-математические модели при проведении денежно-кредитной политики. Кроме того, они осуществляют более активные интервенции на валютном рынке. Проведенный анализ позволяет также утверждать, что страны с развивающимися рынками чаще используют точечные, а не интервальные цели по инфляции. Все это обусловлено быстро меняющейся структурой экономик стран с развивающимися рынками, а также тем фактом, что одним из основных механизмов денежной трансмиссии в них служит перенос изменения обменного курса на цены товаров и услуг.

Автор показал, что большинство центральных банков стран с развивающимися рынками при переходе к инфляционному таргетированию приняли ряд мер по оптимизации своей организационной структуры. Данные меры заключались в основном в привлечении большего числа экспертов к обсуждению мер денежно-кредитной политики, а также в большем делегировании полномочий внутри центральных банков. Отметим, что осуществление таких изменений было особенно сложно для органов денежно-кредитного регулирования стран с развивающимися рынками, так как они привыкли заниматься преимущественно контролем над банковской системой и самостоятельным проведением денежно-кредитной политики, а не общением с экономическими агентами и донесением своей точки зрения до широкой общественности.

В качестве важного практического результата, содержащегося в данной главе, следует отметить рекомендации по выбору индекса цен,

используемого для таргетирования. Такой индекс должен, с одной стороны, в значительной мере контролироваться органами денежно-кредитного регулирования, а с другой – по возможности исключать краткосрочные неравномерные изменения цен под влиянием отдельных факторов, которые имеют административный, событийный, а также сезонный характер. Кроме того, таргетируемый показатель должен быть известен и понятен экономическим агентам и оперативно обновляться и публиковаться в открытом доступе. В Российской Федерации в качестве такого индекса предложен базовый индекс потребительских цен (БИПЦ), рассчитываемые рассчитываемый Росстатом. В частности, волатильность базовой инфляции гораздо меньше, чем индекса потребительских цен (ИПЦ). Например, за январь 2003 г. – июнь 2008 г. стандартное отклонение ИПЦ достигло 0,6%, а БИПЦ – лишь 0,3%.

В диссертации рассмотрены каналы денежно-кредитной трансмиссии, которые могут работать при применении режима таргетирования инфляции и выделены процентный канал, кредитный канал и канал цен активов. При этом функционирование того или иного канала зависит от сложившейся ситуации в экономике и поддается влиянию лишь в среднесрочной перспективе, так как определяется не только действиями властей, но и ожиданиями и предпочтениями экономических агентов. Поэтому органам денежно-кредитного регулирования важно понимать, на какие каналы денежной трансмиссии они могут рассчитывать при проведении своей политики. Разработке и обоснованию методологических подходов к выявлению существующих в экономике каналов трансмиссии денежно-кредитной политики посвящена **глава 3**.

В современных работах, посвященных эмпирическому анализу трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики, используется три основных методологических подхода к идентификации каналов воздействия денежно-кредитной политики на реальный сектор экономики:

- дескриптивный подход;

- метод векторных авторегрессий;
- панельный анализ на микроданных.

При этом дескриптивный подход представляется слишком субъективным, причем фактически он представляет собой упрощенную версию эконометрических подходов.

Соответственно, в диссертации дано обобщение и критический анализ основных условий и ограничений применения векторных авторегрессий и панельного анализа индивидуальных банковских балансов, а также проведены соответствующие расчеты.

Перед анализом механизмов денежной трансмиссии в экономике России было изучено влияние денежного предложения и цен на динамику реального выпуска. Оценки осуществлялись на основе построения импульсных функций отклика векторной авторегрессионной модели:

$$Y_t = A(L^i)Y_{t-i} + Z_t + E_t$$

$$Y_t = (M_t, Y_t, P_t)^T,$$

$$Z_t = (OIL_t, TREND_t)$$

где M – показатель денежного предложения, Y – реальный выпуск, P – уровень цен, а OIL – цена на нефть марки «Брент», а $TREND$ – линейный тренд.

Проведенный автором анализ взаимосвязи денег, цен и выпуска в экономике России не позволил отвергнуть гипотезу об отсутствии влияния денежного предложения на динамику выпуска на рассматриваемом периоде времени. Данный вывод объясняется особенностями и быстротечностью процессов в реальном секторе экономики на протяжении рассматриваемого периода времени, а также малым количеством наблюдений. В нашем случае все данные приходятся, фактически, на один цикл экономической конъюнктуры, т.е. анализ взаимодействия денег и выпуска проводится внутри одного среднесрочного экономического цикла. Кроме того, на динамику выпуска накладывался восстановительный рост после кризиса 1998 г., все влияние которого не может быть учтено включенными в модель

экзогенными переменными. Так, модель показывает, что ценовые шоки в течение полугода оказывают некоторое влияние на динамику выпуска. Однако данное влияние не носит какого-либо однонаправленного характера, а изменение выпуска имеет колебательный характер. По всей видимости, данный результат отражает адаптацию экономики в случае ценовых шоков.

Для эмпирического исследования каналов денежной трансмиссии в экономике России на основе анализа импульсных функций откликов и статистических качеств уравнения выпуска в модели векторной авторегрессии (с учетом коррекции ошибок, где необходимо) рассматривалась следующая спецификация модели:

$$Y_t = A(L')Y_{t-i} + Z_t + E_t$$

$$Y_t = (H_t, Y_t, X_t)' ,$$

$$Z_t = (TREND_t)$$

где X обозначает переменные, характеризующие тот или иной канал денежной трансмиссии⁶.

В диссертации приведены отрицательные результаты при тестировании всех гипотез о существовании отдельных каналов денежной трансмиссии на основе графиков импульсных функций отклика, что, по всей видимости, является следствием недостаточно большого количества наблюдений. Однако анализ статистических качеств уравнения выпуска в оцениваемых моделях позволил выделить три канала трансмиссии, функционирование которых не противоречит эмпирическим данным: канал непредвиденного роста уровня цен, канал банковского кредитования и канал богатства домохозяйств. Такие результаты вполне согласуются с общими

⁶ Рассматривались переменные, позволяющие учесть функционирование следующих каналов денежной трансмиссии:

- процентного канала;
- канала банковского кредитования;
- канала денежных потоков;
- канала непредвиденного роста уровня цен;
- канала богатства домохозяйств;
- канала q-Тобина;
- курсового канала.

представлениями о характере взаимодействия реального и финансового секторов в экономике России.

В частности, канал непредвиденного роста уровня цен объясняется наличием выявленной ранее реакцией выпуска на ценовые шоки. Существование канала богатства домохозяйств можно объяснить бурным ростом доходов населения в последние годы, который привел к значительному увеличению потребительского спроса, ставшего одним из ведущих факторов экономического роста.

Как показано в диссертации, данные результаты, по всей видимости, отражают практическое отсутствие у Банка России реальных рычагов воздействия на денежно-кредитную политику в стране, и, следовательно, слабое ее влияние на реальный сектор экономики РФ. Основным фактором экономического роста в рассматриваемый период были высокие цены на энергоносители, вследствие которых основным каналом формирования денежного предложения в России стала покупка Банком России валюты. В таких условиях говорить о самостоятельной денежно-кредитной политике представляется неоправданным.

Еще одним из возможных работающих каналов денежной трансмиссии в 1999–2007 гг. был выявлен канал банковского кредитования, и в диссертации приведена дополнительная проверка его функционирования с помощью панельного анализа на данных по балансам коммерческих банков РФ.

Динамическая структура оцениваемой модели представлена лагированной эндогенной переменной (с запаздыванием в один квартал), а также лагами экзогенных переменных, которые необходимы для учета сезонных эффектов. Модель имеет следующий вид:

$$loan_{it} = \alpha + \beta \cdot loan_{it-1} + \mathbf{x}'_t \cdot \gamma + \lambda \cdot i_t + \mathbf{z}'_{it} \cdot \delta + i_t \mathbf{z}'_{it} \cdot \phi + u_{it},$$

где $loan_{it}$ – темп прироста выданных кредитов (к аналогичному периоду предыдущего года); $\mathbf{x}_t$ – вектор макроэкономических контрольных переменных, которые необходимы для учета шоков со стороны спроса (в

число таких переменных были включены темп роста ВВП, а также темп прироста реального эффективного курса рубля к аналогичному периоду предыдущего года); i_t – переменная, характеризующая денежно-кредитную политику в момент t (реальная ставка процента на рынке МБК); z_{it} – вектор индивидуальных банковских характеристик (ликвидность, размер и капитализация); u_{it} – нормальные независимо распределенные остатки (по предположению).

Полученные автором оценки свидетельствуют в пользу гипотезы о функционировании в РФ канала банковского кредитования. Увеличение процентных ставок на рынке МБК приводит к снижению темпов прироста кредитования нефинансового сектора (прежде всего, юридических лиц), причем данное снижение оказывается тем более существенным, чем меньше размер и достаточность капитала кредитной организации.

В целом полученные в диссертации результаты могут интерпретироваться как свидетельства фактической экзогенности денежно-кредитной политики РФ, которая определялась на протяжении рассматриваемого периода времени необходимостью Банка России скупать поступающую в страну валюту, наращивая тем самым предложение денег. В то же время на протяжении 2000-х годов ситуация несколько улучшилась, так как большую роль стали играть канал банковского кредитования и канал богатства домохозяйств, что отражает возросшую роль банковской системы в финансировании реального сектора и формировании потребительского спроса.

Анализ условий перехода к режиму инфляционного таргетирования, проведенный во второй главе, также показал, что ряд стран на данном этапе сталкивался с необходимостью значительного (существенного) снижения инфляции до уровня долгосрочного целевого значения. При этом международный опыт свидетельствует, что оптимальной стратегией в этом

случае является постепенный отказ от режима фиксированного обменного курса и переход к инфляционному таргетированию⁷.

Продолжая логику анализа текущей денежно-кредитной политики Банка России с точки зрения условий и возможностей перехода к режиму таргетирования инфляции, в **главе 4** рассматриваются основные методологические подходы к выявлению фактических целей и правил денежно-кредитной политики.

В диссертации рассматриваются три альтернативных подхода:

- построение векторных авторегрессий для выявления корректировки возможных промежуточных целей Банка России на изменение конечных целей денежно-кредитной политики;
- анализ правил, основанных на прошлых значениях целевых переменных с помощью МНК;
- анализ правил, основанных на прогнозируемых значениях целевых переменных с помощью обобщенного метода моментов.

В рамках первого подхода автором рассматривались импульсные функции отклика векторных авторегрессионных моделей следующего вида:

$$\begin{aligned} K_t &= A(L^i)K_{t-i} + Z_t + E_t \\ Z_t &= (const, D, OIL) \end{aligned}$$

где K – вектор эндогенных переменных, включающий в себя:

- переменные, относящиеся к политике центрального банка (промежуточную цель): изменение логарифма денежной базы, ставку МБК, изменение логарифма стоимости бивалютной корзины или изменение остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков;
- переменные, описывающие конечные цели денежно-кредитной политики: индекс потребительских цен, темпы роста

⁷ Заметим, что в этом случае властям необходимо также обеспечить проведение адекватной бюджетно-налоговой политики, которая бы не противоречила объявленным целям органов денежно-кредитного регулирования.

реального выпуска, реальный эффективный курс рубля, а также стоимость бивалютной корзины.

В рамках второго подхода для проверки гипотез о наличии правил денежно-кредитной политики, основанных на предыдущих значениях целевых показателей, модель может быть представлена следующим образом:

$$r_t = c + \sum_{i=1}^j a_i \pi_{t-i} + \sum_{i=1}^k b_i y_{t-i} + \sum_{i=1}^l c_i z_{t-i} + \sum_{i=1}^m d_i r_{t-i} + e_t,$$

где π характеризует инфляцию, y – выпуск, а z – дополнительный целевой параметр денежно-кредитной политики, параметры j, k, l, m отражают количество лагов, а r – промежуточную цель денежно-кредитной политики.

В качестве промежуточных целей были рассмотрены ставка процента на рынке МБК, стоимость бивалютной корзины, денежная база в узком определении, остатки на корреспондентских счетах коммерческих банков, отношение остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков к денежному агрегату М2, отношение остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков к денежной базе.

В качестве потенциальных конечных целей денежно-кредитной политики анализировались темп роста ВВП в реальном выражении, безработица, индекс промышленного производства, инфляция, эффективный курс рубля, скорость обращения денег.

Оценка осуществлялась с помощью обобщенного метода наименьших квадратов.

При оценке правил денежно-кредитной политики, основанных на ожиданиях органов денежно-кредитного регулирования относительно будущих значений выпуска, инфляции, безработицы, обменного курса, а также других целевых показателей (третий подход), использовался обобщенный метод моментов. В диссертации оценивалась модель вида

$$r_t = \alpha_0 + \alpha_1 r_{t-1} + E_{t-1}(y_{t+n} - y^*) + E_{t-1}(\pi_{t+n} - \pi^*) + E_{t-1}(z_{t+n} - z^*) + e_t,$$

то есть предполагалось, что центральный банк при проведении денежно-кредитной политики ориентируется на ожидаемое отклонение конечных

целей денежно-кредитной политики от целевого значения. Причем данные отклонения центральный банк прогнозирует на основе информации, полученной за моменты времени, предшествующие моменту t . В качестве инструментальных переменных для оценки регрессии мы рассматривали запаздывающие значения промежуточных и конечных целей денежно-кредитной политики, цен на нефть и денежных агрегатов. Для оценки модели использовался обобщенный метод моментов.

Проведенное автором изучение импульсных функций отклика возможных промежуточных целей денежно-кредитной политики на шоки конечных целей показало, что в качестве статистически значимой промежуточной цели ДКП могут выступать лишь остатки на корреспондентских счетах коммерческих банков в ЦБ РФ. Статистически значимыми конечными целями денежно-кредитной политики оказались темпы изменения выпуска, а также бивалютная корзина. В диссертации показано, что остатки на корсчетах снижаются в ответ на ослабление курса рубля и рост выпуска в реальном выражении, что соответствует гипотезе о том, что политика Банка России заключается в стабилизации данных показателей. Иными словами, ослабление рубля либо ускорение выпуска вызывает ужесточение денежно-кредитной политики. Данный результат интерпретируется как свидетельство того, что управление корсчетами коммерческих банков в ЦБ РФ позволяет Банку России контролировать ситуацию с ликвидностью в банковском секторе, поддерживая в случае необходимости стабильность финансовой системы страны. В то же время такая реакция промежуточных целей ЦБ РФ на рост выпуска может быть следствием действия базовых макроэкономических закономерностей, а не результатом целенаправленной политики Банка России.

Оценки моделей, описывающих правила денежно-кредитной политики, основанных на прошлых и на ожидаемых значениях конечных целей денежно-кредитной политики, показали, что со статистической точки зрения именно наличие правила, основанные на прогнозируемых значениях,

в большей степени соответствуют эмпирическим данным. Несмотря на то, что бивалютная корзина официально являлась операционным ориентиром ЦБ РФ, гипотезу об отсутствии реакции данного показателя на прогнозируемые значения различных конечных целей политики денежных властей отвергнуть не удалось. Иными словами, стоимость бивалютной корзины на практике не использовалась Банком России в качестве промежуточной цели проведения политики. В то же время полученные результаты не противоречат гипотезе о том, что бивалютная корзина является важным целевым ориентиром для Центрального банка – ожидаемое укрепление рубля приводит к смягчению денежно-кредитной политики, что соответствует результатам, полученным при оценке векторных авторегрессий.

Также в диссертации удалось показать, что конечной целью денежно-кредитной политики Банка России могла считаться и стабилизация цен: ожидаемое ускорение инфляции либо темпов роста ВВП приводило к ужесточению политик за счет повышения процентных ставок, снижения денежного предложения либо уменьшения остатков на корсчетах коммерческих банков в Банке России. Интересно отметить, что ожидаемый рост эффективного курса рубля вызывает ужесточение политик денежных властей. Иными словами, органы денежно-кредитного регулирования реагировали на колебания эффективного курса, изменяя инструменты денежно-кредитной политики в направлении, противоположном направлению стабилизации курса: в периоды ускорения инфляции ЦБ РФ начинал обращать меньшее внимание на укрепление курса рубля, уменьшая объемы покупки иностранной валюты. В результате курс рубля укреплялся, но инфляция при этом замедлялась. Данная ситуация, скорее всего, была обусловлена большим значением курсовой политики Банка России в снижении инфляции.

Полученные в работе результаты свидетельствуют в пользу того, что на рассмотренном периоде времени ЦБ РФ использовал в качестве промежуточных целей денежно-кредитной политики как процентные ставки,

так и денежное предложение и остатки на счетах коммерческих банков в Банке России. Разнообразие используемых промежуточных целей может объясняться прежде всего быстрым изменением внутренних и внешних условий проведения денежно-кредитной политики.

Автором была выявлена низкая инерционность промежуточных целей денежно-кредитной политики – коэффициенты при лагированных значениях промежуточных целей не превышают 0,6, что, по всей видимости, связано с большей волатильностью российского финансового рынка, которая вынуждала ЦБ РФ быстро адаптировать свою политику к ситуации на рынке.

В диссертации сделан вывод, что к началу кризиса 2008 года политика российского центрального банка стала более похожей на денежно-кредитную политику в развитых странах. Это проявлялось, прежде всего, в том, что для ЦБ РФ большое значение начала играть такая «традиционная» конечная цель политики денежных властей, как инфляция. В 1990-х – начале 2000-х гг. приоритет в проведении денежно-кредитной политики отдавался курсовой политике. Кризис внес свои коррективы в поведение и цели политики денежных властей, что не позволило к настоящему моменту проверить гипотезу о начале реализации на практике заявленного руководством Банка России постепенного перехода к инфляционному таргетированию.

Как было показано в предыдущих главах, одной из основных особенностей при исследовании денежно-кредитной политики в России является учет зависимости экономики и поведения денежных властей от внешней конъюнктуры. Колебания цен на нефть являются основной причиной колебаний соотношения спроса и предложения валюты на внутреннем рынке, изменения курса рубля и, соответственно, – фактором, определяющим ситуацию в денежно-кредитной сфере. В последние годы перед кризисом (2006 – первая половине 2008 гг.) наблюдался приток валюты в страну и по счету движения капитала, сменившийся на рубеже 2008-2009 годов резким оттоком (до 130 млрд. долларов в четвертом

квартале 2008 года). По своим масштабам движения капитала в/из РФ стали сопоставимы с сальдо счета текущих операций платежного баланса РФ и оказывали (например, осенью 2008 года) определяющее влияние на динамику курса рубля и ситуацию в денежно-кредитной сфере.

В главе 5 обоснованы методические подходы к анализу влияния потоков капитала на макроэкономические показатели в Российской Федерации, в частности, на реальный обменный курс рубля, изменение потребительских цен, темпы экономического роста, динамику инвестиций и индекс фондового рынка в 1999–2007 годах.

Обобщение и критический анализ литературы показали, что однозначного ответа на вопрос о последствиях либерализации счета движения капитала для национальной экономики не существует. Несмотря на отсутствие надежных доказательств ускорения экономического роста после либерализации при построении моделей на панельных данных, многие исследователи продемонстрировали существование значительных косвенных выгод либерализации. Кроме того, последствия либерализации во многом определяются особенностями экономики страны, которая ее осуществляет.

Далее в работе продемонстрировано применение современных методологических подходов и методов анализа влияния показателей счета движения капитала и финансовых инструментов платежного баланса России на макроэкономические показатели РФ на периоде 1999–2007 годов.

Для анализа воздействия движения капитала на экономику РФ автором были построены многофакторные регрессионные модели временных рядов, отражающие зависимость макроэкономических показателей от потоков капитала.

Полученные в диссертации оценки демонстрируют, что в период 1999–2007 гг. приток капитала в РФ начал оказывать влияние на темпы роста национальной экономики – мы обнаружили статистически значимую зависимость темпов роста отечественного ВВП и инвестиций в основной капитал от притока инвестиций в нашу страну. В частности, увеличение

притока частного капитала в РФ по статьям прямые инвестиции, портфельные инвестиции, а также привлеченные ссуды и займы на 1 п.п. ВВП приводит к ускорению темпа роста ВВП на 0,3–0,35 п.п., а увеличение прямых инвестиций на 1 п.п. ВВП вызывает ускорение темпа прироста инвестиций в основной капитал на 0,85 п.п. При этом необходимо отметить, что влияние притока инвестиций на экономическое развитие было очищено от воздействия цен на нефть, так как данная переменная также входит в оцениваемую модель.

В работе показано, что роль сектора государственного управления в движении капитала в рассматриваемый период постепенно снижалась. До начала 2000-х гг. этот институциональный сектор определял большую часть движения капитала, причем подавляющая часть операций была связана с управлением государственным внешним долгом страны. Возможно, именно поэтому приток капитала не вызывал ускорения роста экономики. В условиях высоких цен на нефть и устойчивого профицита федерального бюджета РФ объем государственного внешнего долга непрерывно сокращался. Тем не менее, одновременно происходил рост внешней задолженности квази-государственных компаний (Газпром, Роснефть и др.)

Как показали проведенные расчеты, наибольшее влияние на ситуацию в денежной сфере оказывали потоки портфельных инвестиций в РФ, а также привлеченные российскими компаниями ссуды и займы. Монетизированный приток капитала в нашу страну вызывает увеличение темпов роста потребительских цен.

Приток капитала в РФ также вызывал укрепление национальной валюты в реальном выражении как за счет укрепления рубля в номинальном выражении, так и вследствие увеличения инфляции.

Автором показано, что счет операций с капиталом и финансовыми инструментами в 1999–2007 годах, с одной стороны, положительно влиял на реальный сектор экономики России, являясь важным источником финансирования инвестиций в основной капитал, а с другой, – вызывал

укрепление национальной валюты и ускорение инфляции. Поведение потоков капитала перед кризисными эпизодами, имевшими место в новейшей истории России (1997–1998 и 2008–2009 годы), однозначно указывает на резкое усиление оттока капитала из страны при первых признаках развития кризисных явлений. Учитывая возросшую роль частного капитала в развитии российской экономики, необходимо понимать, что по мере постепенного сокращения сальдо текущего счета платежного баланса РФ могут возникнуть предпосылки к новому масштабному оттоку частного капитала. Последнее, в свою очередь, приводит к возникновению серьезных проблем в экономике.

Таким образом, в диссертации была выявлена значимая зависимость денежно-кредитной сферы российской экономики от движения потоков капитала в/из России, причем наибольшее влияние оказывали движения капитала, осуществляемые частными компаниями нефинансового сектора (в значительной степени – компании с участием государства в капитале). Эти эффекты стали наиболее очевидны после либерализации валютного регулирования и валютного контроля в 2006-2007 годах.

Однако наиболее серьезной проблемой при исследовании денежно-кредитной политики в России является учет зависимости экономики и поведения денежных властей от ситуации на мировых сырьевых товарных рынках. Колебания цен на нефть являются основной причиной колебаний соотношения спроса и предложения валюты на внутреннем рынке, изменения курса рубля и, соответственно, – фактором, определяющим ситуацию в денежно-кредитной сфере. Кроме того, как было показано выше, именно динамика курса рубля на протяжении долгого времени являлась неявной (фактической) целью проведения денежно-кредитной политики Банка России.

В качестве методологического аппарата и основы для разработки рекомендаций для Банка России по формированию оптимальной денежно-кредитной политики с учетом конъюнктуры мировых сырьевых рынков в

главе 6 проведен анализ эффективности денежно-кредитной политики в странах – крупнейших экспортерах нефти в 1986-2007 годах (с точки зрения стерилизации шоков денежного предложения, вызванных колебаниями экспортной выручки при изменении мировых цен на нефть).

В диссертации автором применен подхода, основанный на разделении периодов высоких и низких цен на нефть. Соответственно, исходная модель векторной авторегрессии была модифицирована для учета двух режимов (*regime-switching vector autoregression*). В сокращенном виде модель может быть записана следующим образом:

$$Y_t = A(L^i)Y_{t-i} + Z_t + E_t,$$

где Y – вектор рассматриваемых переменных, Z – вектор экзогенных (внешних по отношению к вектору Y) переменных, E – вектор случайных ошибок, $A(L^i)$ – матрица лаговых операторов.

В работе вектор рассматриваемых переменных включает цены на нефть, реальный выпуск, реальный обменный курс, внутренний кредит, чистые внешние активы, инфляцию и сальдо государственного бюджета. Вектор экзогенных переменных включает мировой выпуск и разницу между внутренними и внешними процентными ставками, либо внешнюю процентную ставку (шестимесячный LIBOR).

Переменная цен на нефть в модели была представлена в следующем виде:

$$OIL_t = OIL(S_t)$$

$$S_t \in (S_L, S_H)$$

$$S_L = \begin{cases} 1 & OIL_t < OIL \\ 0 & OIL_t > OIL \end{cases},$$

$$S_H = \begin{cases} 0 & OIL_t < OIL \\ 1 & OIL_t > OIL \end{cases}$$

где S_t – переменная состояния (режима), OIL – средний уровень цен, рассчитанный как среднее арифметическое цен на нефть сорта Brent за рассматриваемый период (1986–2007 гг., 26,66 долл. за баррель).

По результатам анализа в диссертации сделан вывод о том, что наиболее успешными с точки зрения стерилизации денежных эффектов

ценовых шоков являются режимы инфляционного таргетирования. Однако такие выводы получены для наиболее развитых индустриальных экономик – Канады и Норвегии.

В арабских странах – экспортерах нефти, несмотря на идентичность режимов курсовой и денежно-кредитной политики (таргетирование фиксированного курса национальной валюты), ситуация, тем не менее различается. С одной стороны, при высоких ценах достаточно успешно осуществляющих стерилизацию на внутреннем денежном рынке Ливия, ОАЭ и, отчасти, Иран. Наибольших успехов при этом достигли Объединенные Арабские Эмираты, политика денежных властей в которых может рассматриваться как абсолютно независимая от внешних положительных нефтяных ценовых шоках. Одним из объяснений данного факта может быть существование в ОАЭ суверенных фондов, решающих не только фискальные, но и денежные задачи. Показательно, что низкие цены на нефть оказывают на экономику ОАЭ достаточно сильное влияние, особенно в части сокращения чистых иностранных активов денежных властей.

Для второй подгруппы арабских стран – Алжира, Кувейта и Саудовская Аравия – характерной чертой является «провал» политики стерилизации внешних шоков на денежном рынке. При этом если для Алжира и Кувейта это справедливо для любых ценовых шоков, то денежные власти Саудовской Аравии достаточно успешно противостоят сокращению денежного предложения при низких ценах, но оказываются беспомощными при росте экспортной выручки на внутренний рынок при высоких ценах. Соответственно, при высоких ценах на нефть в Саудовской Аравии наблюдается значимое воздействие внешних шоков на динамику инфляции и реального курса риала .

Полученные автором результаты оценок для Венесуэлы и Нигерии свидетельствуют о достаточно слабом влиянии нефтяных цен на мировом рынке на ситуацию в экономике этих стран. По значениям объясненной дисперсии можно говорить о том, что денежные власти указанных стран

достаточно успешно стерилизуют колебания денежной массы из-за внешних шоков. Однако такие результаты объясняются, в том числе, крайне высокой нестабильностью экономического, социального и политического положения в этих странах на протяжении рассматриваемого периода. Эффекты от внешних ценовых шоков накладываются на внутренние события, и разделить их в рамках нашего подхода не представляется возможным. Поэтому данные результаты не могут рассматриваться как адекватные реальности для этих двух стран.

Разложение вариации исследуемых переменных для Мексики показало, что высокие цены на нефть практически не оказывают влияние на экономику. Доля объясненной дисперсии в этом случае для всех переменных крайне низка. В то же время при падении цен на нефть влияние как на финансовый, так и на реальный сектор экономики прослеживается достаточно отчетливо. Результаты оценок свидетельствуют о том, что денежным властям не удавалось в полной мере противостоять сокращению денежного предложения на внутреннем рынке, наблюдалось увеличение колебаний реального ВВП, особенно доходов государственного бюджета. Такое соотношение влияния высоких и низких цен на нефть может наблюдаться в том случае, когда нефтяной сектор занимает относительно небольшую долю в экономике, значительная часть добываемой нефти идет на внутреннее потребление, а издержки добычи нефти очень высоки. Однако в случае Мексики можно говорить и о том, что на периоды низких цен на нефть накладывались периоды усиления внутренней нестабильности, в частности, финансовый кризис 1994–1995 гг., а также воздействие со стороны прочих, ненефтяных, внешних факторов – например, кризиса на развивающихся рынках в 1997–1999 гг.

Результаты оценок для России при разных режимах в какой-то степени близки к результатам, полученным для Мексики, Саудовской Аравии, Венесуэлы и Норвегии. В частности, при обоих режимах не отвергается гипотеза о том, что Банк России не смог в достаточной степени

стерилизовать колебания денежного предложения из-за притока/оттока средств на внутренний валютный рынок. При этом денежно-кредитная политика в большей степени была неэффективной при высоких ценах на нефть. Соответственно, при росте цен на нефть внешние факторы оказали сильное влияние на динамику реального ВВП, реального курса рубля и доходы федерального бюджета.

В то же время при низких ценах на нефть доля объясненной ценовыми шоками дисперсии рассматриваемых переменных (кроме чистых иностранных активов денежных властей) оказалась очень низка. Данный результат, по нашему мнению, может быть связан с тем, что период низких цен на нефть совпал с периодом трансформационного спада в экономике России, и влияние собственно нефтяного сектора было «зашумлено». Тем не менее, следует отметить, что среди всех результатов для режима низких цен на нефть наибольшая доля объясненной дисперсии приходится на доходы федерального бюджета, что еще раз подтверждает его зависимость от нефтяных цен.

Необходимо также отметить, автором не было выявлено влияние цен на нефть на динамику инфляции в случае высоких нефтяных цен, т.е. практически на всем периоде устойчивого роста цен на нефть в 2000–2007 годах. Данный факт может быть объяснен тем, что на протяжении данного периода доля собственно монетарных факторов (за которые могут отвечать цены на нефть в условиях неполной стерилизации денежного избытка ЦБ РФ) постепенно снижалась. Кроме того, на данном временном интервале, в целом, наблюдался тренд к снижению инфляции после крайне высоких значений в 1990-е годы, однако используемая методика не позволяет выявить такие эффекты как замедление или ускорение темпов инфляции по отношению к тренду, а не по отношению к предыдущим значениям.

Далее в работе разработана и проанализирована теоретическая макроэкономическая модель общего равновесия, описывающая открытую

экспортоориентированную экономику при условии экзогенно заданных изменяющихся цен на экспортируемый товар.

Основными экономическими агентами в данной модели являются домохозяйства, фирмы и государство. В выбранной нами форме полезность домохозяйств обладает свойствами класса *Money-in-Utility* функций (деньги в функции полезности), а именно определяется агрегированным потреблением, свободным временем и реальными кассовыми остатками.

Отечественные фирмы делятся на производящие торгуемые (экспортируемые) и неторгуемые (в том числе импортозамещающие, но не экспортируемые) товары. Для приближения модели к особенностям экспортоориентированной экономики России принято упрощение о том, что существует единственный торгуемый экспортируемый товар, причем отечественные фирмы обладают существенными сравнительными преимуществами в его производстве. Иными словами, внешние шоки не могут изменить экспортную ориентацию производства. Также предполагается, что экспортируемый товар не потребляется внутри страны, т.е. мы не рассматриваем случай арбитража между ценами на экспортируемый товар на внутреннем и внешних рынках.

В работе предполагается, что импортируемые и отечественные неторгуемые товары дифференцированы, и фирмы являются монополистическими конкурентами на рынке. Иными словами, данные товары не являются совершенными субститутами, соотношение импорта и отечественных товаров на рынке будет определяться их ценами, но потребление ни неторгуемого, ни импортируемого товара не может опускаться до нуля.

Ввиду того, что нас интересуют в первую очередь краткосрочные эффекты при выборе того или иного режима денежно-кредитной политики, а временной интервал между вложением инвестиций и увеличением выпуска в предполагаемом экспортном секторе (добыча нефти) сравнительно велик, в модели не рассматривается накопление капитала как фактор увеличения

выпуска. Таким образом, выпуск в экономике (в краткосрочном периоде) определяется лишь трудовыми затратами.

Государство в модели представлено двумя агентами – органами денежно-кредитного регулирования (центральный банк) и фискальными органами (правительство). Поскольку конечной целью нашего построения является оценка последствий выбора того или иного режима денежно-кредитной политики, параметры государственного регулирования задаются экзогенно. В частности, в модели предполагается, что налоги берутся только с производства. В работе не рассматриваются альтернативы выбора между инструментами денежно-кредитной и фискальной политики, вследствие чего предполагается отсутствие бюджетного дефицита/профицита и долга.

Также в модели не рассматриваются рынок капитала и трансграничное движение капитала. Соответственно, процентные ставки на внутреннем рынке могут отличаться от мировых.

Необходимо отметить, что все номинальные переменные в модели являются совершенно гибкими, а рынки при возмущении моментально приходят в равновесие.

В рамках решения данной модели автором проанализированы последствия выбора денежными властями одного из трех основных (таргетирование инфляции, обменного курса, денежного предложения) режимов денежно-кредитной политики в случаях высоких и низких текущих цен на нефть. Функция потерь общественного благосостояния (*social loss function*), значение которой минимизируется государством (в данном случае – денежными властями), имеет вид:

$$\Omega_t = \frac{1}{2} \frac{1}{2} (\pi - \pi^{opt})^2 + \frac{1}{2} \frac{1}{2} \lambda (y_{in} - y_{in}^{opt})^2,$$

где π^{opt} – равновесное значение инфляции при условии плавающего обменного курса и $rk = P_{ex}^*/P^* = 1$, y_{in}^{opt} – внутренний выпуск неторгуемых товаров в равновесии при условии $rk = P_{ex}^*/P^* = 1$, λ – нормирующий множитель.

Как следует из модели, выбор оптимального (обеспечивающего минимальные потери функции общественного благосостояния по сравнению со случаем оптимальных значений инфляции и внутреннего выпуска) режима денежно-кредитной политики зависит не только от соотношения текущих цен экспорта и их долгосрочного уровня, но и от доли импортных товаров на внутреннем рынке. Все полученные условия выведены в предпосылке об отсутствии номинальной жесткости цен и курса национальной валюты. Особое значение здесь имеет абсолютная гибкость цен на внутреннем потребительском рынке, позволяющая осуществлять «подстройку» экономики к низким ценам экспорта за счет дефляции.

Показатель доли импортных товаров на рынке отражает как размеры экономики (малая – большая⁸), так и степень диверсификации национальной экономики и соответственно возможность и скорость импортозамещения, либо потери внутренней конкурентоспособности.

В диссертации показано, что при высоких текущих ценах на экспортируемый товар и низкой доле импортных товаров на внутреннем рынке минимальные потери функции общественного благосостояния могут быть достигнуты в случае следования денежных властей режиму инфляционного таргетирования. В этом случае денежные власти могут обеспечить более низкие по отношению к альтернативным режимам темпы роста реального курса национальной валюты.

При низких ценах экспорта и небольшой доле импортных товаров на внутреннем рынке оптимальными оказываются режимы таргетирования номинального обменного курса или инфляционного таргетирования. Предпочтение в пользу одного из режимов может быть отдано в каждом конкретном случае как с учетом значений прочих параметров модели, так и в зависимости от объема золотовалютных резервов национального центрального банка и продолжительности периода неблагоприятных условий торговли для страны. В частности, режим инфляционного таргетирования

⁸ Применительно к абсолютным размерам экономики, а не к ее роли на мировом рынке.

представляется более опасным с точки зрения угрозы валютного кризиса, несмотря на то, что реальное укрепление национальной валюты и соответственно падение внутреннего выпуска в секторе неторгуемых товаров может оказаться в этом случае меньше, чем при таргетировании обменного курса.

При высокой доле импортных товаров на внутреннем рынке наименьшие потери функции общественного благосостояния могут быть достигнуты при таргетировании денежного предложения, независимо от уровня цен на экспортируемый товар. Режим инфляционного таргетирования в такой ситуации в принципе не может быть реализован.

Проведенное автором сравнение аналитических выводов из модели с результатами эмпирического исследования эффективности денежно-кредитной политики показывает, что, несмотря на наличие многих искусственных допущений, модель в целом дает рекомендации, подтверждаемые имеющимися наблюдениями.

Основные публикации автора по теме диссертации

Монографии

1. Внутренние аспекты денежно-кредитной политики России. Научные труды ИЭПП, №45Р. – М.: ИЭПП, 2002. – 8,7 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 4,0 п.л.)
2. Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках. Научные труды ИЭПП, №58Р. – М.: ИЭПП, 2003. – 12,6 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 3,5 п.л.)
3. Выбор денежно-кредитной политики в стране – экспортере нефти. Научные труды ИЭПП, №77Р. – М.: ИЭПП, 2004. – 4,4 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 2,5 п.л.)

4. Взаимодействие потоков капитала и основных макроэкономических показателей в Российской Федерации. Научные труды ИЭПП, №94Р. – М.: ИЭПП, 2006. – 5,3 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 2,0 п.л.)
5. Региональные банковские системы и инвестиционные процессы. – М.: СЕПРА, ИЭПП, 2007. – 7,1 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 2,0 п.л.)
6. Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике. Научные труды ИЭПП, №116Р. – М.: ИЭПП, 2008. – 4,4 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 1,5 п.л.)
7. Анализ правил денежно-кредитной политики Банка России в 1999-2007 гг. Научные труды ИЭПП, №127Р. – М.: ИЭПП, 2009. – 4,3 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 1,5 п.л.)
8. Моделирование спроса на деньги в российской экономике в 1999-2008 гг. Научные труды ИЭПП, №136Р. – М.: ИЭПП, 2010. – 7,2 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 1,0 п.л.)
9. Количественные измерения денежно-кредитной политики Банка России. – М.: Дело, 2011. – 20 п.л.

Статьи в научных изданиях, рекомендованных ВАК РФ

10. Реальный обменный курс рубля: анализ динамики в 1992-1996 гг. // Проблемы прогнозирования, 1997. – №5. – с. 93–103.
11. Кризис финансовой системы России: основные факторы и экономическая политика // Вопросы экономики, 1998. – №11. – с. 36–64 (в соавторстве, авторские 6 с.)
12. Денежно-кредитная политика в Российской Федерации // Финансы и Бизнес, 2006. – №2. – с. 4–18 (в соавторстве, авторские 8 с.)
13. Некоторые вопросы денежной и курсовой политики в России в 2006–2008 годах и на ближайшую перспективу» // Вопросы экономики, 2007. – №2. – с. 26–45 (в соавторстве, авторские 10 с.)
14. Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ // Вопросы экономики, 2008. – №1. – с. 46–57 (в соавторстве, авторские 5 с.)

15. Возможные меры по снижению инфляции в России и оценка их эффективности // Экономическая политика, 2008. – №4. – с. 73–82.
16. «Мягкий» и «жесткий» сценарии развития экономики РФ в среднесрочной перспективе // Экономическая политика, 2009. – №1. – с. 69–76.
17. Ориентиры денежно-кредитной политики // Экономическая политика, 2010. – №2. – с. 27–30.

Публикации в других изданиях

18. Денежно-кредитная и бюджетная сферы // Российская экономика в 2000 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 22). - М.: ИЭПП, 2001. – 1,3 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 0,3 п.л.)
19. Денежно-кредитная политика в посткризисный период // Некоторые проблемы денежно-кредитной политики в переходной экономике. Научные труды ИЭПП, №28Р. – М.: ИЭПП, 2001. – 2,7 п.л.
20. Денежно-кредитная и бюджетная сферы // Российская экономика в 2001 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 23). - М.: ИЭПП, 2002. – 3,4 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 0,4 п.л.)
21. Внутренние факторы денежно-кредитной политики России // Экономический рост: после коммунизма (Материалы международной конференции). Научные труды ИЭПП, №40Р. – М.: ИЭПП, 2002. – 0,9 п.л.
22. Денежно-кредитная и валютная политика // Российская экономика в 2002 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 24). – М.: ИЭПП, 2003. – 1,2 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 0,7 п.л.)
23. Фунт сушеных рублей // Столичная вечерняя газета №71 от 28.05.2003. – с. 8.
24. Денежно-кредитная политика государства и ситуация с платежным балансом РФ // Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России. 1998–2002. – М.: Дело, 2003. – 1,5 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 0,2 п.л.)

25. Анализ инфляционных процессов в российской экономике // Экономика переходного периода. Сборник избранных работ. 1999–2002. – М.: Дело, 2003. – 1,4 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 0,8 п.л.)
26. Внутренние факторы денежно-кредитной политики России // Экономика переходного периода. Сборник избранных работ. 1999–2002. – М.: Дело, 2003. – 2,0 п.л.
27. Денежно-кредитная и валютная политика // Российская экономика в 2003 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 25). – М.: ИЭПП, 2004. – 1,1 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 0,2 п.л.)
28. Некоторые проблемы валютного регулирования в условиях действия новой редакции ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» // Российская экономика в 2003 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 25). – М.: ИЭПП, 2004. – 0,4 п.л.
29. Инфляционные процессы в российской экономике // Переходная экономика: теоретические аспекты, российские проблемы, мировой опыт. – М.: «Издательство «Экономика», 2004. – 1,0 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 0,3 п.л.)
30. Выбор режима денежно-кредитной политики в нефтеэкспортирующей экономике // Социально-экономическая трансформация в странах СНГ: достижения и проблемы (материалы международной конференции). – М.: ИЭПП, 2004. – 2,2 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 1,7 п.л.)
31. Денежно-кредитная и валютная политика // Российская экономика в 2004 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 26). – М.: ИЭПП, 2005. – 0,9 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 0,6 п.л.)
32. Есть автономная инфляция, являющаяся результатом кредитно-денежной политики // Коммерсантъ №24 от 10.02.2006. – с. 20.
33. Долгосрочные проблемы денежной и курсовой политики // Российская экономика в 2005 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 27). – М.: ИЭПП, 2006. – 0,3 п.л. (в соавторстве, вклад автора – 0,2 п.л.)

- 34.Если цены не подведут // Ведомости №34 от 27.02.2007. – с. А4 (в соавторстве, авторские 0,3 с.)
- 35.Если цены подведут // Ведомости №39 от 06.03.2007. – с. А4 (в соавторстве, авторские 0,3 с.)
- 36.Ответ на риски глобализации // Ведомости №221 от 22.11.2007. – с. А4 (в соавторстве, авторские 0,2 с.)
- 37.Элементы стратегии денежных властей России на среднесрочную перспективу // Мировой финансовый кризис: Исторические параллели и пути выхода, под. ред. Е.Гайдара и В.Мау. – М.: Альпина Паблишерз, 2009. – 0,1 п.л.