

УДК 336.7(575.2)

**ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ПРИ НОВОЙ ОСНОВЕ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ**

А.Ж. Сырдыбаев

На основе векторного авторегрессионного анализа установлено влияние учетной ставки и инфляции на отдельные экономические показатели.

Ключевые слова: векторный авторегрессионный анализ; трансмиссионный механизм; учетная ставка; инфляция; кредиты «овернайт»; депозиты «овернайт».

**TRANSMISSION MECHANISM IN NEW BASIS OF MONETARY POLICY
IN THE KYRGYZ REPUBLIC**

A.Zh. Syrdybaev

It is described the influence of monetary policy measures in new basis of National Bank KR, oriented on policy rate targeting. With vector autoregression analysis was made analysis of policy rate and inflation to particular economic indicators.

Key words: vector autoregression analysis; transmission mechanism; policy rate; inflation; "overnight" credits; "overnight" deposits.

Устойчивые цены – основа экономического развития любого государства. Для достижения устойчивости цен в краткосрочном и долгосрочном периоде государство в лице Национального банка Кыргызской Республики проводит денежно-кредитную политику, объектами которой выступают спрос и предложение на денежном рынке. Воздействие денежно-кредитной политики на инфляцию и экономическую активность осуществляется посредством передаточного механизма, называемого трансмиссионным, через определенные каналы. В экономической науке выделяют четыре основных канала: 1) канал валютного курса; 2) кредитный канал; 3) канал процентных ставок; 4) канал стоимости активов [1–5].

Если стратегическим ориентиром денежно-кредитной политики является достижение и поддержание стабильности цен согласно заявлению Национального банка, то промежуточным ориентиром с марта 2014 г. считают размер учетной ставки. Ранее размер учетной ставки формировался согласно колебаниям спроса и предложения на ноты Национального банка, теперь же учетная ставка определяется директивно решением правления на ежемесячной основе [2]. По заявлению представителей Национального банка, переход ориентира от

денежной массы к процентной ставке обусловлен стремлением не столько анализировать происшедшие процессы, сколько прогнозировать будущие. Это позволит минимизировать возможные риски и принять ряд мер превентивного характера для стабилизации ситуации.

Канал валютного курса в Кыргызской Республике отражает воздействие денежно-кредитной политики на уровень цен в стране через изменение курса национальной валюты, т. е. демонстрирует чувствительность цен при изменении валютного курса. С учетом того, что в Кыргызской Республике действует плавающий обменный курс, складывающийся из спроса и предложения на иностранную валюту, данный канал считается одним из наиболее важных. Схематично канал представлен на рисунке 1.

С учетом высокой импортозависимости страны (по состоянию на 1-й квартал 2014 г. импорт превышает экспорт в 2,1 раза) и значительной долларизации сбережений населения, влияние изменение валютного курса на формирование цен внутри страны становится значимым фактором, однако ввиду плавающего валютного курса влияние мер денежно-кредитной политики носит лишь регулирующий характер, не влияющие на долгосрочное формирование курса.

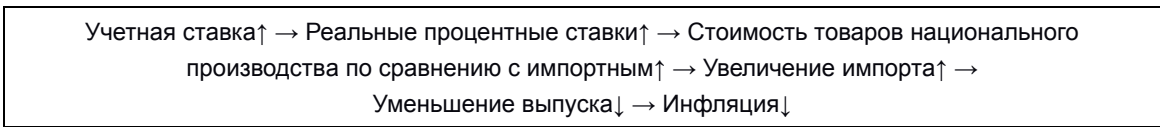


Рисунок 1 – Схема канала валютного курса

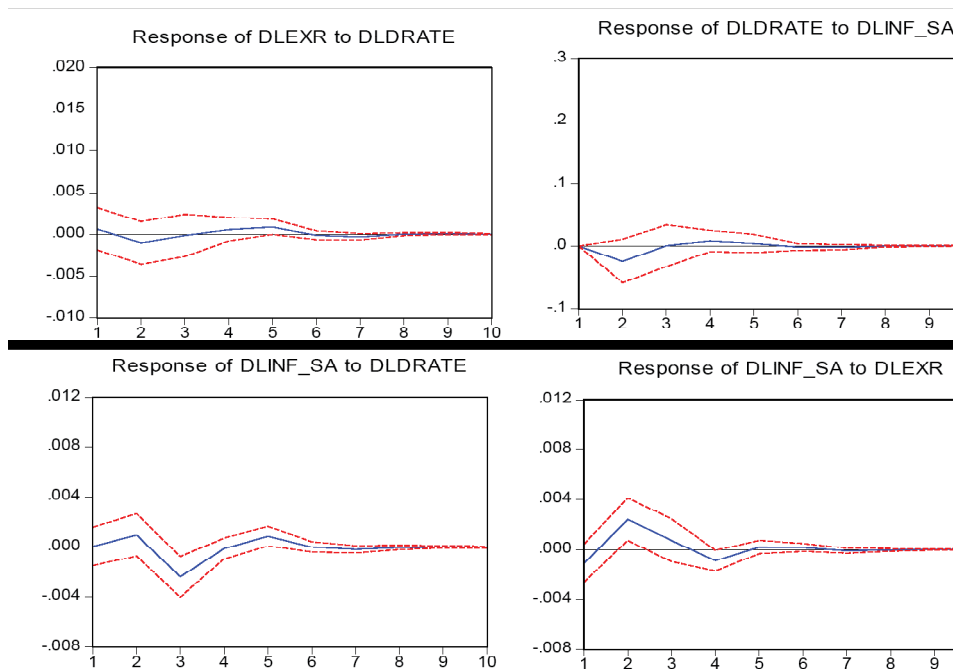


Рисунок 2 – Отклик валютного курса (график слева сверху) и инфляции (график слева снизу) на изменение уровня учетной ставки

Для проведения эконометрического анализа были выбраны ежемесячные статистические данные с января 2000 г. по август 2014 г. Все переменные взяты как эндогенные: *exr* – номинальный курс сома к доллару США, *inf* – уровень инфляции, *drate* – учетная ставка НБКР.

Для того чтобы избавиться от ложной регрессии ряды были проверены на нестационарность с помощью теста Дики-Фуллера, с помощью теста Гренджера проверялась направленность причинно-следственных связей.

Предполагалось проверить наличие одномоментных изменений при изменении переменных. Проведя анализ при помощи функций импульсного отклика (рисунок 2), мы наблюдаем отсутствие взаимосвязи размера учетной ставки и обменного курса сома к доллару США и слабую зависимость изменения учетной ставки на уровень инфляции на втором и третьем месяце, который затухает на шестом и седьмом месяце. Такую же слабую связь можно наблюдать и на влиянии обменного кур-

са на уровень инфляции, который показывает активность на втором месяце и затухает на шестом и седьмом месяце.

Таким образом, была подтверждена теория об отсутствии влияния мер активной денежно-кредитной политики на формирование валютного курса с помощью учетной ставки и денег в экономике.

Кредитный канал трансмиссионного механизма основан на предположении, что монетарные власти, оказывая влияние на процентные ставки, воздействуют на совокупный спрос через изменение объема банковского кредитования. Данный механизм работает в экономике, где банковское кредитование является основным источником банковских средств. В Кыргызской Республике кредитование развивается стабильными темпами, в основном финансируются отрасли, занимающиеся торговлей и сельским хозяйством, ввиду быстрой окупаемости вложенных средств и финансовой поддержки государства. Схематично канал банковского кредитования представлен на рисунке 3.

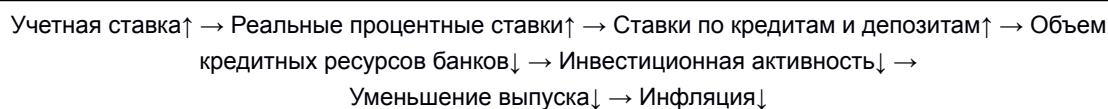


Рисунок 3 – Схема канала банковского кредитования

Наличие причинно-следственных связей с помощью теста Гренджера показало направленность влияния изменения кредитования на размер учетной ставки (таблица 1).

Таблица 1 – Анализ причинно-следственных связей между кредитами банков и учетной ставкой

Результаты теста причинности Гренджера			
Лаги	Направление причинности	F-статистика	P-значения
1	DRATE*→CRED*	0.43156	0.5121
	CRED→DRATE	0.91438	0.3403
2	DRATE→CRED	0.37170	0.6901
	CRED→DRATE	1.02563	0.3608
3	DRATE→CRED	0.97864	0.4043
	CRED→DRATE	0.68666	0.5614
4	DRATE→CRED	2.86474	0.0250
	CRED→DRATE	0.77298	0.5443
5	DRATE→CRED	2.19273	0.0576
	CRED→DRATE	0.58098	0.7145

* DRATE – размер учетной ставки, CRED – кредиты банков (млн сом.).

Учитывая лаги наибольшего влияния, была построена модель VAR, которая демонстрирует определенные импульсы на четвертом и пятом месяце, когда изменение учетной ставки должно приводить к изменению объемов кредитования экономики. Влияние уровня инфляции на объем кредитования неоднозначно. Гипотетически, при повышении уровня цен в стране происходит сокращение экономической активности и уменьшение кредитования, объясняемое намерением банков сохранить больше ликвидных средств. Однако происходит рост кредитования и экономической активности, что возможно обусловлено высокими ставками на выделяемые кредиты и финансирования высокоприбыльных и быстрооборачиваемых отраслей экономики.

Таким образом, канал банковского кредитования трансмиссионного механизма дает положительный эффект при изменении денежно-кредитных инструментов через определенный промежуток времени (четвертый, пятый месяц), что свидетельствует о функционировании данного канала как дееспособного.

Процентный канал трансмиссионного механизма основан на предположении, что при изменении монетарными властями объема ликвидных средств в экономике изменяются и процентные ставки и увеличивается инвестиционная активность в стране.

При таргетировании процентной ставки в Кыргызстане денежные власти страны изменяют процентную ставку, принятую в качестве основной, тем самым они стимулируют кредитные организации к изменению процентной ставки по краткосрочным кредитам и депозитам, что приводит к изменению спектра процентов по предоставляемым услугам.

Необходимо учесть, что согласно заявлениям Национального банка, как было отмечено выше, был осуществлен переход на новую основу. Для его функционирования был создан процентный коридор вокруг учетной ставки (рисунок 6) и внедрены новые инструменты – депозиты «овернайт» и семидневные кредиты. Верхней границей процентного коридора являются ставки по кредитам «овернайт» (по информации с официального сайта ставка по кредитам «овернайт» составляет 9,50 %), а нижней – ставки по депозитам «овернайт», ставка по которым равняется 2 %. Как показано на рисунке 2, после создания процентного канала ставки рынка межбанковского репо стали колебаться внутри него по верхней границе, также есть взаимосвязь и с процентными ставками на выдаваемые кредиты. Однако рано утверждать о значительном влиянии процентного канала на формирование уровня цен в стране. Инфляция в Кыргызстане остается одной из самых высоких в ряде стран СНГ (в сентябре рост ее составил 7,4 % в годовом выражении против 6,0 в сентябре прошлого года), а влияние процентного канала пока неоднозначно.

Идея функционирования канала довольно проста: при данном уровне жесткости цен увеличение номинальной процентной ставки ведет к росту реальной ставки и издержек привлечения финансовых ресурсов. Рост стоимости финансовых ресурсов сказывается сокращением потребления и инвестиций. Данный канал можно представлен на рисунке 5.

Тест Гренджера показал наличие тесной связи между уровнем учетной ставки и ставки на межбанковском рынке (таблица 2).

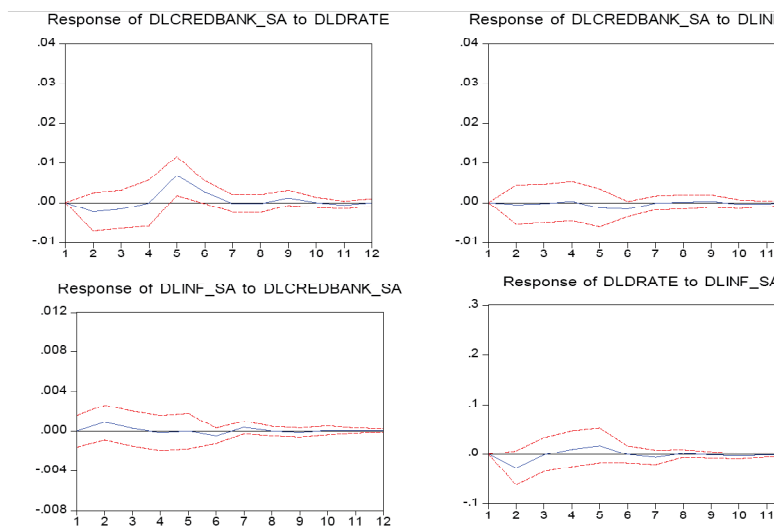


Рисунок 4 – Отклик кредитов банков на изменение учетной ставки (график слева сверху) и уровень инфляции (график справа сверху)

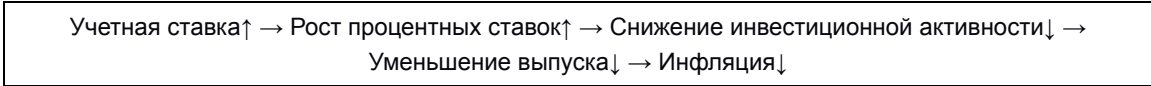


Рисунок 5 – Схема процентного канала

Проведенный нами анализ показал наличие однонаправленной связи ставок на межбанковском рынке кредитных ресурсов к учетной ставке. Регрессионный анализ процентного канала с помощью метода наименьших квадратов выявил отсутствие статистически значимого влияния, что обусловлено тем, что формирование учетной ставки до марта текущего года осуществлялось на основе спроса и предложения на ценные бумаги Национального банка. Директивное утверждение размера учетной ставки и привязка инструментов рефинансирования к его размеру стали фактором роста ставок на межбанковском рынке.

Функция импульсного отклика также показала наличие устойчивого отклика на краткосрочные колебания размера учетной ставки на ставки межбанковского рынка. Колебание ставок межбанковского рынка приводит к изменению учетной ставки на период с 1 по 5 месяцы, затем эффект исчезает. Колебания инфляции оказывает отрицательное влияние на изменение учетной ставки, самым активным считается второй месяц. Незначительное влияние ставок на межбанковском рынке и на уровень инфляции в стране (рисунок 6).

Модель демонстрирует наличие связи между учетной ставкой и ставками на межбанковском рынке, которая проявляется в начале периода. Изменение механизма определения учетной ставки вновь

повлияло на стоимость кредитных средств для коммерческих банков, которые стали ориентироваться на размер учетной ставки. Кроме того, рост учетной ставки оказал отрицательное влияние на уровень инфляции, чем и объясняется проводимая Национальным банком денежно-кредитная политика.

Таблица 2 – Анализ причинно-следственных связей между ставками на межбанковском рынке кредитных ресурсов и учетной ставкой НБКР

Результаты теста причинности Грэнджера			
Лаги	Направление причинности	F-статистика	P-значения
1	DRATE*→MBRK*	12.3763	0.0006
	MBRK→DRATE	0.06920	0.7928
2	DRATE→MBRK	8.34457	0.0004
	MBRK→DRATE	0.05773	0.9439
3	DRATE→MBRK	5.90202	0.0008
	MBRK→DRATE	0.33953	0.7968
4	DRATE→MBRK	4.63477	0.0014
	MBRK→DRATE	1.02909	0.3940
5	DRATE→MBRK	4.38211	0.0009
	MBRK→DRATE	1.03816	0.3972

* DRATE – размер учетной ставки
MBRK – ставки на межбанковском рынке кредитных ресурсов.

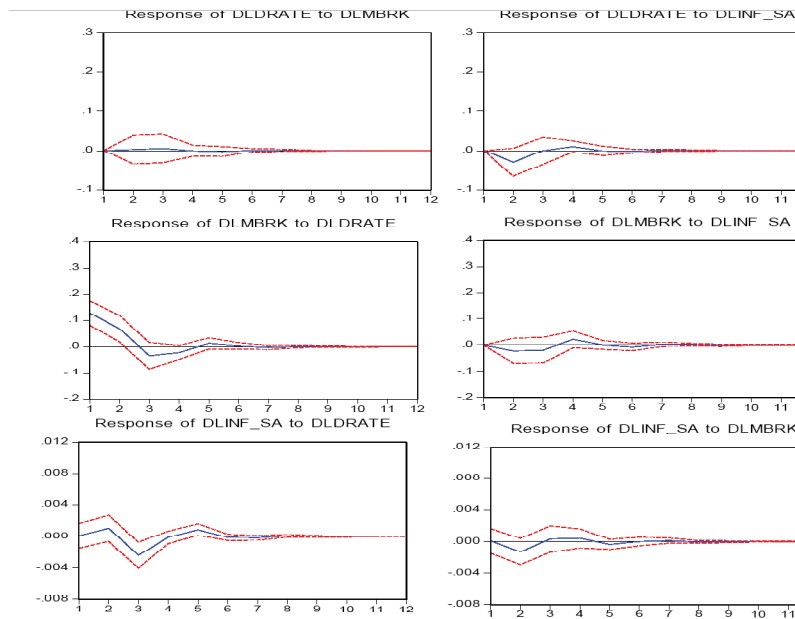


Рисунок 7. Отклик ставок на МБКР на изменение учетной ставки (график слева снизу) и инфляции (график справа снизу)

В странах с развитыми финансовыми рынками сейчас большое влияние оказывает канал стоимости активов. Он предполагает, что при росте денежного предложения со стороны Центрального банка возникает стремление держателей акций и облигаций обменять их на деньги, что в свою очередь понижает процентную ставку по ценным бумагам и росту спроса на них. Рост спроса повышает инвестиционную активность населения, увеличивается выпуск продукции и совокупный спрос населения. В Кыргызской Республике данный канал считается неэффективным ввиду неразвитости финансовых рынков, непрозрачной финансовой отчетности коммерческих учреждений и высокой долей наличных денег в экономике страны (рисунок 7).

Таким образом, результаты проведенного эконометрического анализа работоспособности основных каналов денежно-кредитной трансмиссии при таргетировании процентной ставки позволяет сделать следующие выводы.

1. Анализ функционирования валютного канала трансмиссионного механизма при изменении основы денежно-кредитной политики позволил выявить, что данный канал является неработоспособным. Учетная ставка не оказывает влияния на формирование обменного курса, Национальный банк способен только сглаживать резкие колебания обменного курса путем проведения интервенций по покупке/продаже иностранной валюты. Ввиду того что в Кыргызской Республике действует пла-

вающий обменный курс, все внешние и внутренние валютные колебания непременно сказываются на формировании курса.

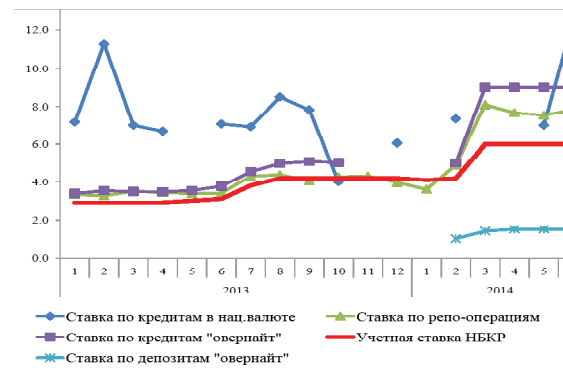


Рисунок 6 – Функционирование процентного коридора (ставки НБКР и межбанковского рынка)

2. Стабильный рост кредитования экономики даже при росте инфляции и процентных ставок свидетельствует об активном спросе со стороны населения и бизнес-сообщества на кредитные ресурсы финансовой системы. Поэтому, по нашему мнению, работоспособность данного канала трансмиссионного механизма кажется сомнительной, даже если эмпирическая модель покажет положительные результаты. Учитывая особенности отечественной экономики и неустойчивость к колебани-

ям внешних шоков, объемы кредитования страны зависят больше от торговой политики стран – основных торговых партнеров, так как большая часть финансирования уходит на торговые операции для покупки и перепродажи иностранных товаров.

3. Процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики при новой основе показал свою работоспособность, влияя на процентные ставки, складывающиеся на межбанковском рынке кредитных ресурсов. Однако влияние на ставки по кредитам коммерческим банкам оказывалось слабым, что, возможно, объясняется регулированием государством процентных ставок (Закон об ограничении ростовщической деятельности). Требуется определенное время для того, чтобы ставки на межбанковском рынке начали оказывать влияние на стоимость услуг коммерческих банков. Кроме того, отрицательный отклик

инфляции при росте учетной ставки – одна из функций процентного канала, чем и объясняется проводимая Национальным банком денежно-кредитная политика с целью сглаживания инфляционного давления.

Литература

1. *Моисеев С.* Денежно-кредитная политика: Теория и практика / С. Моисеев; Моск. фин.-пром. академия. М., 2011.
2. Бюллетень Национального банка КР за август 2014 г. // Официальный сайт НБКР: www.nbkr.kg
3. *Вербик М.* Путеводитель по современной эконометрике / М. Вербик. М.: Науч. книга, 2006.
4. *Доугерти К.* Введение в эконометрику / К. Доугерти. М.: ИНФРА-М, 2010.
5. *Грей С.* Денежно-кредитные операции / С. Грей, Н. Телбот; Англ. банк. Лондон, 2006.