



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В РЕСПУБЛИКЕ КАЗАХСТАН

Департамент исследований и статистики
Экономическое исследование №2018-3

Оразалин Рустем

Экономические исследования и аналитические записки Национального Банка Республики Казахстан (далее – НБРК) предназначены для распространения результатов исследований НБРК, а также других научно-исследовательских работ сотрудников НБРК. Экономические исследования распространяются для стимулирования дискуссий. Мнения, высказанные в документе, выражают личную позицию автора и могут не совпадать с официальной позицией НБРК.

Автор выражает благодарность Олжасу Тулеуову, Камиле Мекенбаевой, Денису Чернявскому, Бауржану Шамару, Нургайше Турехановой, Виталию Тутушкину за помощь в проведении исследования и полезные комментарии.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в Республике Казахстан

Октябрь 2018 года

NBRK – WP – 2018 – 3

Данная публикация подготовлена автором только в исследовательских целях и не несет рекомендательный характер. Автор не несет ответственность за любую интерпретацию и использование результатов исследования, так как они не предназначены для принятия инвестиционных или иных решений.

© Национальный Банк Республики Казахстан

Любое использование материалов допускается только с разрешения автора

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в Республике Казахстан

Оразалин Рустем¹

Аннотация

В данном исследовании была сделана попытка оценить, как основные каналы передаточного механизма денежно-кредитной политики (канал обменного курса, процентной ставки и кредитования) работают в Казахстане, используя векторные авторегрессионные модели. Результаты показывают, что в Казахстане основным каналом трансмиссии в анализируемый период (2008-2017гг.) является канал обменного курса. Процентный канал и канал банковского кредитования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики работают слабее валютного канала.

Ключевые слова: трансмиссионный механизм, денежно-кредитная политика, долларизация.

Классификация JEL: E17, E47, E52.

¹ Оразалин Рустем – заместитель начальника, Управление стратегии и анализа, Департамент исследований и статистики, Национальный Банк Республики Казахстан. E-mail: Orazalin.r@nationalbank.kz

Содержание	
1. Введение.....	4
2. Обзор литературы.....	5
3. Методология исследования и описание данных	7
4. Обсуждение результатов.....	9
5. Выводы и рекомендации для дальнейших исследований.....	16
6. Список литературы.....	19

1. Введение

Принципиальное значение для разработки и реализации денежно-кредитной политики придается пониманию процесса, при помощи которого инструменты, используемые центральными банками, влияют на экономические процессы и, прежде всего, на инфляцию и экономическую активность (трансмиссионный или передаточный механизм).

Функционирование трансмиссионного механизма монетарной политики в развивающихся странах отлично от его функционирования в развитых странах. Это связано со специфическими свойствами структуры экономики. На механизм трансмиссии денежно-кредитной политики оказывает влияние степень развития финансовых рынков, финансовое положение банковской системы, степень долларизации, а также макроэкономические условия. Одним из ключевых аспектов, касающихся эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики, является степень вмешательства государства в работу финансовых рынков, которое обычно направлено на контроль процентных ставок, специфики банковского кредитования.

В структуре трансмиссионного механизма обычно выделяют отдельные каналы, представляющие собой цепочки, по которым передается влияние изменений в инструментальных переменных денежно-кредитной политики на макроэкономические переменные.

Для Казахстана, как и для других стран с малой открытой переходной экономикой, с долларизованной финансовой системой и преобладающим в ней банковским сектором, выделяются три основных канала передаточного механизма: канал обменного курса, канал процентной ставки и канал кредитования.

В данном исследовании была сделана попытка оценить, как основные каналы передаточного механизма (канал обменного курса, канал процентной ставки и канал кредитования) работают в Казахстане, используя векторные авторегрессионные модели. Результаты показывают, что в анализируемый период (2008-2017гг.) в Казахстане основным каналом трансмиссии является канал обменного курса. Процентный канал и канал банковского кредитования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики работают слабее валютного канала.

В первом разделе приведен обзор литературы, где представлены теоретические аспекты трансмиссионного механизма монетарной политики, а также основные результаты исследований в этой области по странам СНГ. Далее описаны методологические основы исследования и используемые данные. Обсуждение результатов исследования представлено в следующем разделе. В заключительной части сделаны выводы и рекомендации для дальнейших исследований.

2. Обзор литературы

Впервые теоретическая концепция воздействия денежного предложения на важнейшие макроэкономические показатели была сформулирована в работах Дж. Кейнса (Комков, Абакумова, 2011). В кейнсианской модели изменение предложения денег в экономике в результате проведения центральным банком соответствующей политики приводит к изменению процентной ставки на денежном рынке, что в последующем влияет на совокупные расходы, прежде всего инвестиционные, затем на изменение выпуска продукции.

Классическими работами в исследовании трансмиссионного механизма монетарной политики считаются исследования Friedman, Schwartz, которые на основе регрессионных моделей эмпирически изучили особенности взаимосвязи денег и реального объема производства. В дальнейшем исследования такого рода стали очень популярными в большинстве развитых стран, а затем и во многих странах с переходной экономикой (Каллаур и др., 2005).

Интерес к проблемам денежной трансмиссии особенно возрос в 90-е годы XX века в связи с переходом многих стран к режиму инфляционного таргетирования.

Однако с течением времени экономисты перестали рассматривать денежное предложение в качестве главной детерминанты макроэкономических изменений, включая цены (Алиева и др., 2017). Более поздние исследования выявили дополнительные особенности механизма денежно-кредитной политики. Изменение процентной ставки оказывает влияние не только на плановые инвестиции фирм, но и на расходы домашних хозяйств, которые национальное счетоводство относит к потребительским, например покупка в кредит товаров длительного пользования. Изменения происходят также на рынке ценных бумаг, курс которых при прочих равных условиях зависит от уровня процентной ставки. Так, место денежного таргетирования стало постепенно занимать прямое таргетирование инфляции.

В целом, в различных теориях акцент делается на разных аспектах трансмиссии денежно-кредитной политики (Хорват, Майно, 2006). При монетаристском подходе в центре внимания оказывается совокупность относительных цен активов и реальное благосостояние населения, вместо одной относительной цены (процентная ставка). Данный подход описывает влияние монетарной политики на экономику, используя теорию Тобина (q-теорию) о влиянии инвестиций и благосостояния на потребление. Трансмиссионный механизм в модели жизненного цикла Modigliani (1975) подчеркивает роль капитала и акционерной собственности. При падении цен на акции ценность долгосрочных финансовых активов также падает, что приводит к снижению ресурсов, доступных для потребителей на протяжении их жизни, и, таким образом, к падению потребления. Аналогичное воздействие на благосостояние можно выявить через цены на недвижимость.

Обзор исследований по странам СНГ показывает, что в процессе анализа трансмиссионного механизма стран СНГ прежде всего должны быть оценены и проанализированы три наиболее важных канала (Безбородова, Михаленок, 2015). Одним из них является канал обменного курса ввиду низкой диверсификации экономик и зависимости стран СНГ от условий торговли с внешним миром. Кроме того, в ряде стран СНГ наблюдаются высокая инфляция и долларизации экономики, что усиливает канал обменного курса. Согласно теории Кейнса, удешевление национальной валюты вследствие денежной экспансии приводит к увеличению агрегированного выпуска через увеличение чистого экспорта. Однако ослабление национальной валюты также может снижать чистое богатство и делает инвестиции менее привлекательными, что, в свою очередь, негативно влияет на спрос на заемные средства, снижает объем инвестиций и выпуска (Ireland, 2005).

При анализе трансмиссионного механизма традиционно особое внимание уделяется процентному каналу. Следует отметить, что в большинстве стран СНГ прямое влияние процентной ставки на реальный сектор экономики незначительно, прежде всего, из-за низкой степени развития финансового сектора (Безбородова, Михаленок, 2015). Более того, в экономике, характеризующейся высоким уровнем инфляции, канал процентной ставки теряет свою значимость из-за высокой волатильности инфляции (Lopes, 1998). Реальная процентная ставка более контролируема, когда инфляция находится на низком уровне и менее волатильна.

Кредитный канал тесно связан с процентным каналом и является одним из основных в механизме денежной трансмиссии во многих странах (Каллаур и др., 2005).

Существует два различных подхода к определению кредитного канала трансмиссионного механизма монетарной политики. Один из них – широкий канал кредитования, в котором несовершенство финансового рынка играет ключевую роль (Bernanke, Gertler, 1995). Данный подход основан на эффекте изменения капитализации компаний, влияющей на риск кредитования и процентной премии за риск. Широкий канал кредитования применяется при анализе трансмиссионного механизма развитых стран.

В ряде стран СНГ финансовый рынок характеризуется низкой степенью развития. Поэтому часто используется второй подход к определению канала кредитования – узкий канал кредитования (Безбородова, Михаленок, 2015, Каллаур и др., 2005). Описываемый канал основывается на факте, что в данном случае банки выступают как держатели депозитов и одновременно как источник заемных средств (Bernanke, Blinder, 1988). Шок денежного предложения приводит к увеличению объемов предоставляемых кредитов, что, в свою очередь, оказывает отрицательное влияние на процентную ставку, увеличивая выпуск.

3. Методология исследования и описание данных

Эмпирический анализ трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Казахстане проводился путем применения векторных авторегрессионных моделей на основе месячных данных за 2008-2017 годы. Векторные авторегрессии широко применяются для анализа трансмиссионных механизмов и позволяют выявить реакцию макроэкономических переменных на шоки экономической политики.

Модель векторной авторегрессии основана на спецификации Dabla-Norris, Floerkemeier, 2006 и может быть записана следующим образом:

$$Y_t = A(L)Y_{t-1} + B(L)Z_t + U_t \quad (1)$$

где Y_t - вектор эндогенных переменных;

Z_t - вектор экзогенных (внешних по отношению к вектору Y_t) переменных;

U_t - вектор случайных ошибок;

$A(L), B(L)$ - матрицы лаговых операторов.

В качестве основных эндогенных переменных в модель (1) включался:

- показатель, характеризующий объем производства – краткосрочный экономический индикатор (объем за месяц, млрд. тенге), y_t ;
- показатель, характеризующий уровень цен – индекс потребительских цен (месяц к предыдущему месяцу, %), p_t ;
- ставка по однодневным операциям РЕПО (за месяц, %), s_t ;
- номинальный обменный курс тенге к доллару США, x_t ;

$$Y_t = [y_t, p_t, s_t, x_t] \quad (2)$$

В качестве целевого показателя, отражающего экономическую активность в Казахстане, был использован краткосрочный экономический индикатор (далее – КЭИ). КЭИ характеризует тенденции развития экономики и базируется на изменении индексов выпуска по базовым отраслям экономики в Казахстане: сельское хозяйство, промышленность, строительство, торговля, транспорт и связь, доля которых суммарно составляет порядка 2/3 ВВП.

В качестве показателя, отражающего условия на денежном рынке, была использована ставка по 1-дневным операциям РЕПО. Рынок операций РЕПО составляют основную часть денежного рынка. При этом доля однодневных сделок по операциям РЕПО в среднем за период 2007-2017гг. составляет 70% от общего объема сделок на рынке РЕПО. Поэтому ставка по однодневным операциям РЕПО может быть использована в качестве одного из показателей, отражающих конъюнктуру денежного рынка. После перехода на инфляционное таргетирование ставка по 1-дневным операциям РЕПО используется в качестве операционной цели при проведении операций денежно-кредитной политики в Казахстане.

Индекс потребительских цен используется как общий уровень цен в экономике. Номинальный обменный курс, также включен в модель, который

по сравнению с реальным эффективным обменным курсом позволяет четче разграничить эффект валютного канала от других каналов трансмиссии денежно-кредитной политики (Dabla-Norris, Floerkemeier, 2006).

Вектор экзогенных переменных представлен следующим образом:

$$Z_t = [oilp_t, s_t^{US}] \quad (3)$$

где $oilp_t$ – цена на нефть марки brent в долл. США за баррель, s_t^{US} – эффективная ставка федеральных фондов в %. Данные показатели включены в модель, как экзогенные факторы для учета внешних шоков (Le, Pfau, 2009), принимая во внимание открытость экономики Казахстана, а также ее зависимость от цен на нефть.

Для эмпирического анализа влияния обменного курса и процентных ставок на реальный сектор экономики и цены строились импульсные функции отклика векторной авторегрессионной модели, представленной в виде уравнения (2), в дальнейшем именуемой «базовая модель».

Для дополнительного анализа процентного канала базовая модель была расширена за счет включения в модель ставки вознаграждения по кредитам в национальной валюте после однодневной ставки РЕПО. При этом порядок расположения ставки по кредитам после ставки РЕПО и перед обменным курсом неслучайный. Такой порядок отражает эндогенность ставки по кредитам по отношению к текущим макроэкономическим условиям (экономическая активность, уровень цен, ставки денежного рынка). Эндогенность означает, к примеру, что на выпуск в периоде t одновременно влияет только шок самого выпуска, а обменный курс, являясь самым эндогенным фактором, находится под воздействием шоков всех факторов в модели. Учитывая, что экономика Казахстана является малой открытой, обменный курс расположен в конце эндогенных показателей в модели (Roldos, 2006). Аналогичным образом для оценки кредитного канала в модель был включен показатель, характеризующий кредитный канал (объем новых выданных кредитов) вместо ставки по кредитам.

Предварительная обработка временных рядов используемых переменных включала очистку от сезонных составляющих, а также логарифмирование, если показатель не является индексом (обменный курс, объемы кредитов). Для КЭИ, инфляции и объема выданных кредитов строился индекс (для КЭИ базовый период янв.2009 = 100%, инфляции – янв.2008 = 100%, выдачи кредитов - янв.2009 = 100%).

Для уменьшения вероятности получения «мнимых» зависимостей при построении векторных авторегрессионных моделей проводилось предварительное обследование стохастических свойств используемых временных рядов. Проверка рядов на стационарность осуществлялась с помощью расширенного теста Дикки-Фуллера, тестов Филлипса-Перрона и Квятковского-Филлипса-Шмидта-Шина (KPSS). На основе информационных критериев выбиралось оптимальное число включаемых в модель лаговых переменных.

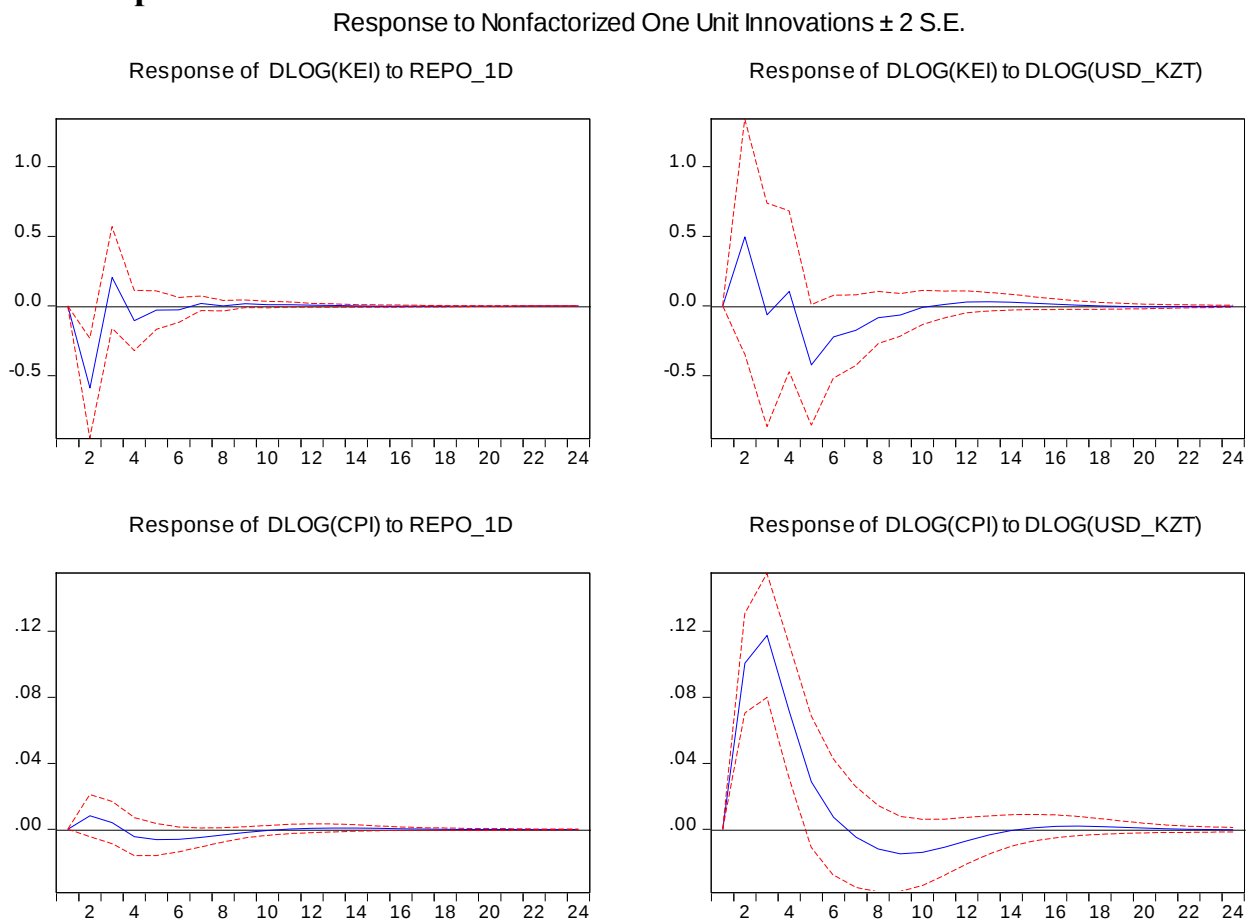
Заключение о наличии статистически значимого влияния шоков изменения рассматриваемых переменных на экономические показатели принималось на основе анализа графиков импульсных функций отклика и статистических качеств уравнений модели векторной авторегрессии.

4. Обсуждение результатов

В странах, для экономик которых характерны недостаточно развитые финансовые рынки и высокий уровень долларизации, основным каналом трансмиссии часто является канал валютного курса.

Эмпирические результаты показывают, что больше эффекта переноса изменений на цены в Казахстане оказывает канал обменного курса, чем процентный канал.

Рисунок 1 - Отклик инфляции и краткосрочного экономического индикатора на изменение номинального валютного курса и однодневной ставки репо²



На рисунке 1 показан ярко выраженный эффект переноса изменений обменного курса на инфляцию. Шок обменного курса, равный 1 п.п.,

² По вертикальной оси показано отклонение от базового уровня зависимой переменной, вызванное шоком факторной переменной (residual - one unit); горизонтальная ось – временная шкала в месяцах.

KEI - краткосрочный экономический индикатор, CPI - индекс потребительских цен, REPO_1D - ставка по однодневным операциям РЕПО, USD_KZT - номинальный обменный курс тенге к доллару США/

приводит к росту цен на 0,12 п.п. на 3-ий месяц после шока. Влияние на уровень цен сохраняется и статистически значимо в течение почти полгода. Ослабление обменного курса увеличивает выпуск, однако эффект статистически незначим.

Сравнивая импульсные отклики инфляции и краткосрочного экономического индикатора на шоки обменного курса и ставки репо можно убедиться, что влияние шока процентной ставки на цены несущественно и статистически незначимо.

Однако, увеличение ставки репо на 1 п.п. приводит к снижению краткосрочного экономического индикатора на 0,5 п.п. во 2-ой месяц после шока, хотя эффект не носит долгосрочный характер.

Теоретический вывод о том, что канал обменного курса развит сильнее по сравнению с каналом процентной ставки, согласуется с другими работами для стран с переходной экономикой. В целом это объясняется следующим.

Значительную часть анализируемой выборки (2008-2017 гг.) режим обменного курса был фиксированный. Валютный курс оказывал значительное воздействие на экономику в период фиксированного обменного курса, учитывая центральную сигнальную роль валютного курса в экономике. Такое предположение соответствует роли номинального якоря, которую фактически играл валютный курс.

Кроме того в Казахстане большинство готовых товаров являются импортируемыми, следовательно, удельный вес импорта в ценах является значительным. Учитывая высокую импортную емкость внутреннего рынка и значительную долю импортных товаров в структуре потребления населения, изменения обменного курса оказывают влияние на формирование цен на потребительские товары.

Валютный канал может оказывать большее влияние на фоне высокой долларизации (Horvath, Maino, 2006). Перенос обменного курса на цены выше и сохраняется долго в долларизованных странах и снижает эффективность монетарной политики. Долларизация увеличивает волатильность денежного спроса вследствие конвертации экономическими агентами активов из одной валюты в другую, избегающими снижения покупательной способности национальной валюты из-за роста инфляции (Alvarez-Plata и García-Herrero, 2007). Как следствие, волатильность обменного курса выше в долларизованных странах. Это все приводит к тому, что отклик цен на монетарные шоки в долларизованной экономике будет сильнее.

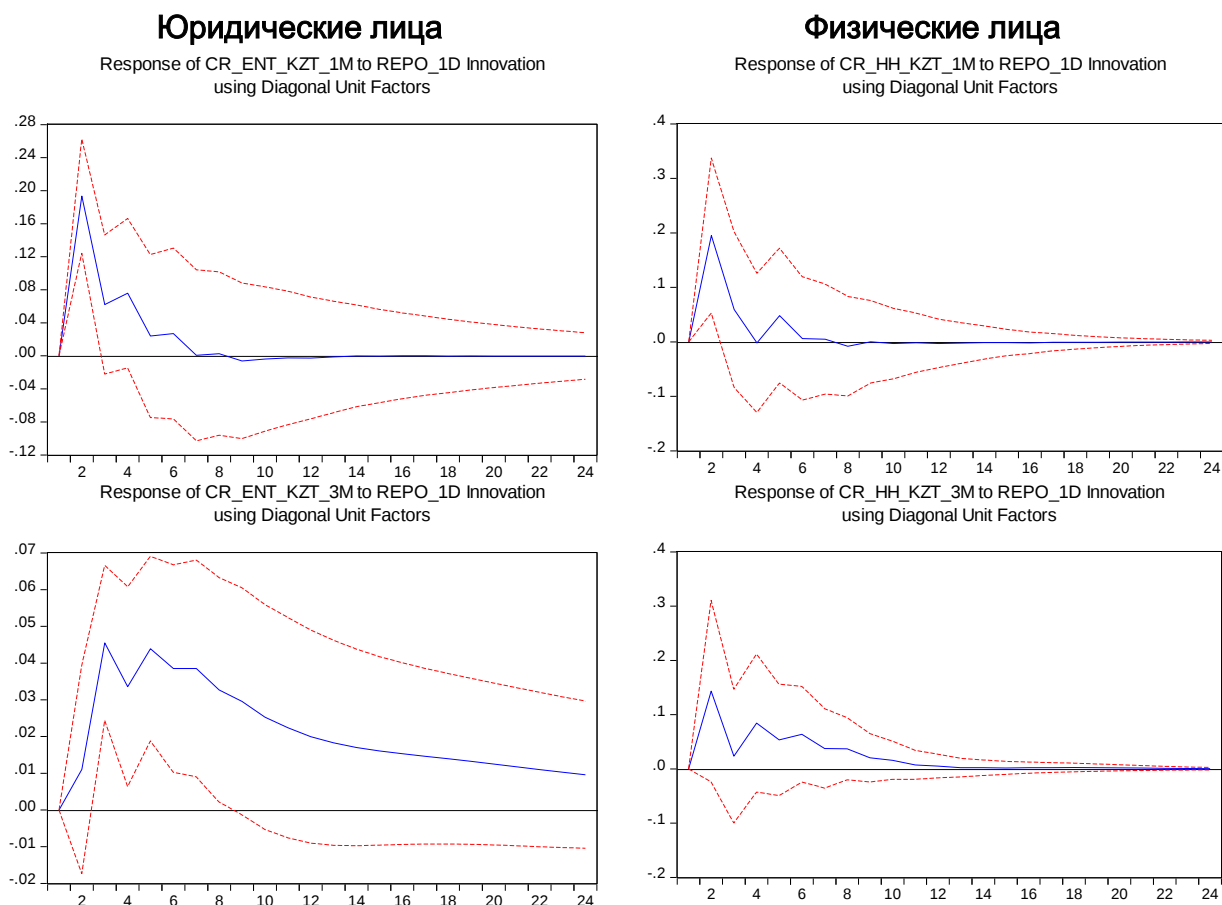
По мере снижения долларизации и усиления процентного канала эффект переноса обменного курса на цены будет снижаться. Перенос обменного курса на цены будет также снижаться по мере стабилизации инфляции на низком уровне (Razafimahefa, 2012).

Если влияние обменного курса на цены происходит через импортную составляющую, то трансмиссия процентного канала происходит через

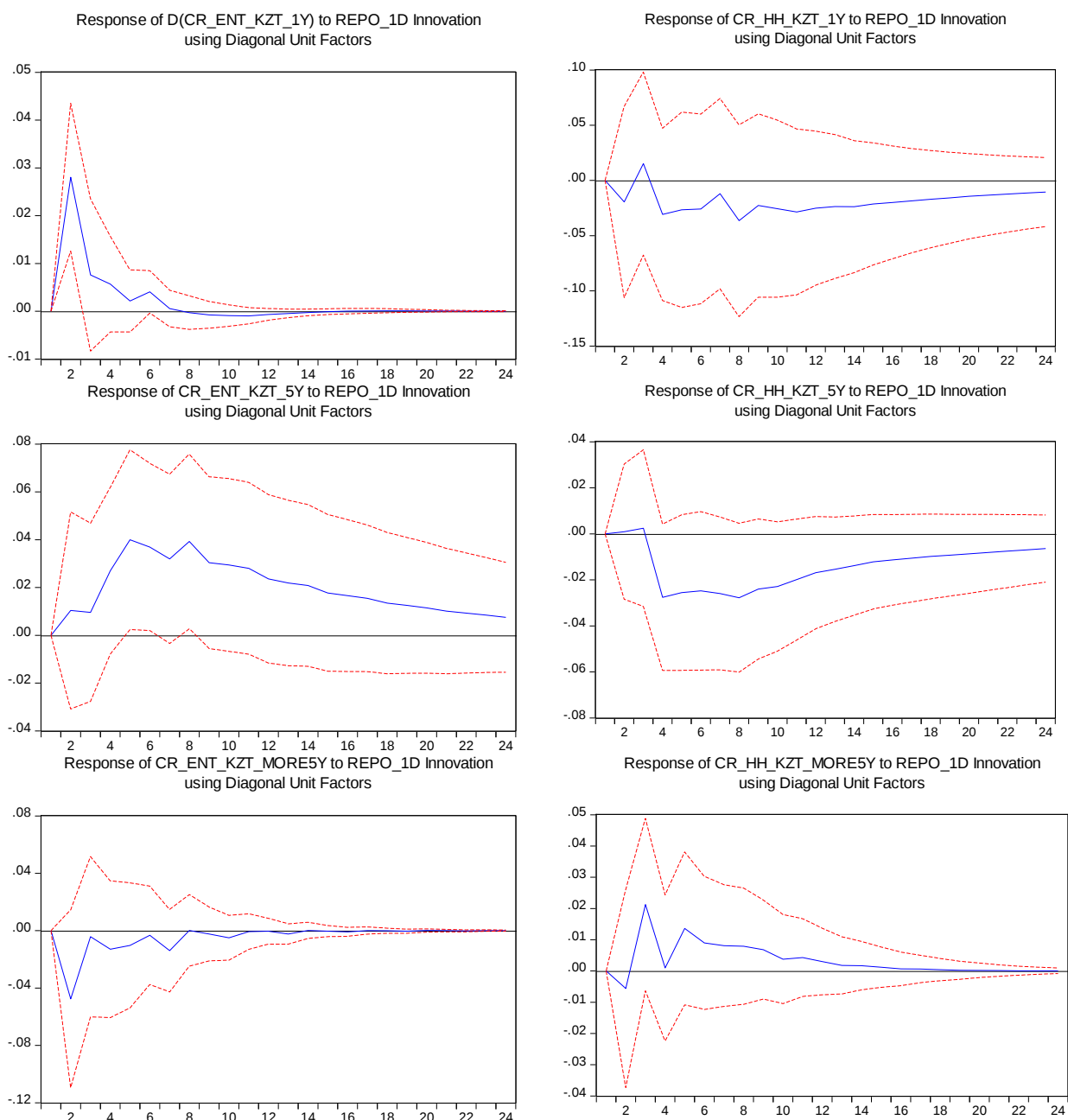
перенос ставки денежного рынка на ставки по банковским продуктам (депозиты, кредиты).

В этой связи дополнительно был проанализирован перенос ставок денежного рынка на ставки по кредитам банков конечным заемщикам. Для этого в базовую модель векторной авторегрессии (уравнение 2) в качестве эндогенной переменной была дополнительно включена ставки по кредитам в национальной валюте в разрезе субъектов и сроков.

Рисунок 4 - Отклики ставок по тенговым кредитам юридических и физических лиц на изменение ставки по 1-дневным РЕПО³



³CR_ENT_KZT_1M – ставка по кредитам, выданным юридическим лицам до 1 месяца в тенге,
 CR_ENT_KZT_3M – ставка по кредитам, выданным юридическим лицам от 1 месяца до 3 месяцев в тенге,
 CR_ENT_KZT_1Y – ставка по кредитам, выданным юридическим лицам от 3 месяцев до 1 года в тенге,
 CR_ENT_KZT_5Y – ставка по кредитам, выданным юридическим лицам от 1 года до 5 лет в тенге,
 CR_ENT_KZT_MORE5Y – ставка по кредитам, выданным юридическим лицам свыше 5 лет в тенге,
 CR_HH_KZT_1M – ставка по кредитам, выданным физическим лицам до 1 месяца в тенге,
 CR_HH_KZT_3M – ставка по кредитам, выданным физическим лицам от 1 месяца до 3 месяцев в тенге,
 CR_HH_KZT_1Y – ставка по кредитам, выданным физическим лицам от 3 месяцев до 1 года в тенге,
 CR_HH_KZT_5Y – ставка по кредитам, выданным физическим лицам от 1 года до 5 лет в тенге,
 CR_HH_KZT_MORE5Y – ставка по кредитам, выданным физическим лицам свыше 5 лет в тенге,
 REPO_1D – ставка по однодневным операциям РЕПО.



Детальный анализ процентного канала в разрезе субъектов (юридические и физические лица) и в разбивке по срокам (рис. 4) показывает, что перенос ставок денежного рынка на ставки по банковским кредитам происходит в части кредитов юридических лиц в основном в сегменте от 1 месяца до 5 лет.

Шок ставки репо увеличивает ставки по кредитам юридических лиц в среднесрочном периоде (от 1 месяца до 5 лет) через 1-4 месяцев в зависимости от сроков кредитования (краткосрочные ставки быстрее реагируют, долгосрочные - с лагом в 5 месяцев). Положительный процентный шок приводит к приросту ставок по кредитам юридических лиц от 0,03 п.п. до 0,20 п.п. в зависимости от сроков кредитов. Ставки по краткосрочным кредитам бизнеса максимально реагируют, среднесрочные – меньше), таким образом эффект слабеет по мере удлинения срока кредита.

Кредиты юридических лиц свыше 5 лет не реагируют на изменения монетарных условий.

На рис. 4 можно увидеть, что в розничном сегменте переноса ставки не происходит, поскольку функции импульсных откликов практически на всех сроках статистически незначимы, т.е. шок ставки репо не влияет на ставки по кредитам физических лиц.

Казахстан принадлежит к странам с финансовой системой, в которой подавляющая часть ресурсов распределяется посредством банковского кредитования. При этом их часть распределяется по льготным процентным ставкам. Это сказывается на эффективном функционировании процентного канала.

Наиболее эффективно действие процентного канала проявляется в экономике стран с рыночной финансовой системой, в которой финансирование реального сектора осуществляется преимущественно через рынок ценных бумаг. К примеру, в экономике США этот канал является преобладающим в механизме денежной трансмиссии (Каллаур и др., 2005). В странах же с банковской финансовой системой роль этого канала менее заметна.

Вместе с тем, на большей части оцениваемой выборки обменный курс играл роль номинального якоря, что также влияет на полученный вывод. Качество заемщиков, преобладание договоров с фиксированной ставкой и др. оказывает дополнительное влияние на работоспособность процентного канала.

Регулирование ставок депозитов физических лиц также может оказывать влияние на перенос ставок денежного рынка на ставки по банковским кредитам. Ставки по депозитам, которые являются основным источником фондирования банков, определяют ставки по кредитам. В анализируемый период рекомендуемая ставка вознаграждения по ставкам депозитов в национальной валюте физических лиц с 2016 года достигала 14%. Фактические уровни находились в районе 12-14%, тогда как ставки по депозитам юридических лиц снижались по мере снижения ставок денежного рынка и находились на уровне 8% к концу 2017 года.

Регулирование ставок по депозитам физических лиц введено в качестве инструмента макропруденциальной политики в целях ограничения проведения банками агрессивной политики при привлечении вкладов населения. Однако это ограничивает эффективность передаточного механизма денежно-кредитной политики (Kashyap и др., 2014, Bernanke и др., 1999).

Опыт США, который имел схожую на установление максимальных ставок по розничным депозитам в Казахстане систему установления максимальных ставок по срочным депозитам в 1933-1986гг. (Regulation Q) для исключения избыточной конкуренции, рискованной инвестиционной политики банков и предотвращения банковских банкротств, показывает (Mertens, 2006), как данная мера была неэффективна с точки зрения

посреднической функций банков и привела к т.н. феномену дезинтермедиации.

В период действия регулирования ставок по депозитам (Regulation Q) банки США не могли превышать рекомендуемые ставки, что привело к снижению эффективности управления обязательствами и конкуренции с помощью рыночных инструментов. «Regulation Q» негативно влиял на трансмиссионный механизм монетарной политики ФРС США и добавил волатильности в бизнес-цикл в период 1960-х и 1970-х годов. По сравнению с периодом после 1980-х годов, в 1960-е и 1970-е годы каждая рецессия с соответствующим ужесточением денежно-кредитной политики и замедлением экономической активности сопровождалась оттоком депозитов в банках США. К. Mertens (2006) эмпирически показал (DSGE), как исключение системы рекомендуемых ставок по депозитам привело к снижению волатильности выпуска на 2/3 после 1980-х годов.

В настоящее время ставка по депозитам в США устанавливается в отношении финансово неустойчивых банков (не более 5% от всех действующих банков, входящих в систему страхования вкладов (Леонов, 2017)), исходя из среднеарифметических значений ставок на рынке.

В целом, мировой опыт показывает, что большинство промышленно развитых стран (Канада, Япония, Новая Зеландия, Великобритания, США) и растущее число развивающихся стран (Китай, Индия, Сингапур, Малайзия, Тайланд, Корея, Гонконг) продолжают либерализацию финансовой политики в отношении регулирования ставок по депозитам (Discussion paper of Reserve Bank of India, 2011).

Экономический смысл отсутствия вмешательства в ценообразование ставок по депозитам заключается в необходимости определения равновесного уровня ставок по депозитам самим рынком. В целом, долгосрочный равновесный уровень реальных процентных ставок коррелирует с темпом экономического роста. Только в этом случае увеличение в производстве и доходе позволяет фирмам и населению обслуживать долг перед кредиторами, не снижая капитал и реальные доходы. Чрезмерно высокие ставки для бизнеса означают что высокодоходные и, часто высокорисковые, проекты могут быть профинансированы, в то время как проекты с нормальным уровнем доходности могут не получить доступ к финансированию, что в результате негативно влияет на экономический рост. Подробнее о последствиях административного регулирования ставок приводится в работе О. Mertens (2014).

Отчасти работоспособность процентного канала в части физических лиц ограничена ввиду качества заемщиков. Кредитование физических лиц является высокорискованным направлением деятельности коммерческих банков, поскольку в подавляющем большинстве население имеет недостаточно высокие доходы и обладает по сравнению с юридическими лицами меньшим имуществом, которое может быть принято в качестве

залога, что в совокупности увеличивает риск невозврата кредита, следовательно, ставки по кредитам населения.

Для улучшения работы процентного канала важно развитие финансовой системы, совершенствование институциональной среды и регулирования финансовых организаций, минимизация государственного участия в финансовом секторе и экономике в целом. По мере этих предпосылок и улучшения проходимости процентного канала, роль ставок в распределении финансовых ресурсов будет расти.

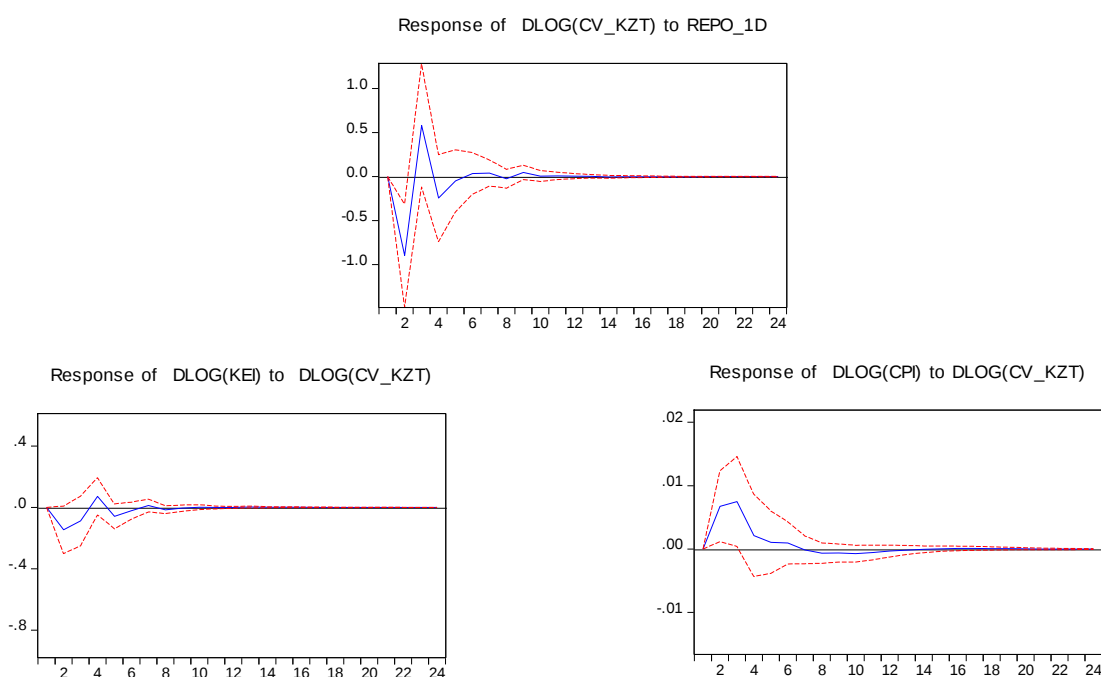
Заключая анализ процентного канала, можно отметить, что перенос ставок денежного рынка на ставки по банковским кредитам происходит в части кредитов юридических лиц.

Далее проведен анализ влияния банковского кредитования на экономику, поскольку кредитный канал тесно связан с процентным каналом. Этот канал является одним из основных в механизме денежной трансмиссии во многих странах. Особую роль он играет в странах с финансовой системой, в которых финансовые ресурсы распределяются преимущественно через банковский сектор.

Для эмпирической проверки гипотезы о существовании в казахстанской экономике узкого канала кредитования строилась базовая VAR-модель, содержащая в составе следующие эндогенные переменные: КЭИ, ИПЦ, ставка репо, выдача новых кредитов в национальной валюте, номинальный обменный курс.

Рисунок 5 - Отклик кредитов на шок ставки репо/отклик выпуска и цен на шок совокупного кредита⁴

Response to Nonfactorized One Unit Innovations ± 2 S.E.



⁴ KEI - краткосрочный экономический индикатор, CPI - индекс потребительских цен, REPO_1D - ставка по однодневным операциям РЕПО, CV_KZT – совокупный объем новых выданных кредитов юридическим и физическим лицам за месяц.

Результаты показывают, что шок ставки репо приводит к снижению объема выдачи новых кредитов. Инфляция в ответ на увеличение кредитов увеличивается (рис. 7). 1%-ный шок кредитов увеличивает инфляцию на 0,01 п.п. на 3-ий месяц после шока.

Однако, положительный шок кредитов вовсе не оказывает статистически значимого влияния на краткосрочный экономический индикатор. Это может объясняться тем, что основным источником финансирования текущей деятельности предприятий, которые формируют краткосрочный экономический индикатор, являются собственные средства, нежели банковские кредиты.

В целом, ограниченное влияние канала банковского кредитования связано с тем, что центральный банк имеет ограниченное влияние на факторы, определяющие спрос и предложение кредитов экономике. На стороне кредитного спроса качество заемщиков выходит на первый план. Рентабельность традиционных корпоративных заемщиков банков резко снизилась после ухудшения условий торговли в 2015 году. В розничном сегменте доходы населения находятся в отрицательной зоне роста, что снижает кредитоспособность населения.

На стороне предложения кредита сдерживающими факторами являются неустойчивое фондирование, зависимость от средств квазигосударственных организаций, низкая капитализация банков, которая ведет к низкому качеству кредитного портфеля, некачественный рост кредитования без надлежащей оценки кредитных рисков, связанное кредитование, следовательно, непризнание займов неработающими, что приводит к замедлению кредитования.

5. Выводы и рекомендации для дальнейших исследований

В целом, подводя итоги исследования денежно-кредитной трансмиссии в Казахстане, можно заключить следующие выводы.

Функционирование трансмиссионного механизма монетарной политики в Казахстане отлично от его функционирования в развитых странах. Это связано со спецификой структуры экономики, а именно со структурой финансового сектора.

Экономике Казахстана характерны низкая диверсификация, зависимость от условий торговли с внешним миром, недостаточно развитые финансовые рынки и высокий уровень долларизации.

Для Казахстана, как и других стран с малой открытой переходной экономикой, с долларизованной финансовой системой и преобладающим в ней банковским сектором справедливо выделить три основных канала передаточного механизма: канал обменного курса, канал процентной ставки и канал кредитования.

При этом канал валютного курса в анализируемый период (2008-2017 гг.) являлся основным каналом трансмиссии в Казахстане. Результаты

показали наличие сильного эффекта переноса изменений валютного курса на цены товаров в Казахстане.

Канал обменного курса был развит сильнее по сравнению с каналом процентной ставки по ряду объективных причин (высокая импортоспособность внутреннего рынка, значительная доля импортных товаров в структуре потребления населения, высокая долларизация, режим денежно-кредитной политики и обменного курса).

Процентный канал был развит слабее по сравнению с валютным каналом. Это связано с тем, что процентная политика Национального Банка Казахстана на большей части рассматриваемой общей выборки оказывала ограниченное влияние на целевые показатели (выпуск и цены). На большей части оцениваемой выборки обменный курс играл роль номинального якоря, что также влияет на полученный вывод.

Перенос ставок денежного рынка на ставки по банковским кредитам происходит в части кредитов юридических лиц, при этом сила и скорость переноса снижается по мере удлинения сроков кредитов. В розничном сегменте переноса ставки не происходит ввиду больших рисков по сравнению с корпоративным сектором (беззалоговое кредитование), низких доходов, проблемы недостаточности залога. Регулирование ставок депозитов физических лиц также оказывало влияние на перенос ставок денежного рынка на ставки по банковским кредитам.

В целом качество заемщиков, преобладание договоров с фиксированной ставкой и др. оказывает дополнительное влияние на работоспособность процентного канала. Казахстан принадлежит к странам с финансовой системой, в которой подавляющая часть ресурсов распределяется посредством банковского кредитования. При этом их часть распределяется по льготным процентным ставкам. Это сказывается на эффективном функционировании процентного канала.

Наиболее эффективно действие процентного канала проявляется в экономике стран с развитой финансовой системой, в которой финансирование реального сектора осуществляется преимущественно через рынок ценных бумаг. В странах же с финансовой системой с доминирующим банковским сектором, более того долларизованной, роль этого канала менее заметна. Более того, в экономике, характеризующейся высоким уровнем инфляции, канал процентной ставки теряет свою значимость из-за высокой волатильности инфляции (волатильность инфляции в Казахстане, измеряемый стандартным отклонением годовой инфляции за последние 10 лет составляет порядка 4%, средняя годовая инфляция за последние 5 лет находится на уровне 8,2%). Реальная процентная ставка более контролируема, когда инфляция находится на низком уровне и менее волатильна.

Кредитный канал, также как и процентный канал, развит слабее, чем валютный канал в силу объективных причин (структура банковского кредитования, несоответствие срочности и валюты активов и пассивов

банков, факторы спроса на кредитные ресурсы). Инфляция в ответ на увеличение кредитов увеличивается, однако масштаб эффекта не значим. Краткосрочный экономический индикатор не увеличивается в ответ на положительный шок кредитов, поскольку кредит не является основным источником финансирования деятельности предприятий.

Для улучшения работы каналов ДКП важно развитие финансовой системы, совершенствование институциональной среды и регулирования финансовых организаций, минимизация государственного участия в финансовом секторе и экономике в целом. Качество заемщиков, регулирование ставок депозитов физических лиц, изменения которых переносятся на ставки по кредитам, институциональные особенности финансового рынка, в частности преобладание банковского сектора, нежели долгового рынка, рыночная концентрация на банковском секторе, финансовая неустойчивость банков, подход к регулированию, а также доминирование договоров с фиксированной ставкой оказывают дополнительное влияние на работоспособность каналов денежно-кредитной политики.

В этой связи, важно совершенствование регулирования финансовых организаций, повышение стабильности фондирования, снижение зависимости от средств квазигосударственных организаций, повышение капитализации банков и качества кредитного портфеля. Низкое качество портфеля, к чему добавляется скрытый объем неработающих займов и реструктуризации вследствие ненадлежащей оценки кредитных рисков и связанного кредитования, не позволяют банкам адекватно реагировать при кредитовании в ответ на меняющиеся денежные-кредитные условия.

В связи с этим, решение структурных проблем банковского сектора будет способствовать повышению проходимости каналов денежно-кредитной политики. Важно развитие рынка капитала, построение кривой доходности и построение долгосрочного сегмента депозитного рынка, чему будет способствовать внедрение сберегательных вкладов. Данные меры позволят повысить денежную трансмиссию на долгосрочном сегменте и будет способствовать долгосрочному фондированию экономики.

6. Список литературы

- Alvarez-Plata, P., García-Herrero, A., 2007. "To dollarize or de-dollarize: Consequences for Monetary Policy", Asian development bank Working paper
- Bernanke, B., Blinder, A., 1988. "*Credit, money and aggregate demand*", American economic review, №78, p.435-439
- Bernanke, B., Gertler, M., 1995. "*Inside the black box: The credit channel of monetart policy transmission*", Journal of economic perspectives, №9, p.27-48
- Bernanke, B., Gertler, M., Gilchrist, S., 1999. "*The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*", Handbook of Macroeconomics 1, pp. 1341–1393
- Dabla-Norris, E., Floerkemeier, H., 2006. "*Transmission mechanisms of monetary policy in Armenia: Evidence from VAR analysis*", IMF working paper. WP/06/248
- Discussion paper of Reserve Bank of India, 2011. "Deregulation of Savings Bank Deposit Interest Rate", Reserve Bank of India (http://www.rbi.org.in/Scripts/bs_viewcontent.aspx?Id=2344)
- Horvath, B., Maino, R., 2006. "*Monetary Transmission Mechanisms in Belarus*", IMF Working Paper, no. 06/246
- Kashyap, A., Tsomocos, D., Vardoulakis, A., 2014. "How does macroprudential regulation change bank credit supply?", National Bureau of Economic Research, Working Paper 20165
- Le, H., Pfau, W., 2009. "*VAR analysis of the monetary transmission mechanism in Vietnam*", Applied econometrics and international development, vpl.9-1
- Lopes, F., 1998. "*The transmission mechanism of monetary policy in a stabilizing economy: notes on the case of Brazil*", BIS policy paper, №36 з.65-73
- Mertens, K., 2006. "*How the Removal of Deposit Rate Ceilings Has Changed Monetary Transmission in the US: Theory and Evidence*", Job Market Paper.
- Mertens, O., 2014. "Interest rate restrictions policy: possibilities and consequences for Ukraine", Scientific Papers NaUKMA. Economics, 159, 53-57.
- Modigliani, F., 1975. «*The Life Cycle Hypothesis of Saving Twenty Years Later,*» in M. Parkin, ed., Contemporary Issues in Economics, Manchester University Press.
- Razafimahefa, I., 2012. "Exchange Rate Pass-Through in Sub-Saharan African Economies and its Determinants", IMF Working paper, WP/12/141
- Roldos, J., 2006. "Disintermediation and Monetary Transmission in Canada", IMF working paper WP/06/84
- Алиева, Б., Дарибаева, М., Жоламанова М., 2017. «Денежно-кредитное регулирование», учебное пособие
- Безбородова, А., Михаленок, Ю., 2015. «Анализ трансмиссионного механизма монетарной политики на основе байесовских векторных авторегрессий», Банковский вестник, апрельский выпуск, стр. 23-30

Каллаур, П., Комков, В., Черноокый, В., 2005. «*Механизм трансмиссии денежно-кредитной политики в экономике Республики Беларусь*», Белорусский экономический журнал, № 3, стр. 4-15

Комков, В., Абакумова, Ю., 2011. «*Трансформация механизма денежной трансмиссии в экономике Республики Беларусь*», Банковский вестник, выпуск июнь 2011, стр. 14-20