

**AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİL NAZIRLIYI**

**AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ**

**“MAGISTRATURA MƏRKƏZİ”**

Əlyazması hüququnda

Şükürova Günay Azər qızının

***“Методы регулирования денежно-кредитного обращения”***

mövzusunda

**MAGİSTR DİSSERTASİYASI**

İstiqamətin şifri və adı: 060403 – Maliyyə

İxtisaslaşma: Bank işi

Elmi rəhbər  
i.e.n., dosent Babayev A.A.

Magistr proqramının rəhbəri  
i.e.n., dosent Rzayev R.M

“Maliyyə və maliyyə institutları”  
kafedrasının müdiri  
i.e.d. Ələkbərov Ə.Ə.

**Bakı – 2016**

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	3
Глава 1. Теоретические основы регулирования денежно-кредитного обращения .....	6
1.1. Организация и механизм регулирования денежно-кредитного обращения.....	6
1.2. Регулирование денежно-кредитного обращения в системе государственного регулирования экономики.....	13
1.3. Теории денег и регулирования денежно-кредитного обращения.....	17
Глава 2. Зарубежная и отечественная практика регулирования денежно-кредитного обращения .....	29
2.1. Основные цели, принципы и эволюция режимов регулирования денежно-кредитного обращения в зарубежной практике монетарного регулирования.....	29
2.2. Методы регулирования денежно-кредитного обращения.....	38
2.3. Организация денежно-кредитного регулирования в Азербайджанской Республике.....	<b>О</b>
<b>шибка! Закладка не определена.</b>	<b>46</b>
Глава 3. Проблемы и перспективы развития методов регулирования денежно-кредитного обращения.....	<b>54</b>
<b>Ошибка! Закладка не определена.</b>	
3.1. Мировая практика монетарного регулирования в период экономического и финансового кризиса 2007-2009 гг. и посткризисный период.....	54
3.2 Проблемы в денежно-кредитной сфере на современном этапе развития экономики Азербайджанской Республики и в среднесрочной перспективе.....	61
Заключение.....	71
Список использованных источников.....	75

## **Введение**

Актуальность темы магистерской диссертации. К концу 2014 года в экономике и денежно–кредитной сфере экономики Азербайджанской Республики произошли серьезные изменения.

Продолжающийся экономический спад, обусловленный преимущественно исчерпанием возможностей роста за счет выгод благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, снижение поступления валютной выручки, рост девальвационных ожиданий привели к изменению конъюнктуры внутреннего валютного рынка и массивной девальвации маната, возникновению проблем в банковском секторе экономики Азербайджана, оттоку вкладов, ухудшению ситуации с ликвидностью и платёжеспособностью банков.

С учетом ситуации в экономике и денежно–кредитной сфере в настоящее время повышаются требования к эффективности политики АР в области монетарного регулирования и обеспечения стабильности банковской системы, а также в стимулировании экономического развития страны в среднесрочной перспективе.

Как следствие приобретает научную и практическую значимость исследование концептуальных проблем денег и регулирования денежно-кредитной сферы в экономике Азербайджана, что и предопределило выбор темы магистерской диссертации.

Цель и задачи исследования. Целью работы является изучение теоретических вопросов денег и регулирования денежного обращения, мирового опыта в данной области, а также анализ проблем существующих в денежно-кредитной сфере экономики Азербайджана на современном этапе ее развития.

Для достижения указанной цели были поставлены следующие задачи, которые решались в ходе подготовки настоящей работы:

рассмотреть вопросы организации и механизм регулирования кредитно-денежного обращения в современных условиях;

изучить основные особенности современных основополагающих теорий денег и регулирования денежно-кредитного обращения;

рассмотреть генезис целей, принципов и основных режимов монетарной политики в зарубежной практике монетарного регулирования, начиная со второй половины XX ст.;

раскрыть основные методы регулирования кредитно-денежного обращения;

рассмотреть вопросы организации денежно-кредитного регулирования в Азербайджанской Республике;

проанализировать зарубежный опыт монетарного регулирования в условиях экономического и финансового кризиса 2007-2009 гг. и в восстановительном посткризисном периоде;

изучить основные проблемы, стоящие перед органами денежно-кредитного регулирования АР в настоящее время и в среднесрочной перспективе и сформулировать предложения по их решению.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования является комплекс экономических отношений, возникающих в процессе функционирования денежной системы и их регулирования. Предметом – состояние и основные проблемы денежно-кредитной сферы экономики АР.

Методологическая основа исследования. В процессе исследования использовался комплексный подход к объекту и предмету исследования, применялись общенаучные методы познания (индукция, дедукция, сравнение, анализ, синтез, обобщение), а также методы сравнительного статистического и динамического анализа, абстрактно-логический метод.

Теоретическую и информационную базу работы составили учебная и научная литература, публикации в периодических изданиях отечественных и

зарубежных ученых по вопросам, касающимся теории денег и денежно-кредитного регулирования, а также аналитическая информация международных финансовых организаций и зарубежных центральных банков, статистическая и аналитическая информация Государственного статистического Комитета и Центрального банка Азербайджанской Республики, по вопросам денежно-кредитной политики и ситуации в экономике Азербайджана.

Научная новизна проведенного исследования состоит в постановке, теоретическом обосновании и решении вопросов, связанных с организацией регулирования денежно-кредитного обращения в национальной экономике. Полученные при этом научные результаты заключаются в следующем:

- раскрыта эволюция целей, принципов и основных режимов монетарной политики в зарубежной практике монетарного регулирования;
- рассмотрены теоретические основы и практические аспекты системы регулирования денежно-кредитного обращения;
- проанализирован международный опыт антикризисного денежно-кредитного регулирования в период мирового финансового и экономического кризиса 2007-2009 гг.

Практическую значимость магистерской диссертации определяют выводы и положения исследования, авторские заключения, связанные с возможностями применения международного опыта в сфере кредитно-денежного регулирования экономики Азербайджана.

Объем и структура диссертации. Магистерская диссертация имеет следующую структуру: введение, 3 главы, 8 параграфов, заключение и список использованной литературы.

# **Глава 1. Теоретические основы регулирования денежно-кредитного обращения**

## **1.1. Организация и механизм регулирования денежно-кредитного обращения**

Несмотря на длительную историю исследований природы денег, однозначного толкования их сущности до настоящего времени не существует. Чаще всего сущность денег и их роль в экономике выражается через те функции, которые они выполняют в экономической системе.

Как известно, в отечественной экономической науке к основным функциями денег относят: функции меры стоимости, средства обращения, средства платежей и расчетов, средства накопления. Также, зачастую, выделяют такие функции денег, как средство формирования сокровищ и функция мировых денег[18]. В экономической литературе т.н. стран дальнего зарубежья, эти функции принято объединять в три основных группы: средство обращения, платежей и расчетов, то есть средство совершения сделок и операций, мера стоимости, средство сбережений и накоплений [47, с. 858].

Суммируя существующие в экономической литературе подходы к пониманию сущности денег, их можно определить как: специфический товар, который является универсальным эквивалентом, то есть: такой товар, в котором выражается стоимость всех других товаров и услуг, при посредстве которого непрерывно совершается обмен товарами и услугами в национальной и мировой экономиках, и который служит средством накопления стоимости.

В экономической литературе существуют различные подходы к классификации денег. Систематизация этих подходов, проведенная автором настоящей работы, позволила прийти к выводу, что основной является классификация денег по наличию внутренней стоимости, по эмитентам, а также по формам (рис. 1.1.)

Виды денег	Формы денег:
<b>Виды денег 1</b> <b>(по наличию внутренней стоимости)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Полноценные деньги</i></li> <li>• <i>Неполноценные деньги</i></li> </ul>	Металлические слитки и монеты  Товары
<b>Виды денег 2</b> <b>(по эмитентам):</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Государственные (национальные) деньги</i></li> <li>• <i>Наднациональные деньги</i></li> <li>• <i>Частные деньги</i></li> </ul>	Банкноты и казначейские билеты  Информация в виде записей на счетах  Информация на электронных носителях

Рис.1.1. Основные виды и формы денег

Источник: [разработано автором на основе 18, 43, 1]

В данном случае полноценные деньги имеют товарную природу, обладают собственной внутренней стоимостью, которая соответствует их номинальной стоимости и, в целом, обеспечивает их общепризнанность. Неполноценные деньги представляют собой знаки или представители стоимости, не обладающие собственной внутренней стоимостью, затраты на производство каждой единицы бесконечно малы по сравнению с ее номиналом, общепризнанность обеспечивается не их внутренней стоимостью, а доверием экономических агентов к их эмитенту.

Государственные деньги выпускаются в обращение государством (в лице центральных банков, казначейств и министерств финансов), которое гарантирует их общепризнанность, и выполняют большинство или все функции денег. Наднациональные деньги выпускаются в обращение центральными банками наднациональных региональных или международных монетарных союзов и выполняют большинство или все функции денег в экономиках стран, входящих в эти союзы (пример таких денег – Евро, СДР). Частные деньги выпускаются в обращение банками, небанковскими финансовыми посредниками, предприятиями и организациями

нефинансового сектора, выполняют отдельные функции денег, их оборот в большинстве случаев опосредуется государственными деньгами.

При этом деньги могут существовать в форме товаров, металлических слитков и монет, банкнот и казначейских билетов, информации в виде записей на счетах и на электронных носителях.

Денежные системы, используемые в большинстве стран мира, основаны на механизме централизованной эмиссии и регулирования денежного обращения, основным элементом которой является институт центрального банка. Такая система пришла на смену децентрализованным банковским системам, существовавшим вплоть до начала XX ст. и основывавшимся на конкуренции негосударственных финансовых институтов в области выпуска денег в обращение.

Общеизвестно, что основной целью экономической системы является экономический рост как средство удовлетворения растущих потребностей общества. Денежная масса призвана обслуживать процесс производства, распределения и потребления материальных благ и услуг (общественного продукта). Поскольку население планеты постоянно растет, растут потребности общества в материальных благах и услугах, постоянно растет и производство материальных благ и услуг, а соответственно, увеличивается денежная масса.

В современном мире основные функции денег, то есть функции меры стоимости, средства платежа и расчетов, а также средства сбережений выполняются денежными суррогатами - неполноценными, необеспеченными деньгами или, как их еще называют в экономической литературе – фидуциарными деньгами, т.е. деньгами, функционирование которых основано на доверии. Эти суррогаты в совокупности представляют собой обязательства финансового сектора перед другими секторами экономики.

Динамика этих обязательств оказывает существенное влияние на совокупные расходы в экономике и воздействует на показатели, характеризующие важнейшие ориентиры экономической политики –

экономический рост, инфляцию, платежный баланс. Поэтому такие переменные, как деньги, кредит, иностранные активы и обязательства, другие стоимостные показатели играют центральную роль в макроэкономическом анализе и регулировании.

В целом денежную массу можно определить как совокупность денежных средств, предназначенных для оплаты товаров и услуг, а также для целей накопления нефинансовыми предприятиями, организациями и населением.

В соответствии с международной практикой в широкую денежную массу включаются следующие обязательства, сгруппированные по эмитентам:

Депозитные корпорации - долгосрочные депозиты, ценные бумаги, кроме акций, коммерческие бумаги, банковские акцепты, долгосрочные ценные бумаги;

Другие финансовые корпорации - коммерческие бумаги, другие ценные бумаги, акции и другие формы участия в капитале (в частности, акции взаимных фондов);

Центральное правительство - долгосрочные депозиты, принятые национальным казначейством, и т.п., краткосрочные ценные бумаги (например, казначейские векселя), сберегательные облигации, другие ценные бумаги;

Региональные и местные органы управления - муниципальные ценные бумаги, другие ценные бумаги;

Государственные нефинансовые корпорации - долгосрочные депозиты, принятые почтовой системой, коммерческие бумаги, другие ценные бумаги;

Другие нефинансовые корпорации - коммерческие бумаги, другие ценные бумаги [44].

При разработке экономической политики и установлении количественных ориентиров макроэкономических пропорций используются различные агрегированные (суммарные) показатели объема и структуры

денежной массы — денежные агрегаты. Они различаются шириной охвата тех или иных финансовых активов и степенью их ликвидности, т.е. степенью затрат и быстротой конверсии отдельных финансовых активов в деньги как средство обращения и платежа.

Количество денежных агрегатов и их состав могут различаться в разных странах мира, однако в настоящее время большинство государств ориентируются на подходы, закрепленные в Руководстве по составлению денежно-кредитной статистики МВФ.

В соответствии с этими подходами выделяют четыре основных агрегата денежной массы:

$M_0$  = Наличные деньги в обращении (в национальной валюте);

$M_1$  = Наличные деньги в обращении + средства на счетах в режиме до востребования (в национальной валюте);

$M_2$  (широкая денежная масса в национальном определении) = Наличные деньги в обращении + средства на счетах в режиме до востребования + средства на срочных счетах + прочие обязательства финансового сектора (в национальной валюте);

$M_3$  = Наличные деньги в обращении + средства на счетах в режиме до востребования + средства на срочных счетах + прочие обязательства финансового сектора (в национальной валюте) + обязательства в иностранной валюте и средства в драгоценных металлах и камнях [44].

Предложение денег в современной экономической системе осуществляется через процесс создания центральным банком денежной базы и последующее ее многократное расширение в банковской системе. Деньги в современной экономической системе имеют кредитную природу и создаются банками, которым в свою очередь необходима ликвидность, монопольным поставщиком которой является центральный банк, создающий денежную базу.

Количественно этот процесс описывается известным уравнением:

$$M = Mb \times m \quad (1.1)$$

где  $M$  - денежная масса (предложение денег в экономике);  $M_b$  – денежная база (предложение денежной базы);  $mm$  - денежный мультипликатор.

С технической точки зрения денежная база создается путем увеличения (кредитования) счетов коммерческих банков и правительства в центральном банке.

Денежная база в основном создается центральным банком за счет: покупки у банков иностранной валюты (изменяются чистые иностранные активы и остатки на корсчетах банков); кредитования банков и правительства (изменяются чистые внутренние активы и остатки на корсчетах банков и, соответственно, депозиты правительства); выпуска в обращение наличных (изменяются наличные в обращении и остатки на корсчетах банков). Приведенный ниже типовой баланс центрального банка в аналитической форме (табл. 1.1) показывает, какие именно активы центрального банка изменяются при создании денежной базы.

Таблица 1.1.

#### Аналитический баланс центрального банка

Активы		Обязательства
Чистые иностранные активы		Денежная база
Чистые внутренние активы		– наличные деньги в обращении
– чистые требования к правительству		– резервы банков
– требования к банкам		в том числе,
– требования к другим секторам национальной экономики		обязательные резервы
		остатки на корсчетах банков
		– депозиты правительства в центральном банке
Прочие чистые пункты		– остатки на других счетах

Источник: [разработано автором на основе 38, 1, 20]

В результате этих операций коммерческие банки получают в распоряжение финансовые ресурсы, которую используют для проведения активных операций, в ходе которых с помощью механизма денежного мультипликатора создается денежная масса.

Другими словами, предложение денег осуществляется путем первоначальной модификации денежной базы через изменение обязательств центрального банка перед банками и правительством (в общем случае), а затем - последующего увеличения предложения денег в системе коммерческих банков через процесс мультипликации.

В данном случае банки являются посредниками между центральным банком и остальной экономикой, «покупая» у центрального банка денежную базу по цене, которая может быть представлена гипотетической процентной ставкой (например, ставкой, по которой осуществляется большая часть операций рефинансирования, или средневзвешенной ставкой по инструментам регулирования ликвидности банков).

В отличие от других финансовых институтов, банки обладают способностью увеличивать предложение денег. Этот процесс называется многодепозитным расширением и основан на механизме действия денежного (банковского, кредитного) мультипликатора, связывающего денежную базу и денежную массу. Через процесс многодепозитного расширения или, другими словами, через механизм денежного мультипликатора, банки на основе денежной базы создают денежную массу.

Регулируя ликвидность банковской системы, центральный банк влияет на способность банков к проведению активных операций (кредитование экономики, покупка ценных бумаг, валюты и других активов), что, в свою очередь оказывает влияние на важнейшие макроэкономические переменные как ВВП, занятость, инфляция и другие[39].

Этот механизм воздействия в современных условиях имеет постоянный и целенаправленный характер, принимающий форму денежно-кредитной (монетарной) политики.

## **1.2. Регулирование денежно-кредитного обращения в системе государственного регулирования экономики**

Как отмечалось выше, центральный банк обладает способностью воздействовать на динамику важнейших макроэкономических переменных, изменяя темпы прироста и условия создания денежной базы, а также воздействуя на активные операции банков. Этот механизм воздействия, в целом, основывается на регулировании ликвидности банковского сектора с помощью инструментов денежно-кредитной политики.

Перечень инструментов, используемых центральным банком для регулирования ликвидности банковской системы, которые могут быть ориентированы на предоставление и изъятие ликвидности, включает[18]:

Кредитные операции между центральным банком и банками, направленные на предоставление ликвидности на различные сроки от одного дня до года под определенный процент и обеспечение - в частности в виде ценных бумаг, включенных в ломбардный список центрального банка и других активов;

Операции с покупкой и продажей ценных бумаг, иностранной валюты и других финансовых инструментов – как с переходом права собственности, так и на условиях РЕПО или СВОП с ценными бумагами, которые предполагают покупку-продажу на определенный срок с последующим обратным выкупом – направлены как на предоставление, так и на изъятие ликвидности;

Изменение норм обязательного резервирования и условий формирования Фонда обязательных резервов, т.е. повышение или понижение установленных нормативов отчислений в фонд обязательного резервирования, их возможная дифференциация по группам клиентов банков, видам валют, срокам привлеченных ресурсов, включаемых в расчет размера фонда обязательного резервирования и др. – может быть направлено как на предоставление, так и на изъятие ликвидности;

Привлечение избыточных средств банков на депозиты в центральном банке на определенный срок и под определенное вознаграждение, определяемое процентной ставкой центрального банка по этим инструментам – этот инструмент ориентирован на изъятие ликвидности.

В данном случае необходимо отметить, что операции по регулированию ликвидности банковской системы с использованием указанных выше инструментов могут проводиться как на двусторонней основе – путем заключения договоров между центральным банком и конкретным банком, так и в форме операций открытого рынка, которые проводятся, как правило, в форме аукционов на условиях, единых для всех допущенных к участию банков, что и определяет их название.

Отметим, что в учебной литературе рассмотренные инструменты монетарного регулирования экономики, как правило, группируют следующим образом:

процентная политика центральных банков;

проведение операций на открытом рынке

регулирование обязательных резервных требований [см., напр. 17, 34].

В современных условиях воздействие центрального банка на экономику носит целенаправленный и систематический характер, приобретая форму государственной денежно-кредитной политики.

В современной экономической литературе существуют различные подходы к определению ее сущности. Поскольку уточнение определения денежно-кредитной политики не входит в число основных задач настоящей работы, для целей исследования под денежно-кредитной политикой или, как ее принято называть в зарубежной, экономической литературе – монетарной политикой, будет пониматься совокупность мероприятий, предпринимаемых государством в денежно-кредитной сфере с целью регулирования экономики [обзор определений см., напр. в 46, сс. 16-19].

С точки зрения такого определения денежно-кредитная политика проводится исключительно государством в лице центрального банка,

объектом этой политики является денежно-кредитная сфера национальной экономики, предметом – содействие достижению общеэкономических целей государства, т.е. такое регулирование является частью государственной экономической политики и должно содействовать достижению ее целей.

Денежно-кредитная политика является важнейшим инструментом государственного регулирования экономики в современных условиях. Для достижения основных целей и решения задач экономической политики в распоряжении государства имеется множество рычагов воздействия на экономическую систему – правовых, институциональных, денежно-кредитных, налогово-бюджетных и т.п. Однако с практической точки зрения, основу современной экономической политики формируют две ее важнейшие составляющие – денежно-кредитная (монетарная) и налогово-бюджетная (фискальная) политика.

С институциональной точки зрения такую политику проводят в основном – центральный банк посредством денежно-кредитной политики, а также министерство финансов страны – посредством налогово-бюджетной политики. Действия центрального банка и министерства финансов координируются как в рамках прямого взаимодействия между ними, так и через законодательное определение сфер ответственности этих институтов и установление количественных параметров в документах стратегического характера, планирующих социально-экономическое развитие страны на среднесрочную перспективу.

Общая характеристика их воздействия на экономику в упрощенном виде показана на рисунке 1.2.

В данном случае Центральный банк, изменяя темпы прироста денежной базы, процентные ставки по инструментам рефинансирования банков, нормы обязательного резервирования, а также регулируя с помощью пруденциальных нормативов и административных мер активные операции банков, центральный банк воздействует на процентные ставки в экономике, спрос и предложение финансовых ресурсов, динамику обменного курса и

других денежно-кредитных переменных. Тем самым политика центрального банка оказывает влияние на динамику важнейших экономических переменных.



Рис. 1.2. Общая характеристика механизма экономической политики

Источник: [разработано автором на основе 24, 4, 9]

С точки зрения современных теоретических основ экономического регулирования, основная роль среди инструментов экономического регулирования принадлежит монетарной политике.

Это обусловлено тем, что наиболее востребованными в мировой практике экономического регулирования являются обоснования подходов к проведению экономической и, в частности, монетарной политики,

разработанные в рамках так называемого «нового неоклассического синтеза» (ННС) [см., например 37], более подробно рассмотренного в параграфе 1.3. настоящей работы, который с методологической точки зрения объединяет отдельные теоретические положения сторонников монетаризма, неоклассической экономической школы, теории реальных деловых циклов и нового кейнсианства.

Рекомендации ННС применительно к экономической политике государства основаны на центральной идее о том, что в краткосрочном периоде движущей силой реальной экономической активности является совокупный спрос. Из этого постулата, в свою очередь вытекает то, что среди инструментов экономической политики определяющую роль играет монетарная политика, которая с точки зрения ННС должна управлять совокупным спросом. Определяющая роль денежно-кредитной политики делает ее, в частности, важнейшим инструментом стабилизационной экономической и антикризисной политики государства.

### **1.3. Теории денег и регулирования денежно-кредитного обращения**

**Транзакционная теория И. Фишера.** Отправной точкой в современной теории денег являются разработки И. Фишера – который в своих работах н. XX столетия исследовал зависимость между количеством денег в экономике  $M$  (денежным предложением) и совокупными расходами на конечные товары и услуги, произведенные в экономике за определенный период  $Y \times P$ , где  $Y$  – совокупный выпуск (доход) и  $P$  – общий уровень цен [32].

Был найден показатель, описывающий связь между  $M$  и  $Y \times P$ , – скорость обращения денег ( $V$ ). Скорость обращения денег показывает, какое количество раз в среднем за период одна денежная единица тратится на покупку конечных товаров и услуг, произведённых в экономике за тот же период.

$$V = \frac{Y \times P}{M} \quad (1.2)$$

Отсюда было получено уравнение, известное как «уравнение обмена».

$$V \times M = Y \times P \quad (1.3)$$

Из этого уравнения не следует, что изменение денежного предложения приводит к пропорциональному изменению номинального выпуска в экономике. Измениться может скорость обращения денег. Для того, чтобы понять, что определяет номинальный выпуск в экономике необходимо было определить, какие факторы влияют на скорость обращения [52].

Фишер предположил, что основным фактором являются институциональные и технологические изменения в экономике. А поскольку, как правило, эти изменения происходят постепенно, скорость обращения должна в краткосрочном периоде быть условно постоянной. Это допущение позволило трансформировать уравнение обмена в количественную теорию, согласно которой уровень номинального выпуска в экономике определяется количеством денег в экономике.

Например, если  $M$  удваивается, то при постоянной  $V$ ,  $P$  и  $Y$  также удваивается. Поскольку экономисты классической школы, включая И. Фишера, считали цены и зарплаты абсолютно гибкими, то они полагали, что реальный совокупный выпуск соответствует потенциальному (выпуск в ситуации, когда все ресурсы в экономике задействованы и производственные мощности используются по максимуму), а значит, в краткосрочном периоде изменяться не может. Поэтому изменение денежного предложения ведет к изменению уровня цен в экономике. Таким образом, в соответствии с количественной теорией изменение уровня цен в экономике происходят исключительно благодаря изменению денежного предложения (денежной массы).

Когда денежный рынок находится в состоянии равновесия, спрос на деньги ( $Md$ ) равен количеству денег, которые экономические агенты держат для совершения сделок. Поэтому

$$Md = k \times P \times Y \quad (1.4)$$

Таким образом, согласно теории И. Фишера, спрос на деньги целиком зависит от объема выпуска в экономике и никак не связан с изменением процентных ставок.

**Кембриджский вариант количественной теории денег.** В то время как И. Фишер развивал свою количественную теорию, группа экономистов классической школы из Кембриджского университета (Великобритания), в которую входили, в частности, А. Маршалл и А. Пигу, занималась изучением тех же проблем.

В отличие от И. Фишера они не стали рассматривать спрос на деньги исключительно с транзакционной и институциональной точки зрения, а задались вопросом: какое количество денег экономические агенты будут держать на руках в тех или иных обстоятельствах. Еще одно отличие в подходах состояло в том, что кембриджские экономисты не исключали влияния процентных ставок на спрос на деньги, хотя и не рассматривали процентную ставку в качестве основополагающего фактора[32].

В уравнении обмена А.Маршалл и А. Пигу, заменили скорость обращения денег на величину, обратную доле наличных денег в обращении ( $1/k$ ) и совокупный выпуск на величину той части доходов домашних хозяйств, которую они готовы потратить на приобретение выпущенных товаров и услуг[12].

С учетом этого уравнение обмена можно переписать в следующем виде:

$$\frac{M}{k} = P \times Y \quad (1.5)$$

В таком виде модель устанавливала зависимость между уровнем цен в экономике и склонностью населения к сбережениям, а посредством сбережений – с процентной ставкой.

Поскольку, с одной стороны, деньги – это средство обращения, спрос на деньги будет зависеть в частности от количества и объемов сделок. Но с другой стороны, деньги – это средство сбережения, поэтому спрос на деньги будет зависеть также и от доходности различных активов и от благосостояния домашних хозяйств.

Кембриджские экономисты также как и И. Фишер преимущественно рассматривали скорость обращения денег как константу (хотя считали, что на скорость обращения влияют не только институциональные и технологические изменения, но и другие факторы, а поэтому допускали, что она может изменяться в краткосрочном периоде) и были согласны с И. Фишером относительно того, что номинальный ВВП определяется объемом денежной массы, однако согласно их модели потребители сами могли определять какое количество денег держать на руках в зависимости от доходности других активов. Таким образом, помимо дохода, фактором, определяющим спрос на деньги, является и процентная ставка.

Это отличие Кембриджского подхода от количественной теории позволили впоследствии Дж. М. Кейнсу, который также работал в Кембридже, прийти к выводам, радикально отличающимся от положений количественной теории.

**Кейнсианская теория денег.** Работая в Кембридже, Дж. М. Кейнс последовал кембриджскому подходу и разработал теорию спроса на деньги, получившую впоследствии название «теории предпочтения ликвидности». Он также изучал вопрос о том, почему люди держат на руках деньги [32].

В своей Общей теории занятости, процента и денег Дж. М. Кейнс подверг сомнению классический постулат о неизменности в краткосрочном периоде скорости обращения денег и о том, что процентные ставки слабо

вливают на спрос на деньги. Кейнс выделил три группы факторов спроса на деньги: транзакционные, превентивные и спекулятивные [25].

**Транзакционные мотивы.** В классической количественной теории экономические агенты держат на руках деньги в качестве средства обращения для совершения каждодневных сделок. Следуя классической традиции, Дж. М. Кейнс подчеркивал, что этот компонент спроса на деньги прямо пропорционален количеству и объему сделок, а следовательно - пропорционален номинальному выпуску в экономике.

**Превентивные мотивы.** Дж. М. Кейнс пошел дальше классического анализа, предположив, что деньги необходимы не только для осуществления ежедневных сделок, но и в качестве резерва на непредвиденные расходы. Он считал, что объем денег, который необходим в качестве резерва, зависит от планируемых в будущем расходов и от уровня доходов.

**Спекулятивные мотивы.** В отличие от сторонников классической школы, Дж. М. Кейнс считал, что процентная ставка оказывает существенное влияние на спрос на деньги и предположил, что при росте процентных ставок экономические агенты предпочтут держать на руках меньше денег и больше размещать в активы, приносящие доход. То есть, по его мнению, существует обратная связь между процентной ставкой и спросом на деньги.

Обобщая все три мотива, Дж. М. Кейнс пришел к заключению: люди стремятся владеть определенным объемом реальных денежных остатков (запасов). Желаемый их объем связан с реальным доходом  $Y$  и ставкой процента  $i$ . В итоге было предложено следующее уравнение спроса на деньги:

$$\frac{Md}{P} = \frac{1}{f(i,Y)} \quad (1.6)$$

Теория предпочтения ликвидности позволила более точно объяснить, почему люди хотят хранить деньги на руках. Кейнс выделил три мотива, объясняющих такое поведение: транзакционный, мотив предосторожности и спекулятивный. Спрос по транзакционному мотиву и мотиву

предосторожности он считал пропорциональными доходу, однако обосновал отрицательную зависимость спекулятивного от процентной ставки.

У кейнсианской модели спроса на деньги есть одно важное следствие: скорость обращения денег непостоянна и находится в положительной зависимости от процентных ставок, колебания которых весьма существенны. В теории Кейнса постоянство скорости обращения отвергается еще и потому, что ожидания изменений процентной ставки вызывают изменение спроса на деньги, что приводит к изменению скорости обращения. Таким образом, теория Кейнса подвергает сомнению постулат классической теории о том, что номинальный ВВП определяется, прежде всего, изменением количества денег.

В дальнейшем, используя полученную Кейнсом зависимость, исследователи развивали и дополняли теорию спроса на деньги. В частности, после второй мировой войны экономисты разработали более точные модели, объясняющие три кейнсианских мотива спроса на деньги. В силу того, что основным элементом теории денег считалась процентная ставка, основное внимание уделялось роли ставки процента в формировании спроса на деньги [10].

Кейнсианские взгляды на деньги и денежно-кредитное регулирование доминировали в практике государственного регулирования экономики до 1970-х гг., когда в мировой экономике и экономиках ведущих промышленно-развитых стран вследствие увеличения военных расходов, роста цен на нефть и влияния ряда других факторов существенно возросла инфляция. Этот эпизод в развитии мировой денежной системы называют периодом «Великой инфляции», проводя аналогии с «Великой депрессией» 1930-х гг.

Наряду с ростом цен наблюдалась высокая безработица и спад производства, что, в целом, способствовало падению авторитета кейнсианских рецептов регулирования экономики, как в теоретическом, так и в практическом плане и привело к популяризации идей монетаризма,

получивших развитие в работах развитие в работах М. Фридмена и его последователей.

Популярность в практике государственного регулирования экономики монетаризм приобрел во второй половине 1970-х на волне критики кейнсианской экономической теории, которая не смогла объяснить экономический кризис 1970-х, и, в том числе, значительный рост цен, т.н. период «Великой инфляции», обусловленной ростом государственных расходов, повышением цен на нефть и циклическим спадом в мировой экономике.

В 1970-х гг. произошло два нефтяных шока – в 1973-1974 гг. и 1979-1980 гг., связанных с политикой стран ОПЕК замораживанию добычи нефти и увеличению цен на нее. Нефтяной кризис 1970-х, вызвал многочисленные экономические проблемы в США и странах Европы, Наряду с ростом цен наблюдалась высокая безработица и спад производства, что, в целом, способствовало падению авторитета кейнсианских рецептов регулирования экономики, как в теоретическом, так и в практическом плане и привело популяризации идей монетаризма, получивших развитие в работах развитие в работах М. Фридмена и его последователей [5].

Можно сказать, что нефтяной и структурный экономический кризис 1970-х привел экономики промышленно-развитых государств «на рельсы постиндустриального развития, основанного на глобализации, информатизации и либерализации социально-экономической сферы. Резко возросла роль частного предпринимательства, произошла либерализация и монетизация мировой экономики, на смену кейнсианскому регулированию пришло монетаристское» [55, с. 32].

Взгляды монетаристов на деньги в целом основывались на положении количественной теории денег проанализированной в предыдущих параграфах и, поэтому, на наш взгляд, не требуют отдельного рассмотрения.

**Новый неоклассический синтез как основа современной денежно-кредитной политики.** В современных условиях разработка подходов к проведению экономической и, в частности – монетарной политики не основывается полностью на какой-либо экономической теории или совокупности таких теорий. Как отмечает Н.Г. Мэнкью, известный экономист и автор учебников по макроэкономике, «макроэкономисты-практики, отвечающие за проведение экономической политики, полагаются на здравый смысл, независимый анализ реальной ситуации, опыт и знания» [35].

При этом наиболее востребованными являются в настоящее время обоснования подходов к проведению экономической и, в частности, монетарной политики, разработанные в рамках так называемого «нового неоклассического синтеза» (далее – ННС). ННС возник сравнительно недавно, его формирование как теоретической концепции началось в 1990-х гг. [36].

С методологической точки зрения ННС объединяет отдельные теоретические положения сторонников монетаризма, неоклассической экономической школы, теории реальных деловых циклов и нового кейнсианства.

Рекомендации ННС применительно к экономической политике государства основаны на центральной идее о том, что в краткосрочном периоде движущей силой реальной экономической активности является совокупный спрос. Из этого постулата, в свою очередь вытекает то, что среди инструментов экономической политики определяющую роль играет монетарная политика, которая с точки зрения ННС должна управлять совокупным спросом.

В целом можно выделить два основных элемента, на которых основан ННС:

неоклассическая макроэкономика и теория реального делового цикла с учетом рациональных ожиданий; и

новая кейнсианская экономика с несовершенной конкуренцией, микроэкономическими обоснованиями поведения экономических агентов и негибкостью (номинальной жесткостью) цен и заработных плат [37]. Ниже эти элементы ННС будут рассмотрены более детально.

Неоклассическая макроэкономика, многие из элементов которой можно найти в трудах представителей монетаризма, получила распространение во второй половине 1970-х гг. Развитие этого направления экономической мысли связано, прежде всего, с появлением концепции рациональных ожиданий, которая разрабатывалась в трудах таких известных исследователей как Р.Лукас, Т.Сарджент, Н.Уоллес, Р.Барро и других. По их мнению, экономические агенты, то есть – домашние хозяйства и фирмы, действуют рационально, учитывают всю доступную информацию, интерпретируя наблюдаемые макроэкономические явления. Поэтому они просчитывают последствия действий Правительства и Центрального банка в области регулирования экономики из чего, по мнению неоклассиков, следует, что повлиять на динамику реальных переменных могут только неожиданные шаги в области экономического регулирования – своего рода шоки экономической политики [43].

В данном случае нужно отметить, что саму концепцию экономических ожиданий, также как и аргументы в пользу их влияния на результаты экономической политики новые классики позаимствовали у монетаристов. Идею о влиянии экономических ожиданий на эффективность экономического регулирования М.Фридмен выдвинул, анализируя кейнсианскую версию кривой Филлипса.

Он показал, что в долгосрочном периоде деньги нейтральны, то есть не влияют на динамику реальных экономических переменных. Поэтому, в частности, на длинных временных отрезках безработица определяется не экономической политикой, а реальными факторами и не может быть снижена ниже определенного уровня, называемого естественным или не приводящим к ускорению инфляции.

В краткосрочном же периоде, по мнению М. Фридмена, эффективность экономической политики зависит от экономических ожиданий. Так, если стимулирующая политика приводит к росту цен, то фирмы и домашние хозяйства вполне могут отреагировать на эту ситуацию ростом инфляционных ожиданий и повышением цен на свою продукцию (в случае фирм) и факторы производства (в случае домашних хозяйств). То есть результатом политики в данном случае будет еще большая инфляция, а не рост занятости, как это должно быть в соответствии с традиционной моделью Филлипса. Н.Г. Мэнкью писал по этому поводу, что «благодаря Фридмену понятие ожиданий стало играть в макроэкономике центральную роль» [35].

К этому можно добавить, что помимо концепции экономических ожиданий из монетаризма в ННС пришло отношение к инфляции как к денежному феномену и, соответственно, понимание важности монетарной политики, которую как эффективный инструмент экономической политики отвергали и неоклассики и сторонники теории реальных деловых циклов.

Развивая аргументацию М.Фридмена относительно роли ожиданий в экономике, представители новой классической школы пришли к тому, что традиционные кейнсианские модели, а также положения Фридмена относительно систематической монетарной политики, обеспечивающей постоянство прироста денег в экономике, в экономической политике использовать нельзя. В первом случае – по причине того, что не учитываются ожидания, во втором – в связи с невозможностью постоянно предпринимать неожиданные изменения в политике, а именно шоки экономической политики и только они эффективно воздействуют на экономику, по мнению неоклассиков, как отмечалось выше.

Поэтому новые классики, в частности – Р.Лукас, предложили т.н. теорию реального делового цикла, изначально основанную на предположении о несовершенстве информации и рациональных ожиданиях, а также о рынке как саморегулируемой системе, постоянно находящейся в состоянии равновесия. В узком смысле теория реального делового цикла

(далее – РДЦ) рассматривается в рамках положений, содержащихся в работах Ф.Кидланда и Э.Прескотта, Ч. Пlossера и других пионеров этой концепции, появившейся в 1980-х, 1990-х гг. [40].

Полагая экономику совершенно конкурентной средой, они считали, что рынки всегда находятся в состоянии равновесия, практически мгновенно приспосабливаясь к изменению факторов, воздействующих на совокупное предложение, и немедленно переходя к новому равновесному состоянию. Изменение совокупного выпуска сторонники этой теории объясняли, прежде всего, технологическими факторами, которые влияют на производительность в экономике. Кроме того они распространяли классическую дихотомию или, в более узком смысле – нейтральность денег, не только на долгосрочный период, как это делали монетаристы, но и на краткосрочную перспективу. Из этого следовал вывод о неприменимости монетарной политики для корректировки динамики выпуска и занятости в экономике.

Таким образом, ранняя теория РДЦ концентрировалась сугубо на анализе совокупного предложения и объясняла динамику совокупного выпуска технологическими изменениями, воздействующими на совокупную производительность факторов производства. При этом использовались тезисы о совершенной конкуренции и саморегулировании рынков, заимствованные из новой классической теории. В современной интерпретации теории РДЦ, используемой в рамках ННС, макроэкономическая динамика определяется не только техническим прогрессом и развитием человеческого капитала, но и многими другими реальными и номинальными факторами.

Нужно отметить, что в рамках неоклассической экономической теории и теории РДЦ была заложена основа современных теорий экономического роста. Начало этому положил Р.Солоу, построив неоклассическую модель, которая включала такие факторы как норма накопления капитала (норма сбережений), темпы роста населения, а также технический прогресс. Его теоретические наработки были использованы в рамках теории РДЦ и

получили развитие путем введения в базовую модель Солоу человеческого капитала (Р.Лукас), накопление которого наряду с положительными технологическими сдвигами приводит к росту совокупной производительности - основного фактора экономического роста, по мнению сторонников этой теории [88].

К заслуге создателей теории РДЦ, в частности, Кидланда и Прескотта, следует отнести также разработку концепции динамического стохастического общего равновесия (прим. Автора – англ., Dynamic Stochastic General Equilibrium models - DSGE), которая в настоящее время широко используется в методологии ННС и, в частности – при разработке монетарной политики центральными банками зарубежных стран [42].

Теория РДЦ в ее первоначальной трактовке подверглась резкой критике сторонников кейнсианской экономической школы. Представители этого нового течения (Дж. Стиглиц, С.Фишер, Г.Кальво, Д.Ромер и др.), раскритиковав тезис о саморегулировании рынков и их практически мгновенном переходе от одного равновесного состояния к другому в ответ на изменение экономической ситуации (т.н. market clearing), вернули в макроэкономику кейнсианские постулаты, касающиеся негибкости цен и заработных плат (т.н. номинальные жесткости) [10].

Из этого положения следует, в частности, что увеличение денежной массы вполне способно при прочих равных условиях, зависящих от экономических ожиданий, стимулировать совокупный спрос и, соответственно, повысить совокупный выпуск и снизить безработицу. Это, в свою очередь, возвращает монетарную политику в арсенал инструментов экономического регулирования и делает возможным проведение анти-циклической политики, что отвергалось сторонниками РДЦ [77].

## **Глава 2. Зарубежная и отечественная практика регулирования денежно-кредитного обращения**

### **2.1. Основные цели, принципы и эволюция режимов регулирования денежно-кредитного обращения в зарубежной практике монетарного регулирования**

Из основных постулатов ННС, рассмотренных в параграфе 1.3. настоящей работы, вытекают принципы, которым следовало большинство центральных банков, по крайней мере, до финансового и экономического кризиса 2007-2009 гг.

Прежде всего, политика центральных банков была направлена на поддержание стабильной инфляции, темпы которой совместимы с темпами роста национальной экономики.

В разных странах центральные банки имеют различные законодательно определенные цели в области монетарного регулирования. Однако в целом, к концу XX столетия в мире сформировалась система монетарного регулирования, в рамках которой в долгосрочном периоде политика центральных банков направлена на поддержания устойчивости национальной валюты или ее покупательной способности.

При этом большинство центральных банков обеспечивают стабильность национальной валюты, решая одновременно и другие задачи, не конфликтующие с основной целью: содействие экономическому росту и высокой занятости, обеспечение финансовой стабильности и устойчивости банковской системы, эффективности работы платежной системы и др.[76].

Ценовая стабильность рассматривалась в качестве важнейшего условия устойчивого экономического развития. При этом инфляция считалась денежным феноменом, и предполагалось, что в долгосрочном периоде не существует выбора между инфляцией и безработицей, однако ее важнейшим

фактором полагались экономические ожидания, которые в соответствии с традицией ННС считались рациональными.

Ожидания оказывают серьезное воздействие на результаты экономической, монетарной, фискальной политики. Предприятия и население принимают решения, связанные с производством, инвестициями, потреблением и сбережениями, исходя из собственного видения экономической ситуации, доверия к действиям правительства и центрального банка страны, прошлого опыта и прогнозов на будущее. Совокупность таких решений на микроуровне оказывает существенное влияние на динамику макроэкономических показателей.

Поэтому доверие к правительству, центральному банку, национальной валюте и ожидания экономических агентов являются ключевыми факторами эффективности экономической и монетарной политики. Исходя из этого, значительные усилия центральные банки направляли на обеспечение прозрачности (transparency) монетарной политики и укрепления доверия общественности к своим действиям. Для этого монетарная политика проводилась с использованием четкой и прозрачной системы целевых ориентиров.

Основными элементами этой системы являются: основная цель монетарной политики, промежуточный целевой ориентир или ориентиры (в экономической литературе этот показатель называется также номинальным якорем), операционные и индикативные параметры (рис. 2.1.).

Каждый из элементов этой системы имеет четко определенные функции. Основная цель является долгосрочным ориентиром монетарной политики. Для ее достижения в среднесрочном периоде используются промежуточные целевые ориентиры – контролируемые центральным банком показатели, имеющие устойчивую прямую взаимосвязь с основным целевым ориентиром. Операционные целевые ориентиры – переменные, взаимосвязанные с промежуточным целевым ориентиром, используются центральным банком для определения количественных параметров для

ежедневного применения инструментов монетарной политики. В качестве операционных переменных используются такие показатели, как чистый внутренний кредит, денежная база, кредиты банкам, чистые иностранные активы, процентные ставки денежного рынка.



Рис. 2.1. Система целевых ориентиров монетарной политики

Источник: [разработано автором на основании 34]

Исходя из соображений обеспечения прозрачности политики, важнейшие целевые ориентиры - долгосрочная цель, а также промежуточные цели политики центральных банков доводились до сведения общественности, также как и любые изменения в проводимой политике.

В большинстве стран центральные банки законодательно обеспечивались должной степенью независимости от исполнительной власти и политического давления. Это считалось одной из предпосылок эффективности монетарной политики. В качестве факторов, определяющих независимость центрального банка рассматривались:

наличие законодательно установленных основных целей монетарной политики и четкое определение приоритетов в монетарной политике;

возможность самостоятельно устанавливать (определять) цели (целевые ориентиры) и индикативные параметры монетарной политики;

автономность в применении инструментов монетарной политики;

независимость от политического влияния;

ограничение на кредитование Правительства;

четкое определение в законодательстве сроков работы и условий назначения (увольнения) руководства центрального банка [78].

Выбор промежуточного целевого ориентира преимущественно определяет и режим монетарной политики (общая классификация режимов монетарной политики приведена на рис. 2.2.).



Рис. 2.2. Классификация режимов монетарной политики

Источник: [разработано автором на основе 67, 58]

Начиная со второй половины XX столетия наиболее распространенными режимами монетарной политики являлись монетарное таргетирование и таргетирование обменного курса. В связи с тем, что в 1970-х гг. основной задачей центральных банков промышленно-развитых государств являлось снижение высокой инфляции (см. рис.2.3.), в качестве номинального якоря первоначально выступали денежная масса или обменный курс национальной валюты как основные факторы инфляции в условиях высоких темпов роста цен. Как следствие, основными режимами денежно-кредитной политики изначально являлись монетарное (денежное) таргетирование и таргетирование обменного курса.

Монетарное таргетирование представляет собой режим монетарной политики, предполагающий использование различных агрегатов денежной массы в качестве промежуточного целевого ориентира. Основным аргументом в пользу применения монетарного таргетирования является монетарный подход к природе инфляции.

Зная природу зависимости между приростом денежной массы и инфляцией с учетом прочих факторов, а также располагая прогнозом роста ВВП, можно устанавливать такие ориентиры по приросту денежной массы, которые позволяют достичь заданного уровня инфляции в прогнозируемом периоде. Возможность практического применения монетарного таргетирования обусловлена существованием стабильного долгосрочного спроса на деньги в экономике. Определив функцию долгосрочного спроса на деньги, можно установить и зависимость между ростом денежной массы и инфляцией с учетом прочих факторов, оказывающих в долгосрочном периоде влияние на темпы роста цен.

Монетарное таргетирование широко использовалось центральными банками после распада Бреттон-Вудской системы валютных курсов начиная с середины 70-х годов XX столетия.

Функции спроса на деньги, построенные в середине XX ст. на основе эконометрического анализа послевоенных статистических данных, позволяли делать качественные прогнозы динамики спроса на деньги в 50-60 годах XX столетия. Ускоренное развитие процессов глобализации и международной интеграции, совершенствования информационных технологий, появление инноваций в финансовой сфере, возникновение феномена электронных денег оказало существенное влияние на традиционные взаимосвязи в мировой экономической системе. В частности, начиная с 1972 года, динамика спроса на деньги приобрела нестабильный характер, что привело к искажению прогнозных данных, полученных с использованием завышенных значений спроса на деньги.

Отсутствие стабильности спроса на деньги стало основной причиной отказа от использования монетарного таргетирования в чистом виде центральными банками мира в 90-х годах XX столетия. Вместе с тем, жесткий контроль над приростом денежного предложения является необходимым условием эффективности монетарной политики, направленной на обеспечение стабильности национальной валюты.

Режим таргетирования обменного курса предполагает использование номинального обменного курса национальной валюты в качестве промежуточного целевого ориентира монетарной политики. Применение номинального обменного курса в качестве промежуточного целевого ориентира имеет ряд преимуществ. Прежде всего, инфляция и девальвация имеют монетарную природу и тесно взаимосвязаны. Фиксируя обменный курс национальной валюты относительно курса более стабильной иностранной валюты, центральный банк «импортирует» низкую инфляцию из страны привязки валюты. Поскольку данные о динамике номинального обменного курса постоянно доступны широкой общественности, фиксация курса повышает прозрачность монетарной политики, дисциплинируются действия центрального банка в области денежно–кредитного регулирования и, как следствие, создаются условия для стабилизации инфляционных ожиданий [34].

Таргетирование обменного курса дисциплинирует как монетарную, так и фискальную политику. Использование обменного курса в качестве номинального якоря монетарной политики не требует сложных технических предпосылок. Поэтому, в условиях, когда отсутствуют развитые финансовые рынки, нормально функционирующие валютные рынки, а также доверие со стороны общества к проводимой правительством и центральным банком экономической, монетарной и валютной политике, фиксация курса национальной валюты относительно курса более устойчивой валюты (или корзины валют) является одним из наиболее привлекательных и устойчивых вариантов проведения монетарной и валютной политики.

По мере снижения инфляции до значений, сопоставимых с темпами экономического роста, задачи по ограничению денежного предложения и девальвации национальных валют как основных факторов высокой инфляции отошли на второй план.

На рисунке 2.3., показана динамика ИПЦ в общемировых масштабах, а также крупнейших странах и регионах мира с 1960-х гг. до настоящего времени. Рисунок показывает, в частности, что в индустриально-развитых государствах проблема высокой инфляции была практически решена и к концу 90-х гг. XX столетия темпы прироста цен в этих государствах не превышали 3 % в год.

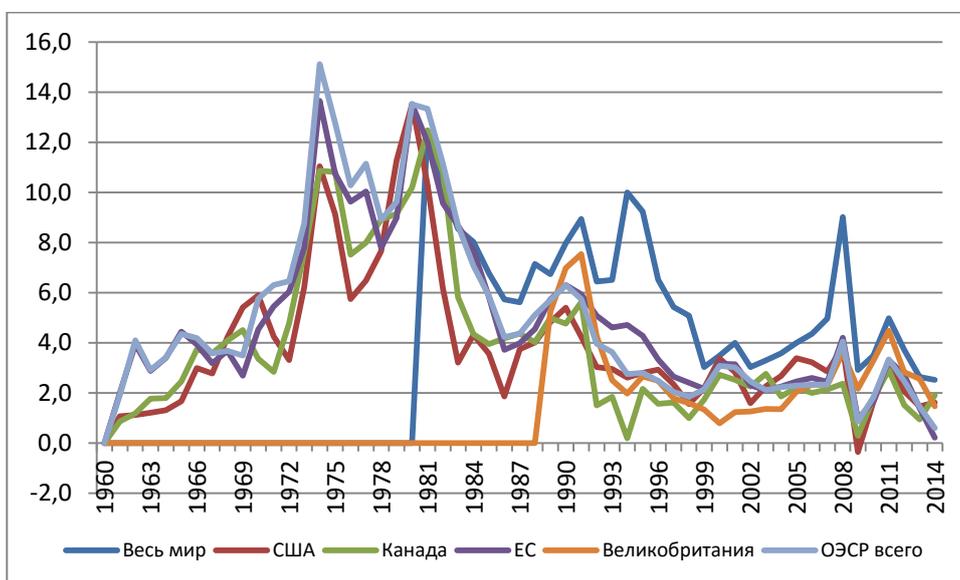


Рис.2.3. Динамика инфляции в мире всего и его крупнейших странах и регионах, ИПЦ, на годовой основе

Источник: [построено автором на основании 16]

Отличие мировой инфляции от инфляции в индустриально-развитых государствах в 90-х годах XX столетия, которое явно просматривается на рис. 2.3., объясняется высокими темпами роста цен в трансформационных экономиках в этот период, что связано, прежде всего, с либерализацией цен на начальных этапах экономической трансформации. Однако в настоящее время многие из стран с переходной экономикой подходят к достижению

инфляции, уровень которой сопоставим со средним уровнем прироста цен в Европейском Союзе.

Кроме того, совершенствование моделирования в денежно-кредитной сфере, развитость финансовых рынков и сформировавшиеся рыночные институты в этих странах позволили напрямую увязать краткосрочные процентные ставки как основной инструмент денежно-кредитной политики и динамику инфляции. Как следствие, необходимость в использовании ориентиров по денежной массе и обменному курсу в качестве промежуточного звена в системе денежно-кредитного регулирования, направленного на снижение инфляции отпала.

Поэтому начиная с 1990-х гг. популярность среди центральных банков приобретает инфляционное таргетирование - режим монетарной политики, основанный на использовании прогноза инфляции в качестве промежуточного целевого ориентира. С 2000-х гг. он становится одним из основных режимов монетарной политики в мире, в настоящее время режим инфляционного таргетирования в том или ином виде реализуется более чем в 30 странах мира, многие страны, включая Азербайджан, рассматривают возможность перехода к таргетированию инфляции в среднесрочном периоде [49].

Основное преимущество инфляционного таргетирования состоит в его гибкости - при проведении монетарной политики единственный промежуточный номинальный якорь замещается синтезом целого ряда макроэкономических показателей (обменный курс, денежная масса, процентные ставки и др.) [67].

В результате центральный банк получает большую свободу действий и возможность оперативно реагировать на возможные макроэкономические шоки. Центральный банк прогнозирует предстоящую динамику инфляции и на основе этих данных задает количественно целевой ориентир по инфляции на планируемый период, не принимая на себя обязательств по достижению каких-либо других целевых ориентиров.

Практический опыт стран, использовавших ориентиры по инфляции, позволил сформулировать ряд общих условий, минимально необходимых для использования этого режима монетарной политики [см., например, 53, 61].

К этим требованиям, во-первых, относится законодательное определение ответственности центрального банка за поддержание низкого уровня инфляции и выбор показателя, который количественно характеризует основную цель монетарной политики. Это может быть индекс потребительских цен, т.н. базовая инфляция – ценовой индекс, очищенный от сезонных факторов инфляции и цен, неконтролируемых с помощью инструментов центрального банка, например цен, напрямую регулируемых правительством.

Применение рассмотренных выше режимов монетарной политики основано на теоретическом положении о том, что центральный банк по возможности должен использовать только один промежуточный целевой ориентир (номинальный якорь), поскольку в противном случае может возникать конфликт целей, негативно отражающийся на эффективности денежно–кредитного регулирования. Вместе с тем на практике, в особенности в государствах с переходными экономиками и в развивающихся странах, множественность целевых ориентиров используется достаточно часто, причем, далеко не всегда нанося ущерб эффективности денежно–кредитного регулирования. Как следствие, наряду с рассмотренными выше полноценными, существуют смешанные режимы денежно–кредитной политики.

Режим без установления количественных целевых ориентиров является особой и достаточно редкой формой монетарной политики, которую принято называть дискреционной. В чистом виде такой режим применяется, например, в США. Центральный банк этой страны – ФРС США, обладает высокой степенью доверия и может позволить себе проведение весьма гибкой политики, направленной на одновременное достижение равнозначных долгосрочных целевых ориентиров по инфляции, росту ВВП и занятости в

экономике без официального объявления каких–либо количественных целевых параметров на перспективу. При этом следует отметить, что в определенной степени дискреционным следует считать также инфляционное таргетирование и его разновидности, поскольку в данном случае центральный банк также не принимает на себя никаких официальных обязательств, кроме ориентира по инфляции, который, в свою очередь, выступает долгосрочной целью монетарной политики.

Отдельным случаем является отсутствие самостоятельной монетарной политики, что может наблюдаться при полном либо частичном отказе государства от собственной денежной единицы. Переход к использованию иностранной валюты в качестве средства платежей и расчетов, меры стоимости, а также средства сбережений означает, что государство сознательно отказывается от собственной монетарной политики, передавая полномочия по ее проведению центральному банку страны, валюта которой используется в качестве официального платежного средства.

## **2.2. Методы регулирования денежно-кредитного обращения**

Подходы к применению инструментов монетарного регулирования представляют собой методы денежно-кредитной политики, которые в экономической литературе делят на прямые и косвенные [19].

К прямым методам денежно-кредитного регулирования относятся:

ограничение объемов кредитов, предоставляемых определенным отраслям;

прямое регулирование процентной ставки;

ограничения величины кредитов для отдельных банков;

установление квот на отдельные виды пассивных и активных операций;

введение лимитов на выдачу различных категорий ссуд и на привлечение кредитных ресурсов;

ограничения на открытие филиалов и отделений;  
лимитирование размеров комиссионных вознаграждений, тарифов на предоставление различных видов услуг, процентных ставок;  
определение перечня операций, видов обеспечения, а также требования лицензий на отдельные виды операций.

Однако в современных условиях такие методы денежно-кредитного регулирования практически не применяются, в основном практика их применения характерна периода перехода от административно-командной к рыночной экономике. В настоящее время центральные банки используют косвенные методы монетарного регулирования и, в частности – процентную политику.

Для большинства центральных банков в настоящее время основным инструментом воздействия центральных банков на экономику выступает процентная ставка (базовая, ключевая, ставка рефинансирования и т.п.). Во-всяком случае это относится к организации монетарного регулирования в промышленно-развитых странах и большинстве развивающихся экономик.

При этом существует два способа использования ставки в качестве инструмента регулирования. Первый предполагает прямое изменение ставки центральным банком и, тем самым, регулирование денежного предложения и влияние на избыточные резервы банков, ставки денежного рынка и цены финансовых инструментов. Второй заключается в использовании ставки в качестве операционного ориентира политики, то есть – в установлении целевых уровней процентной ставки, которые достигаются с помощью изменения параметров денежного предложения. И в том и в другом случае механизм влияния изменения ставки центрального банка на экономику принципиально не отличается.

Для определения количественных параметров монетарной политики центральные банки используют различные экономико-математические модели – от достаточно простых, основанных на балансовых взаимосвязях в экономике и оценке эластичности, до крупных и сложных моделей

национальной экономики, в частности основанных на DSGE –подходе и включающих десятки факторов, характеризующих макроэкономическую динамику, известные экономические закономерности и правила политики, а также номинальные и реальные шоки. Так, в качестве примера использования сложных DSGE моделей национальной экономики центральными банками можно привести модели TOTEM Банка Канады [81], SIGMA ФРС США [75], NAWM Европейского центрального банка [62].

В данном случае необходимо отметить, что поведение центрального банка в моделях данного класса описывается, преимущественно с помощью математически заданного правила политики, которому, как предполагается, следует центральный банк.

При этом стандартной практикой является включение в DSGE модели в качестве такого правила политики центрального банка разновидности уравнения Тейлора. Это правило при проведении монетарной политики учитывается центральными банками ведущих экономических держав (Федеральная резервная система США, Европейский центральный банк, Банк Англии, Центральный банк Японии) [88,89].

Уравнение Тэйлора, разработанное автором и впервые представленное на конференции в 1992 году, представляет собой простое правило для описания реакции целевой процентной ставки ФРС на инфляцию и экономические циклы.

В общем виде уравнение Тейлора имеет вид:

$$i = r^* + p + a1 \times (p - p^*) + a2 \times (y - y^*) \quad (2.1)$$

где  $r^*$  - долгосрочная реальная ставка, причем  $r^* + p = i^*$  - равновесная процентная ставка;

$p$  – инфляция;

$y - y^*$  - отклонение фактического ВВП от трендового значения или потенциального уровня;

$a_1$  и  $a_2$  - коэффициенты, варьирующиеся в пределах от 0 до 1 и характеризующие, в частности, сравнительную важность для центрального банка целевых ориентиров по выпуску и инфляции; чем ближе значение коэффициента к 1, тем важнее соответствующая цель для центрального банка, так, значение  $a_2=0$  соответствует жесткому режиму инфляционного таргетирования, когда центральный банк отвечает только за инфляцию.

Таким образом, правило Тейлора связывает уровень процентных ставок, устанавливаемый (регулируемый) центральным банком с изменениями инфляции и совокупного выпуска в экономике. В соответствии с этим правилом центральный банк должен изменять процентную ставку в ответ на отклонение некоторых показателей, например - инфляции, выпуска, безработицы, валютного курса или их комбинаций, от целевых значений. Количественные параметры соотношения, описывающего правило Тейлора, в настоящее время получают на основе достаточно сложных моделей общего равновесия национальных экономик, в частности – динамических стохастических моделей общего равновесия [см., например 66].

Уравнение получило широкое признание среди центральных банков как полезное руководство по монетарной политике, а его применение в дальнейшем разрабатывалось в работах многих исследователей. Впоследствии было разработано множество модификаций правила Тейлора и, в настоящее время, всякое уравнение, отражающее зависимость целевой процентной ставки от разрыва выпуска и инфляции считается разновидностью уравнения Тейлора.

В экономической литературе существуют различные модификации данного правила. Например, в работе Клариды, Гали и Гертлера [65] центральный банк реагирует не на изменение исторических данных, а на изменения в ожидаемых величинах. Существуют модификации правила Тейлора, в которых вместо процентной ставки оценивается целевой темп прироста денежной базы [79]. Существование таких вариантов правила обусловлено тем, что центральный банк может в качестве рабочего

инструмента монетарной политики использовать не процентную ставку, а объем предложения денежной базы. Изменение денежной базы таким же образом как и изменение процентной ставки влияет на избыточные резервы банковской системы, ситуацию на финансовых рынках и экономику в целом.

Конечно, в реальной жизни ни один центральный банк не строит свою политику на чисто механическом следовании какой-либо строго определенной формуле, также как не встречается монетарной политики, проводимой на сугубо дискреционной основе. Определенные правила политики всегда присутствуют в той или иной форме, поскольку на результаты политики, как отмечалось выше, влияют ожидания, а следовательно - действия центрального банка должны быть прозрачны и понятны общественности для обеспечения доверия к действиям центрального банка.

Как отмечалось в параграфе 1.2. настоящей работы, денежно-кредитное регулирование является важнейшим механизмом государственной экономической политики. Поскольку объектом экономической политики является экономическая система общества, регулирующее воздействие государства на экономику должно служить повышению эффективности ее функционирования. Это, в свою очередь, означает, что в долгосрочном периоде экономическая политика должна содействовать повышению общественного благосостояния как критерия эффективности функционирования экономической системы государства.

В течение достаточно длительного периода в практическом плане измерителем такой эффективности служили темпы экономического роста. Однако в современных условиях экономическая политика должна в долгосрочном периоде обеспечивать не только высокие темпы экономического роста, но и создавать основу для поддержания его воспроизводства в долгосрочной перспективе при одновременном обеспечении стабильности национальной валюты, высокой занятости,

отсутствие структурных дисбалансов в экономике, сглаживании амплитуды колебаний важнейших макроэкономических переменных.

Соответственно помимо обеспечения стабильности покупательной способности национальных валют денежно-кредитное регулирование должно содействовать решению этих задач. В этой связи монетарная политика служит одним из инструментов анти-циклического регулирования экономики и антикризисной стабилизационной политики государства.

Теория кризисов является достаточно сложным и не до конца разработанным вопросом, поэтому подробное освещение сущности экономических кризисов их классификации, а также причин возникновения выходит далеко за рамки настоящей работы. Тем не менее, в целом, по нашему мнению, экономические кризисы могут рассматриваться с двух позиций: во-первых, как объективно существующая фаза циклического развития экономики и, во вторых, как чрезвычайное событие, вызванное воздействием различного рода шоков в сочетании с уязвимостью экономической системы или ее составляющих по отношению к этому воздействию.

Первый подход применим к общеэкономическим кризисам, признаками которых могут служить резкое возникновение устойчивой негативной динамики таких важнейших макроэкономических переменных как темпы роста производства, инфляции, безработицы, доходов населения, а также резким спадом темпов роста производства и массовым ростом банкротств (экономической несостоятельности) предприятий.

Использование монетарной политики в качестве инструмента государственной стабилизационной политики на практике требует наличия механизма, позволяющего определить, на какой стадии экономического цикла находится экономика и, соответственно, какой характер – анти-циклический, ограничительный или про-циклический, стимулирующий, должна носить политика центрального банка в тот или иной период.

В этих целях в современной практике монетарного регулирования широко используется концепция разрыва выпуска, основанная на разложении ВВП на две составляющих: потенциальный ВВП и разрыв выпуска.

Теоретически разрыв выпуска представляет собой разность между фактическим и потенциальным выпуском, где под потенциальным выпуском подразумевается максимальный уровень выпуска, который может произвести экономика, используя все имеющиеся факторы производства без оказания на нее инфляционного давления. Это определение базируется на подходах, разработанных в 1962 А. Оукэном [82], и широко используется в экономической литературе.

Иными словами, потенциальный объем производства определяется как объем производства, соответствующий стабильному уровню инфляции (при отсутствии инфляционного или дефляционного давления). В краткосрочной перспективе значение фактического объема производства будет временно отклоняться от потенциального в периоды шоковых воздействий для экономики. Эти отклонения отражают процесс медленной адаптации заработных плат и цен к шоковым воздействиям, что означает постепенный характер возвращения объема производства на свой потенциальный уровень. Эта медленная корректировка, вызванная «негибкостью» заработных плат и цен, является одним из основных постулатов неокейнсианской макроэкономической модели.

В зависимости от того, работает ли экономика на уровне выше или ниже своего потенциала, выносятся суждения об уместности мер по консолидации или стимулированию для сглаживания макроэкономических колебаний. Рост потенциального объема производства также важен для оценки цикличности макроэкономической политики [84].

В случае, когда фактический выпуск превышает потенциальный, и разрыв выпуска становится положительным, имеет место давление на экономику со стороны спроса и рост уровня инфляции. Такая ситуация

сигнализирует денежным властям о том, что денежная политика нуждается в ужесточении. Напротив, отрицательный разрыв выпуска, возникающей в результате того, что фактический выпуск оказывается ниже потенциального, подразумевает недоиспользование (избыточное предложение) капитала и рабочей силы, что при прочих равных обстоятельствах, потребовало бы принятия более мягкой макроэкономической и, в частности, монетарной политики [93].

Оценка кризисов как неожиданных, но вероятных событий, возникающих под воздействием шоков - второй подход из рассмотренных в начале настоящей главы, характерен для анализа финансовых кризисов и их частных случаев – валютных, банковских кризисов, кризисов на фондовых рынках и т.п. Признаками их возникновения могут служить:

резкое падение цен на финансовые активы их существенного отклонения от исторических трендов, снижения оборотов на всех или нескольких сегментах внутреннего рынка финансовых услуг страны;

резкий рост инфляции, резкое и значительное снижение обменного курса и международных резервов при отсутствии возможности у центрального банка и правительства повлиять на ситуацию;

системные проблемы с ликвидностью и платежеспособностью участников рынков и финансовых посредников;

резкие колебания процентных ставок и доходности инструментов финансовых рынков, рост спроса на межбанковские кредиты и рефинансирование со стороны центрального банка, а также дефолты, включая и дефолт на уровне государства в целом [48].

Наличие перечисленных проблем приводит к негативным макроэкономическим последствиям за счет снижения финансирования нефинансовых секторов экономики, нарушения работы механизма трансформации сбережений в инвестиции снижения доверия к национальной валюте страны.

При возникновении такого рода ситуаций органы денежно-кредитного регулирования наряду со смягчением денежно-кредитной политики могут применять специализированные инструменты антикризисного регулирования.

Их исчерпывающего перечня не существует, анализ существующих инструментов, применявшихся центральными банками в ходе ликвидации кризисов в регионе Юго-Восточной Азии в к. 1990-х гг., а также мирового финансового и экономического кризиса 2007-2009 гг. содержится в параграфе 3.1. настоящей работы.

Применяя комплекс этих инструментов, центральные банки создают макроэкономические условия для эффективного функционирования финансового сектора и рынков, сглаживают колебания цен на финансовые активы; осуществляют мониторинг рисков и обеспечивают финансовую устойчивость отдельных банков и банковского сектора в целом; вносят вклад в бесперебойное функционирование финансовой инфраструктуры и защиту интересов кредиторов и вкладчиков финансовых организаций.

### **2.3. Организация денежно-кредитного регулирования в Азербайджанской Республике**

В соответствии со ст. 19 Конституции, денежной единицей Азербайджанской Республики является манат. Основными полномочиями в области денежно-кредитного регулирования в Азербайджане обладает Центральный банк Азербайджанской Республики (далее – ЦБА), которому, в частности, принадлежит исключительное право выпуска в обращение и изъятия из обращения денежных знаков.

ЦБА был создан в 1992 году, его статус, организация деятельности и цели политики определяются Конституцией АР и Законом АР «О

Центральном Банке Азербайджанской Республики» от 10.12.2004 (с изменениями и дополнениями по состоянию на 4 марта 2016 года) [22].

В своей деятельности ЦБА подотчетен Президенту АР, но обладает имущественной и финансовой самостоятельностью. Несмотря на то, что уставный капитал и иное имущество ЦБА, включая международные резервы, являются государственной собственностью, владение, пользование и распоряжение ими осуществляется самостоятельно ЦБА, их изъятие и обременение без его согласия не допускаются. Расходы ЦБ АР финансируются за счет его собственных источников доходов.

Для обеспечения устойчивости маната, ЦБА проводит денежно-кредитную политику, основной целью которой является в настоящее время обеспечение ценовой стабильности, под которой понимается достижение и поддержание устойчивой низкой инфляции.

При проведении монетарной политики ЦБА использует стандартный набор инструментов, включающий, в соответствии со ст. 29 Закона АР «О ЦБ АР»: проведение операций на открытом рынке, процентную политику и регулирование норм и порядка установления обязательных резервных требований, проведение операций рефинансирования и депозитных операций, а также иные инструменты, используемые в международной практике [21]. Кроме того применяются изменение пруденциальных нормативов ликвидности, достаточности капитала и крупных рисков, а также меры административного характера в отношении банков.

В первые годы после распада СССР и начала перехода к рыночным методам хозяйствования Азербайджан столкнулся с проблемами, характерными для всех переходных экономик на начальных этапах трансформационного периода – спад производства, проблемы в денежно-кредитной сфере, включая высокую инфляцию и девальвацию национальной валюты. Для Азербайджана эти проблемы были актуальны в период 1991-1995 гг. [45].

Для преодоления проблем в денежно-кредитной сфере экономики Азербайджана в 1995-1999 гг. была проведена стабилизационная программа, реализация которой была направлена на снижение инфляции до умеренных значений, а также стабилизации курса маната.

Программа основывалась на ограничении денежного предложения, запрете прямого кредитования Правительства ЦБ АР, контроле за процессом курсообразования, при одновременном увеличении международных резервов страны [29].

Впоследствии, благодаря структурным преобразованиям, а также проведению взвешенной экономической политики, ситуация постепенно стабилизировалась и в 2000-х гг. экономика Азербайджана являлась одним из лидеров среди стран с переходными экономиками по темпам экономического развития.

Основной для этого развития послужил рост экспорта нефти, продуктов нефтепереработки и газа. Однако благодаря успешной структурной политике и направлению части ресурсных доходов на модернизацию производственных мощностей, происходило также активное развитие таких отраслей промышленности как металлообработка, автомобилестроение, химическое производство. Нужно отметить, что именно такая стратегия послужила ключевым фактором успешного развития многих ведущих в мировой экономике стран – например, США, Канада, Австралия [26].

О ресурсо-ориентированности экономики А свидетельствует, во-первых, высокий удельный вес в добавленной стоимости, создаваемой в Азербайджане, имеет нефтегазовый сектор, доля которого стабильно превышала 60% до 2014 года. Доля нефти и продуктов нефтепереработки в товарном экспорте Азербайджана в последние годы колебалась в пределах 80-90%. Кроме того, в 2007 году Азербайджан присоединился к статье VIII Соглашений Международного валютного фонда, отменив ограничения не

только на текущие операции, но и на операции с капиталом платежного баланса.

В последние десятилетия тема эффективности ресурсной экономики, проблема так называемого «ресурсного проклятия» достаточно актуальны в экономической литературе. В многочисленных эмпирических и теоретических исследованиях авторы пытаются ответить на вопрос о том, насколько влияет значительная обеспеченность страны природными ресурсами на темпы и качество ее экономического развития. Однозначного вывода до настоящего времени не существует, хотя проведенный автором настоящей работы анализ литературных источников в целом можно выделить две отличные точки зрения.

Согласно первой точке зрения [см., например, 15], ресурсо-ориентированные страны, то есть государства, богатые природными ресурсами, активно торгующие ими на внешних рынках, обречены на замедленное экономическое развитие. В середине 1990-х гг. на основании такой точки зрения была сформирована концепция, известная как «ресурсное проклятие» – термин, часто используемый в экономической литературе в последние годы в работах, рассматривающих вопросы, связанных с влиянием ресурсо-ориентированности на экономическое развитие и экономическую политику.

Считается, что этот термин ввел в экономический оборот английский экономист Р. Аути в 1993 для объяснения факта снижения доходов в странах-экспортерах нефти в 1970-х, 1980-х гг. В период с 1974 года – после установления арабскими нефтедобывающими государствами эмбарго на поставки нефти в США и другие страны и по 1994 г. ВВП на душу населения в странах ОПЕК снижался на 1,3% в год в среднем, в то время как остальные развивающиеся страны демонстрировали рост в среднем на 2% в год в аналогичный период [14]. Изначально, под «ресурсным проклятием» понималось отрицательное влияние структуры экономики на темпы экономического роста, однако в отдельных случаях этот термин используется

для определения взаимосвязи между доминированием ресурсных секторов в экономике и динамикой более широкого, чем просто ВВП круга показателей социально-экономического развития [11].

В 1990-х годах в ряде эмпирических исследований, среди которых наиболее широко известны работы Дж. Сакса и Э. Уорнера, а также Х. Сала-и-Мартина, была найдена положительная связь между замедленным экономическим развитием и наличием значительных запасов природных ресурсов, которая подтверждена и более поздними исследованиями [85,86]. Следует, тем не менее, отметить, что такого рода исследования не дают ответа на вопрос о том, стали бы страны, обладающие богатыми природными ресурсами развиваться быстрее при их отсутствии?

Вторая точка зрения состоит в целом в том, что наличие природных ресурсов может и не оказывать отрицательного влияния на темпы экономического роста и что определяющее воздействие на экономическое развитие оказывает не само наличие природных ресурсов, а эффективность их использования.

Так, например, в исследовании д.э.н. Кондратьева В.Б., посвященном данному вопросу, показано, что во многом феномен «ресурсного проклятия» носит «умозрительный характер», подтверждением чему служит наличие «большого числа успешных ресурсных экономик». На примере экономик США, Великобритании, Новой Зеландии, Канады и Австралии. А также Швеции, Норвегии, Дании, Финляндии, Исландии, автор показывает, что при наличии механизма использования природной ренты для финансирования инноваций и наукоемких отраслей происходит совершенствование технологий и эффективности добычи и переработки природных ресурсов, а также создание новых отраслей, что повышает эффективность экономики в целом и увеличивает темпы экономического развития [26].

В данном контексте заслуживают также внимания работы академика РАН С.Ю. Глазьева [см. в частности 6,7,8], который в рамках общей парадигмы эволюционной экономики предложил теорию опережающего

развития на основе создания условий для роста нового технологического уклада. Суть идей С.Ю. Глазьева состоит в следующем. В настоящее время в мире происходит очередная смена технологических укладов, основанная на развитии интернет – и нано–технологий, новой энергетики, а также генной инженерии, формировании экономики знаний. Этот период создает «окно возможностей» для ускоренного экономического развития за счет технологического прорыва, быстрого формирования производств нового технологического уклада.

Реализация этих возможностей требует концентрации ресурсов на перспективных направлениях, подчиненность экономической политики приоритетам технико–экономического развития, резкого наращивания инвестиционной и инновационной активности, а также доведения нормы накопления до 35–40% ВВП. В данном случае наличие природных ресурсов можно рассматривать в качестве преимущества, поскольку доходы от торговли ими на внешних рынках могут направляться на финансирование ускоренного развития приоритетных отраслей и направлений развития экономики.

В экономической литературе выделяют два основных канала влияния ресурсо-ориентированности экономики на экономическую и, в частности – монетарную политику.

Первый – это так называемая «голландская болезнь». В экономической литературе этот термин возник в 1970–х гг. в контексте анализа событий в экономике Нидерландов, в которых в конце 1950–х гг. были обнаружены крупные месторождения газа. В результате их разработки и роста экспорта природного газа произошел существенный рост доходов ресурсных секторов при одновременном спаде промышленного производства в целом. Впоследствии аналогичный эффект наблюдался в 1970–х – 1980 х гг. Например, в первое десятилетие роста цен на нефть в рамках этого периода, в Норвегии и Великобритании производство нефти и нефтепродуктов выросло

в 7 и в 2 раза соответственно, и примерно на эту же величину сократилось промышленное производство.

Макроэкономический эффект голландской болезни объясняется тем, что из-за притока валютной выручки от продажи на внешних рынках ресурсов национальная валюта дорожает, возникает повышение реального курса национальной валюты, продукция секторов экономики, не участвующих в международной торговле теряет ценовую конкурентоспособность, происходит отток рабочей силы в ресурсные сектора в связи с более высокой оплатой труда. В результате добывающие отрасли подавляют остальные отрасли промышленности, и темпы промышленного производства падают. Одновременно стимулируется рост импорта, создается давление на курс национальной валюты [21].

Второй канал влияния связан с изменчивостью, колебаниями уровня доходов от экспорта ресурсов, что обусловлено нестабильностью конъюнктуры внешних сырьевых рынков, а также, возможно – чрезвычайными обстоятельствами, например, военными конфликтами или истощением месторождений. Нестабильность доходов от экспорта природных ресурсов воздействует на экономику несколькими путями.

Во-первых, в периоды роста цен на экспортируемые природные ресурсы ресурсная рента формирует значительную часть доходов бюджета, стимулируя Правительство к дополнительным расходам, стимулирует расширение совокупного спроса в экономике, в периоды ухудшения внешней конъюнктуры процессы имеют обратную направленность. Возникает повышенная волатильность макроэкономических переменных, отрицательно влияющая на экономическое развитие. Во-вторых, в силу причин рассмотренных выше, в периоды роста цен на ресурсы происходит подавление производства в обрабатывающих отраслях промышленности, способствуя замедлению экономического развития. В периоды спада цен на ресурсы соответствующего роста цен в этих отраслях не наблюдается.

С учетом вышеизложенного, по мнению автора настоящей работы, подходы к проведению монетарной политики в ресурсо–ориентированных странах в значительной степени определяется необходимостью поддержания на экономически обоснованном уровне реального курса национальной валюты, стерилизации притока иностранной валюты – например, за счет накопления международных резервов и создания специальных фондов, в которые направляются избыточные доходы, регулирования внутреннего спроса. Одновременно, в силу причин рассмотренных выше, необходимы механизмы поддержания конкурентоспособности обрабатывающих отраслей промышленности, подавляемых ресурсными отраслями.

На наш взгляд рассмотренные особенности влияния ресурсо-ориентированности на экономическое развитие и денежно-кредитную политику в полной мере характерны для АР в 2000-х гг.

Особенности подходов к проведению монетарной политики ЦБА во многом определяются открытостью и ресурсо-ориентированностью экономики Азербайджана, ее чувствительностью к внешним шокам. До декабря 2015 года политика ЦБА основывалась на использовании обменного курса маната – двустороннего или к корзине валют, в качестве промежуточного целевого ориентира.

Поэтому можно говорить о длительном использовании режима таргетирования обменного курса как основы кредитно-денежного регулирования в Азербайджане. Основные аргументы в пользу этого режима рассматривались в параграфе 2.1. настоящей работы, они, на наш взгляд, в полной мере справедливы и для условий Азербайджана.

## **Глава 3. Проблемы и перспективы развития методов регулирования денежно-кредитного обращения**

### **3.1. Мировая практика монетарного регулирования в период экономического и финансового кризиса 2007-2009 гг. и посткризисный период.**

В 2008 году мировая экономика столкнулась с одним из самых серьезных экономических и финансовых кризисов со времен Великой депрессии 1930–х годов. Проявления финансовой нестабильности не ограничились убытками финансовых организаций и нарушениями в работе финансовых рынков. Падение фондовых индексов, снижение ликвидности мировых финансовых рынков, удорожание банковского кредита способствовали возникновению проблем с финансированием не только инвестиционных проектов, но и текущей деятельности предприятий, потере доверия к финансовой системе, возникновению неопределенности в отношении перспектив мирового экономического развития.

Существуют различные точки зрения по поводу причин возникновения кризиса, однако большинство экспертов соглашаются с тем, что эти причины выходят далеко за рамки проблем на ипотечном рынке США 2006-2007 гг. и лежат в плоскости макроэкономических дисбалансов на уровне мировой экономики в целом [33].

На протяжении предшествовавшего десятилетия многие страны, обладавшие устойчивым положительным сальдо платежного баланса и высоким уровнем внутренних сбережений, например, Китай, Япония, государства-экспортеры нефти, развивающиеся страны Восточной Азии, размещали избыточные средства в форме международных резервов в низкорисковые финансовые инструменты на рынках США, Великобритании, других стран, имевших устойчивый дефицит текущего счета, вызванный чрезмерным потреблением, финансирующимся за счет заимствований у

остального мира. Устойчивый приток средств, инвестируемых в государственные ценные бумаги, другие низкорисковые финансовые инструменты привел к снижению безрисковых процентных ставок и кредитной экспансии на ведущих мировых финансовых рынках на фоне ослабления требований к заемщикам и роста цен на недвижимость.

Одновременно возник спрос со стороны инвесторов на финансовые инструменты, обеспечивающие более высокую доходность при сохранении уровня рисков в приемлемом диапазоне. Этот спрос удовлетворялся за счет финансовых инноваций, в основе которых лежали производные финансовые инструменты и сложные математические модели управления рисками, что наряду с развитием средств телекоммуникации и финансовой либерализацией создало предпосылки для роста уязвимости мировой финансовой системы по отношению к воздействию шоков. События на ипотечных рынках США в данном контексте сыграли лишь роль системного события, которое в сочетании с факторами уязвимости послужило пусковым механизмом финансового кризиса, который затем перерос в экономический.

Несмотря на предпринятые мировым сообществом стабилизационные меры, к числу которых относились, в частности, снижение базовых процентных ставок центральных банков, вливания ликвидности и рекапитализация системно-значимых кредитно-финансовых организаций, а также реструктуризация национальных финансовых систем и применение дополнительных гарантий по вкладам, сокращение объемов и удорожание внешнего финансирования реального сектора мировой экономики привели к снижению темпов мирового экономического роста, инвестиций, при одновременном нарастании инфляции, ухудшении финансового состояния предприятий реального сектора, домашних хозяйств [80].

Кризисные события конца 1990-х в Юго-Восточной и Центральной Азии, развитие мирового финансового и экономического кризиса 2007-2009 гг. позволило мировому финансовому сообществу выработать комплекс мер, которые применяются для ликвидации кризисов, минимизации их

последствий для национальных экономик. Часть из этих мер применяются центральными банками.

Эти меры можно в целом разделить на две взаимосвязанные группы, исходя из того, что экономические кризисы могут рассматриваться с двух позиций: во-первых, как объективно существующая фаза циклического развития экономики и, во вторых, как чрезвычайное событие, вызванное воздействием различного рода шоков в сочетании с уязвимостью экономической системы или ее составляющих по отношению к этому воздействию [54, 30, 48].

В первом случае признаками возникновения кризисов могут служить устойчивая негативная динамика таких важнейших макроэкономических переменных как темпы роста производства, инфляции, безработицы, доходов населения, а также резким спадом темпов роста производства и массовым ростом банкротств (экономической несостоятельности) предприятий. Как правило, в такой ситуации наблюдается существенный отрицательный разрыв выпуска, возникающей в результате того, что фактический выпуск оказывается ниже потенциального, подразумевает, что экономика находится в фазе кризиса.

В этом случае для стабилизации экономической ситуации применяется стимулирующая монетарная политика, которая заключается в снижении ставок центральных банков, вливании ликвидности в банковский сектор с помощью стандартных инструментов рефинансирования банков, снижение обязательных резервных требований для банков и другие меры подобного характера, направленные на стимулирование совокупного спроса в экономике и восстановление экономического роста при одновременной стабилизации экономических ожиданий.

В данном случае следует отметить, что поскольку основным инструментом монетарного регулирования в современных условиях является процентная ставка центральных банков, при ее снижении до нулевых значений в рамках стимулирующей политики, направленной на поддержание

экономики, возникает ситуация, когда обычные методы монетарного регулирования себя исчерпывают и центральные банки вынуждены прибегать к ряду новых, "агрессивных и творческих мер политики" [59], как назвал их Б. Бернанке, применительно к антикризисной политике в США в период 2007-2009 гг.

Такая политика в экономической литературе получила название «количественного смягчения» [Обзор вопросов, связанных с осуществлением программ количественного смягчения можно найти, например в 66,74,71, 68], ее суть заключается в масштабной покупке центральным банком государственных ценных бумаг и других финансовых активов, что позволяет стимулировать экономику, не прибегая к традиционной процентной политике.

Эта политика, в частности активно применялась в США в период кризиса 2007-2009 и в посткризисный период с 2010 по осень 2014 года, аналогичная политика проводится в настоящее время Европейским центральным банком [56].

В ЕС применение этих инструментов направлено, в частности, на снижение долгового бремени и стабилизацию негативных экономических ожиданий, что, как предполагается, поможет стимулировать совокупный спрос и несколько оживить экономику ЕС. Как ожидается, результатом этих мер должно стать стимулирование финансовых рынков и банковского кредитования в Еврозоне, содействие увеличению совокупного спроса, что на фоне ожидаемого ослабления евро, снижения долгового бремени и низких цен на нефть должно оживить европейскую экономику[68].

Во втором случае кризисы рассматриваются как неожиданные, но вероятные события, возникающие под воздействием шоков, что характерно для анализа финансовых кризисов и их частных случаев – валютных, банковских кризисов, кризисов на фондовых рынках и т.п. Признаками их возникновения могут служить:

резкое падение цен на финансовые активы их существенного отклонения от исторических трендов, снижения оборотов на всех или нескольких сегментах внутреннего рынка финансовых услуг страны;

резкий рост инфляции, резкое и значительное снижение обменного курса и международных резервов при отсутствии возможности у центрального банка и правительства повлиять на ситуацию;

системные проблемы с ликвидностью и платежеспособностью участников рынков и финансовых посредников;

резкие колебания процентных ставок и доходности инструментов финансовых рынков, рост спроса на межбанковские кредиты и рефинансирование со стороны центрального банка, а также дефолты, включая и дефолт на уровне государства в целом [48].

Наличие перечисленных проблем приводит к негативным макроэкономическим последствиям за счет снижения финансирования нефинансовых секторов экономики, нарушения работы механизма трансформации сбережений в инвестиции снижения доверия к национальной валюте страны.

При возникновении такого рода ситуаций органы денежно-кредитного регулирования, финансового регулирования и надзора наряду со смягчением денежно-кредитной политики могут применять специализированные инструменты антикризисного регулирования. Их исчерпывающего перечня не существует, однако анализ имеющихся источников по данному вопросу [50, 31, 33, 72] позволяет, в частности, выделить распространенные меры, относящиеся к компетенции органов денежно-кредитного регулирования:

нестандартное рефинансирование банков, а в некоторых случаях и небанковских финансовых организаций, испытывающих проблемы с ликвидностью, направленное на восстановление нормальной ситуации с ликвидностью в банковской системе, финансовом секторе, на всех или некоторых финансовых рынках, поддержание бесперебойной работы платежной системы;

меры административного характера, включая секьюритизацию депозитов с принудительным увеличением сроков возврата, введение моратория на возврат средств, размещенных во вклады, а также ограничения, направленные на предотвращение оттока средств нерезидентов в том числе - введение ограничений на проведение текущих операций и операций с капиталом;

меры, направленные на рекапитализацию и реорганизацию банков, включая увеличение уставного фонда за счет средств собственников или государства, слияние и поглощение проблемных банков, их приватизацию, а также финансовое оздоровление и ликвидацию неплатежеспособных банков;

меры, направленные на работу с неработающими активами, в том числе возможное создание специальных организаций по работе с такого рода активами;

меры, направленные на защиту интересов вкладчиков, включая мероприятия, предусмотренные системой гарантирования вкладов, а также полные гарантии правительства, использование которых призвано восстановить доверие к банкам со стороны кредиторов и вкладчиков, снизить негативные ожидания участников рынка, прекратить отток средств со счетов в банках.

Механизм воздействия глобального экономического и финансового кризиса 2007-2009 на экономику и денежно-кредитную сферу Азербайджана был сходным с механизмом его влияния на большинство стран СНГ: отток спекулятивного капитала, снижение цен на превалирующие в экспорте минеральные продукты, привели к падению темпов роста ВВП и ухудшению ситуации в реальном секторе экономики. Удорожание иностранного финансирования и стоимости заимствований на внешних рынках, ухудшении финансового состояния предприятий реального сектора и населения, что оказало влияние на ресурсную политику банков и качество их активов, проблемы с ликвидностью банковской системы.

Снижение мировых цен на нефть, а также продукцию металлургической и химической промышленности Азербайджана привело к сокращению экспорта вдвое к концу первого полугодия 2009 года. Повысилась волатильность валютного рынка, возрос спрос на иностранную валюту, замедлились темпы роста депозитов населения и предприятий, возникли сложности с ликвидностью в банковском секторе.

В данной ситуации ЦБА предпринял меры, направленные на предупреждение возникновения системных проблем с ликвидностью и платежеспособностью в банковском секторе, стабилизацию негативных экономических ожиданий, а также поддержку совокупного спроса в экономике страны в сложных макроэкономических условиях.

Для этого применялись, во-первых, стандартные инструменты денежно-кредитного регулирования: была снижена ставка рефинансирования, норма обязательного резервирования для банков, расширена поддержка ликвидности банковского сектора. Во вторых, проводились вливания ликвидности в крупнейшие банки и системообразующие предприятия.

В кризисных условиях 2008-2009 гг. было принято решение о сохранении стабильности курса маната, несмотря на имевшиеся предпосылки к его девальвации в виде сокращения поступлений валютной выручки от экспорта и роста спроса на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке Азербайджана. Аргументом в пользу поддержания курса послужили благоприятное в целом состояние платежного баланса, ограниченность выгод от девальвации для экспортеров в условиях сокращения спроса на мировых рынках, а также вероятные негативные последствия девальвации для экономики в виде высокой инфляции, снижения покупательной способности доходов и активов населения, а также возможностей роста долларизации и увеличения расходов Правительства на обслуживание внешнего государственного долга [45].

При этом следует отметить, что в период после окончания кризиса 2008-2009 гг. ЦБА до конца 2015 года ориентировался на постепенный переход к гибкому режиму курсообразования.

### 3.2. Проблемы в денежно-кредитной сфере на современном этапе развития экономики Азербайджанской Республики и в среднесрочной перспективе

Начиная с 2013 года в результате сочетания негативного влияния внешних факторов и внутренних проблем структурного характера в экономике Азербайджана началось ухудшение экономической ситуации, которая к началу 2016 года приобрела характер кризисной.

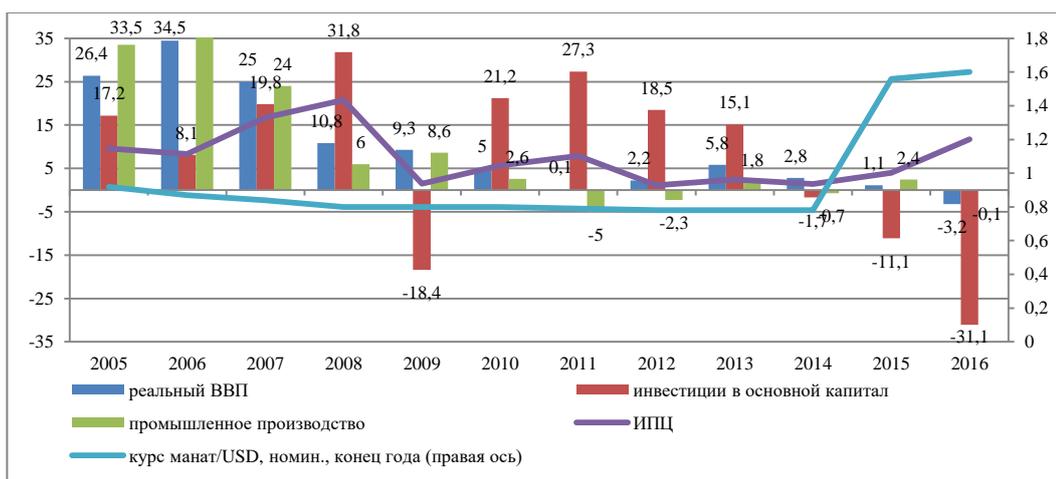


Рис. 3.1. Основные макроэкономические показатели Азербайджана, 2005-2016 (январь-февраль), прирост в % к пред. году, если не указано иное

Источник: построено автором на основании данных Государственного статистического Комитета Азербайджана

Во-многом, проблемы, с которыми столкнулся Азербайджан обусловлены ресурсо-ориентированностью ее экономики. Зависимость от экспорта невозобновляемых природных ресурсов – прежде всего нефти и газа, служила положительным фактором экономического развития Азербайджана в период благоприятной конъюнктуры, однако эта же зависимость стала одной из основных причин возникновения кризисной

ситуации в экономике в 2015-2016 и замедления экономического развития в среднесрочной перспективе в соответствии с официальными макроэкономическими прогнозами (рис. 3.1.).

Нужно отметить, что проблемы, аналогичные тем, с которыми столкнулся Азербайджан в 2013-2016 гг., испытывают в настоящее время многие страны, экономика которых основана на экспорте и зависит от колебаний внешней конъюнктуры. В частности, в СНГ, помимо Азербайджана, крупнейшими ресурсо-ориентированными странами, чье экономическое развитие во многом базируется на экспорте природных ресурсов, являются, Российской Федерации и Казахстан, которые, как и Азербайджан столкнулись с ухудшением условий торговли, что оказало негативное влияние на ситуацию в их экономиках. К странам-экспортерам нефти в СНГ относится также Туркменистан, однако в связи с недостаточностью достоверных данных по текущей ситуации в экономике этой страны он не включен в сравнительный анализ.

Поэтому, на наш взгляд представляет практический интерес сравнительный анализ макроэкономической ситуации в названных странах в период 2013-2016 гг., а также мер государственной экономической политики принимаемых для стабилизации ситуации и восстановления экономического развития в среднесрочной перспективе.

Основу экспорта Азербайджана, России, и Казахстана составляют нефть, природный газ и продукты нефтепереработки, а случае Казахстана – еще и черные и цветные металлы. За счет поступлений от торговли этими природными ресурсами, в значительной мере, формируется доходная часть государственных бюджетов этих стран.

Так, например, применительно к России, в недавнем исследовании, проведенном А. Кудриным, Е. Гурвичем, показано, что только благодаря росту цен на углеводороды в 2000-2008 гг. Россия получила от 5 до 15% ВВП или 9,4% ВВП в среднем за год дополнительных доходов, в 2010-2013 гг.

величина сверхдоходов варьировалась в пределах 12,5-14,5% ВВП, причем в 2012-2013 гг. их рост прекратился [28].

С 2013 года в связи с началом долгосрочного снижения цен на энергоносителей на внешних рынках, макроэкономическая динамика в Азербайджане, Российской Федерации, и Казахстане начала замедляться и в настоящее время по этой причине, усугубленной влиянием санкций в случае России, замедлением экономики Китая – в случае Азербайджана и Казахстана, а также внутренних факторов, и в настоящее время темпы экономического роста в этих странах характеризуются отрицательными значениями (см. рис. 3.2.).

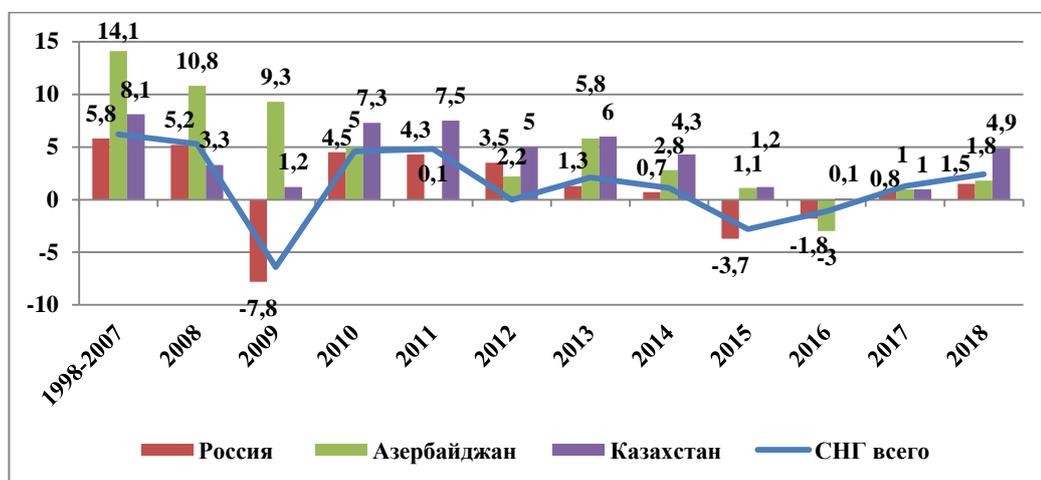


Рис. 3.2. Прирост реального ВВП в СНГ в целом, России, Азербайджане и Казахстане, %, 2008-2015 гг., ср. знач. за 1998-2007, прогноз на 2016-2018

Источник: [построено автором на основании 93]

Так, в 2015 году в России наблюдалось падение ВВП в реальном выражении на 3,7%, в Азербайджане и Казахстане – незначительный рост на 1,1 и 1,2% соответственно. В среднем по СНГ экономический рост в 2015 году составил – 2,8%. Нужно отметить, что во многом динамика ВВП СНГ определяется динамикой экономического роста в России, исходя из того, что объем российской экономики значительно превышает размеры экономик стран, входящих в СНГ. Как видно на рис.1, из трех рассматриваемых стран, Россия в наибольшей степени пострадала от снижения цен на нефть. Этот

факт, вероятно, можно объяснить введением санкций против России, ограничивших доступ предприятий и банков к внешним финансовым рынкам, которые служили одним из существенных источников финансирования экономического развития России в 2000-2013 гг.

Однако существует другая точка зрения, в соответствии с которой, острота экономического кризиса в России в значительной мере является «заслугой» Банка России.

Это связывается с отказом Банка России от контроля за курсообразованием, начиная с конца 2014 года, что в совокупности с отсутствием ограничений на операции по текущему и капитальному счету платежного баланса и нежеланием органов денежно-кредитного регулирования вводить валютные ограничения, привело к значительно большей волатильности валютного рынка, чем это могло бы быть и более значительной девальвации.

Кроме того, ограничительная политика Банка России, направленная на борьбу с монетарными факторами инфляции, значительно возросшей, как показано далее в результате девальвации, привела к росту ставок в экономике и снижению платежеспособного спроса на банковский кредит, который в условиях санкций является практически единственным внешним источником финансирования основного и оборотного капитала предприятий реального сектора.

Политика ЦБА в соответствии с Обзором ЦБА по монетарной политике за январь – декабрь 2015 года [90], в 2015 году носила в целом стимулирующий характер и была направлена на поддержание экономического роста и сохранение финансовой стабильности при одновременном удержании инфляции в заданном диапазоне.

Решение этих задач обеспечивалось за счет дополнительного рефинансирования банков, участия ЦБА в финансировании важнейших социально-экономических проектов под гарантии Правительства, снижения норм обязательного резервирования, а также ставки рефинансирования.

Значительные усилия были направлены на снижение уровня процентных ставок по кредитам. В результате совместных действий ЦБА и банковского сообщества была снижена комиссия банков по кредитным операциям при одновременном сокращении комиссии, взимаемой с банков за услуги межбанковской платежной системы, а также операции с наличностью. Средний уровень ставок по кредитам составил в 2015 году 13,4% в номинальном и 9.7% в реальном выражении.

Нужно отметить, что центральные банки всех трех рассматриваемых стран отказались от режима фиксированного валютного курса и в рассматриваемом периоде перешли к гибкому курсообразованию. В России и это произошло в конце 2014 года, в Азербайджане и Казахстане – в 2015 году. Вследствие этого долгосрочные изменения конъюнктуры внешних рынков нефти и нефтепродуктов, которые привели к сокращению поступлений валютной выручки на фоне роста спроса на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке в связи с ростом негативных ожиданий, создали условия для значительной девальвации российского рубля, азербайджанского маната, казахского тенге в 2014-2015 гг.

В Азербайджане с февраля 2015 года ЦБА отменил привязку маната к доллару США и перешел к таргетированию бивалютной корзины – доллар США/евро. Одновременно произошло повышение гибкости режима курсообразования за счет ограниченного вмешательства ЦБА в процесс курсообразования.

Этому способствовало изменение конъюнктуры внешних рынков нефти и нефтепродуктов, сокращение поступлений валютной выручки, рост спроса на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке Азербайджана. Анализ платежного баланса Азербайджана за 2014-2015 гг. показывает, что в январе-декабре 2015 года по отношению к аналогичному периоду 2014 года результат по счету текущих операций сократился с 10423,6 до -222,5 млн. долларов США или в почти в 47 раз, в частности – за счет более чем трехкратного снижения результата от торговли товарами [91].

В этой связи под влиянием перечисленных выше факторов произошла девальвация, манат с начала 2015 года подешевел примерно в два раза по отношению к доллару США – примерно на 35 % в феврале и еще на 50% в декабре 2015 года. Динамика официальных курсов валют России, Казахстана и Азербайджана в абсолютном выражении в январе 2014-апреле 2016 гг. показана на рис 3.3.

В целом за рассматриваемый период национальные валюты этих государств подешевели более чем в два раза, падение курса маната (на основании соотношения максимальных и минимальных значений официальных курсов на конец месяца в рамках рассматриваемого периода) составило 104%, российского рубля – 110%, казахского тенге – 139%.

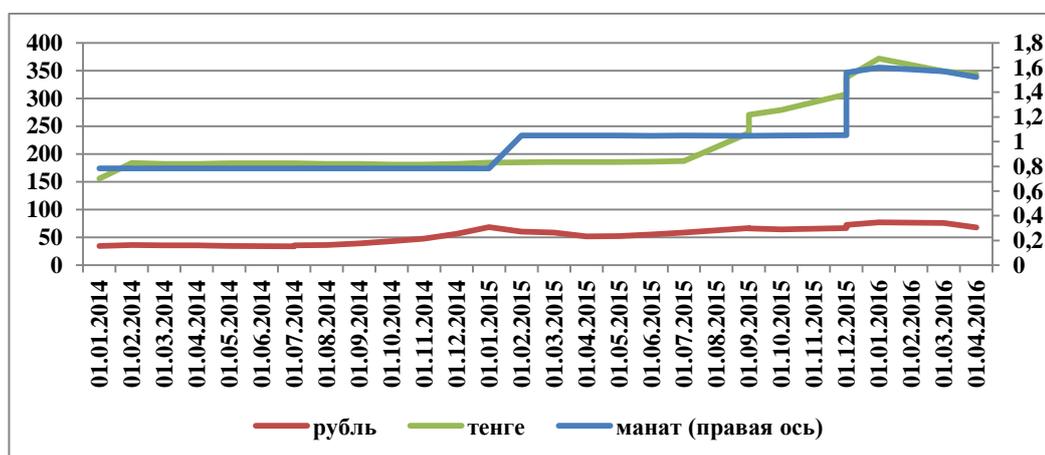


Рис.3.3. Изменение официальных курсов валют Азербайджана, России и Казахстана, абсолютные значения на к. месяца (единиц национальной валюты за доллар США)

Источник: Финмаркет, расчеты автора

Это более наглядно демонстрирует рис.3.4., на котором представлены ежемесячные изменения курсов рассматриваемых валют в процентах за аналогичный период. В частности, рисунок наглядно демонстрирует, что из трех валют российский рубль демонстрировал наибольшую волатильность, что отмечалось выше.

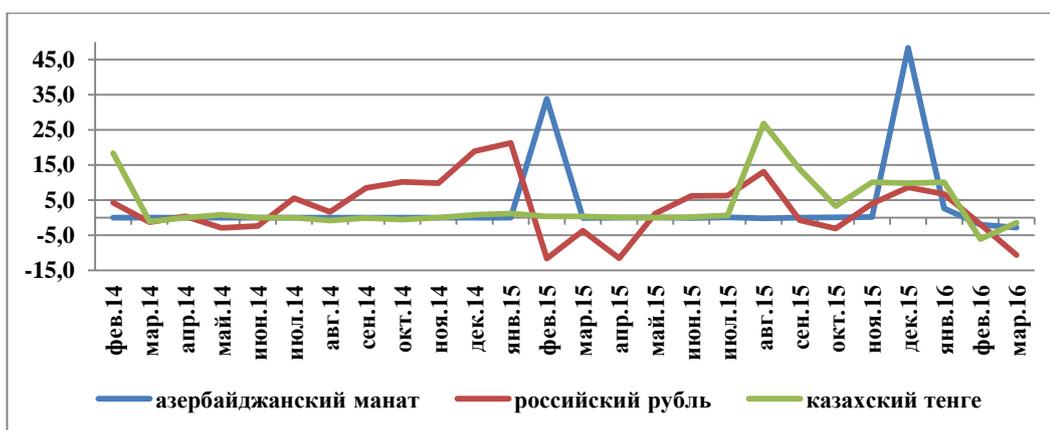


Рис. 3.4. Изменение официальных курсов валют Азербайджана, России и Казахстана, прирост в % к предыдущему месяцу (единиц национальной валюты за доллар США)

Источник: Финмаркет, расчеты автора

Девальвация национальных валют привела к ускорению инфляционных процессов в экономиках Азербайджана, России и Казахстана. Эта тенденция объясняется значительным удельным весом импортируемых товаров в потребительской корзине, а также – импортируемых сырья, материалов и комплектующих в себестоимости предприятий. Динамика цен на потребительские товары в этих странах показана на рис. 3.5.

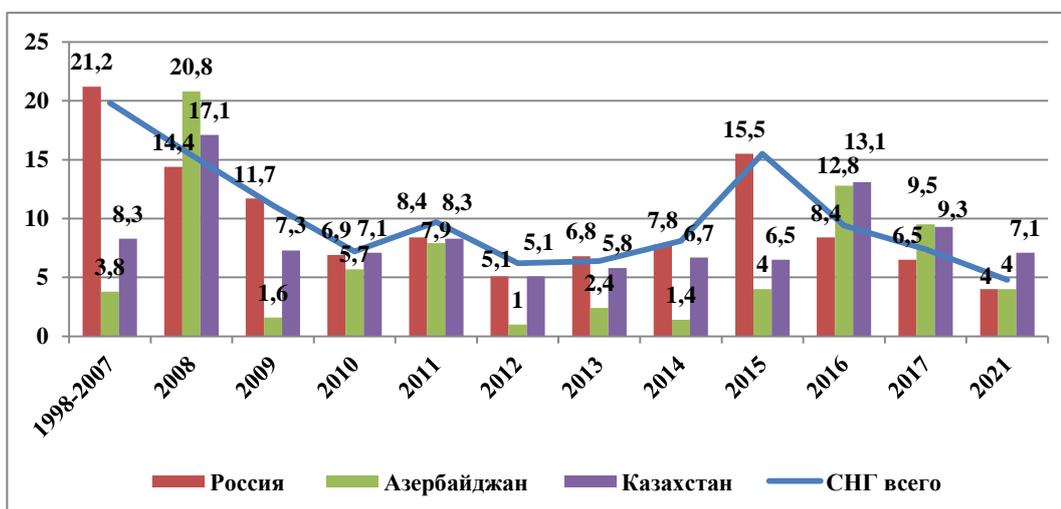


Рис. 3.5. Среднегодовое значение индекса потребительских цен в России, Азербайджане и Казахстане, %, 2008-2015 гг., ср. знач. за 1998-2007, прогноз на 2016-2018

Источник: Источник: [построено автором на основании 93]

Рисунок 3.5. показывает, что в период после кризиса 2007-2009 гг. в Азербайджане, России, и Казахстане инфляция находилась в целом на умеренном уровне, рост инфляции начался в 2013-2014 гг. его пик приходится на 2015 г. для России и 2016 г. для Азербайджана и Казахстана. Такой разброс максимальных значений инфляции во времени, на наш взгляд, обусловлен разницей в периодах, на которые пришлась максимальная девальвация национальных валют. Для России – это к. 2014 и с. 2015 гг., для Азербайджана – конец 2014 г. и, в большей степени – конец 2015 года, для Казахстана – III кв. 2015 года.

Как видно, по сравнению с предкризисным 2013 годом рост темпов цен в 2015 году для России повысился более чем вдвое, в 2016 для Азербайджана - более чем в 5 раз, для Казахстана больше чем в два раза.

Таким образом, исходя из проведенного анализа, можно сделать вывод о том, что основные последствия внешних шоков 2013-2015 гг. для экономик России, Азербайджана и Казахстана привели к сходным последствиям, которые в целом заключаются в замедлении экономического роста и возникновении спада ВВП, девальвации национальных валют и вызванном этим росте инфляции. На период 2016-2018 гг. по прогнозам МВФ ожидается еще большее замедление макроэкономической динамики с последующим медленным восстановлением экономического роста.

В Азербайджане негативное воздействие внешних факторов, девальвация маната помимо замедления экономического роста и ускорения инфляционных процессов в результате девальвации привели еще и к ухудшению ситуации в денежно-кредитной сфере экономики.

Двукратная девальвация маната, отказ от контроля за курсом национальной валюты, усиление негативных девальвационных и, в целом, экономических ожиданий вызвали кризис доверия кредиторов и, в том числе – вкладчиков, к банковской системе, массовое снятие вкладов и закрытие счетов – т.н. «набеги на банки», рост долларизации и снижение монетизации экономики Республики Азербайджан.

После февральской девальвации начался отток манатных депозитов населения, которые в течение 2015 года и в 2016 году активно конвертируются в иностранную валюту, как на счетах в банках, так и за пределами банковской системы. Удельный вес депозитов в иностранной валюте вырос с 36,2% в начале, до 68,4% в конце 2015 года и 85% по состоянию на 1 марта 2016 года, то есть удельный вес депозитов в манатах в общем объеме вкладов населения составляет в настоящее время лишь 15%, отражая уровень доверия населения к банковской системе, политике ЦБА и иллюстрируя растущие негативные экономические ожидания [2,27].

В связи с сохранением повышенного спроса на иностранную валюту при снижении поступлений валютной выручки в страну, внутренний валютный рынок находится в неравновесном состоянии, сохраняется давление на международные резервы, которые в течение 2015 и в 2016 году снижаются. За 2015 год объем международных резервов уменьшился в 2,8 раза, за январь-февраль 2016 – еще на 20%. По состоянию на 01.03.2016, объем международных резервов АР составил 6,98 млрд. долларов США, что на 63,4% ниже их уровня на 01.03.2015 [3].

В связи с ростом долларизации, наряду с возникновением проблем с ликвидностью банков в экономике Азербайджана, начиная с 2015 года наблюдается демонетизация – широкая денежная масса в национальной валюте (агрегат M2), которая в 2013, 2014 гг. возросла на 19% и 6,1%, в 2015 году сократилась на 50,6% [90].

Это на наш взгляд является опасной тенденцией, поскольку прямая взаимосвязь между демонетизацией и ухудшением макроэкономической ситуации неоднократно находила подтверждение в мировой экономической истории. Так, в качестве примера можно привести попытки преодоления инфляции 1990-х гг. в российской экономике посредством сжатия денежной массы, которые закончились кризисом 1998 г., или аналогичные ошибки в политике ФРС и центральных банков Франции и других европейских стран

во второй половине 1920-х гг., которые считаются одной из основных причин возникновения Великой депрессии 1930-х гг. [57, 60].

Рост нестабильности на валютном рынке, повышение инфляции, усилившиеся девальвационные и инфляционные ожидания создали проблемы с ликвидностью банков, которые с 2016 года начинают перерастать в проблемы с платежеспособностью в банковском секторе.

Проблемы на валютном рынке, нестабильная ситуация в банковском секторе экономики Азербайджана заставили руководство страны пересмотреть подходы к организации системы финансового надзора и регулирования. В марте 2016 года в Азербайджане создана Палата по контролю за финансовыми рынками, которой переданы полномочия ЦБА в области банковского надзора и регулирования, и которая будет выполнять функции мегарегулятора финансовых рынков в целом.

В среднесрочной перспективе задачи денежно-кредитной политики Азербайджана будут в значительной мере определяться необходимостью перехода от ресурсо-ориентированного экономического развития к модели, основанной на экспорто-ориентированности и опережающем росте инвестиций в основной капитал.

В этой связи требуется более тесная координация политики Правительства и ЦБА, действия которого будут направлены на поддержание макроэкономической и финансовой стабильности.

В 2016 году политика ЦБА будет определяться необходимостью поддержания баланса между равнозначными целями стимулирования экономического роста и удержания инфляции в необходимых рамках, то есть на уровне, не превышающем 9% . При этом будет использоваться гибкий режим обменного курса маната при минимальном вмешательстве ЦБА в процесс курсообразования.

## Заключение

Проведенное нами на базе научно-теоретических и прикладных разработок постсоветских и зарубежных авторов исследование показало следующее:

1. Денежные системы, используемые в большинстве стран мира, основаны на механизме централизованной эмиссии и регулирования денежного обращения, основным элементом которой является институт центрального банка. Такая система пришла на смену децентрализованным банковским системам, существовавшим вплоть до н . XX ст. и основывавшимся на конкуренции негосударственных финансовых институтов в области выпуска денег в обращение.

Монополия на создание денежной базы дает возможность центральному банку манипулировать денежным предложением изменяя параметры рефинансирования банков и воздействуя на их способность к проведению активных операций.

Воздействуя через процентную политику, проведение операций на открытом рынке, изменение норм и условий обязательного резервирования, а также – другие инструменты монетарного регулирования на возможности банков по финансированию экономики, центральный банк оказывает влияние на динамику важнейших макроэкономических переменных и, прежде всего - инфляции.

2. Несмотря на многовековую историю исследований проблем денег и денежного обращения однозначной трактовки этой категории до настоящего не существует, кроме того представители различных экономических школ по разному подходят к определению роли денег в экономике и к решению вопросов об определении количества денег в обращении и регулировании денежного оборота.

Поэтому в рамках настоящей работы рассмотрены теории денег И. Фишера, а также Кембриджского университета (Великобритания), А.

Маршалла, А. Пигу и Дж. М. Кейнса, во-многом заложивших основы современной теории денег разрабатывавшейся впоследствии в рамках монетаризма, неоклассической, новой кейнсианской экономических школ и трансформировавшейся в положения нового неоклассического синтеза, который служит теоретической базой для осуществления денежно-кредитного регулирования экономики в современных условиях.

3. В современных условиях регулирование денежно-кредитного обращения приобретает форму денежно-кредитной (монетарной) политики, которая проводится центральными банками и представляет собой целенаправленное воздействие государством на экономику через ее денежно-кредитную сферу для достижений целей общеэкономической политики.

Для большинства центральных банков основной целью регулирования денежно-кредитного обращения является обеспечение устойчивости национальных валют. Для достижения этой цели центральные банки используют систему промежуточных целевых ориентиров, выбор которых определяет и режим монетарной политики на среднесрочную перспективу. В работе показано, что в современных условиях наиболее распространенным режимом денежно-кредитного регулирования является таргетирование инфляции. Этот режим постепенно заменяет монетарное таргетирование и таргетирование обменного курса в мировой практике монетарного регулирования.

4. С точки зрения методов денежно-кредитного регулирования для большинства центральных использует непрямые, рыночные формы воздействия на денежное-кредитное обращение.

В основе этих методов лежит способность центрального банка к регулированию ликвидности банковского сектора с использованием целого перечня традиционных инструментов монетарного регулирования, которые принято группировать как процентную политику, изменение резервных требований, операции на открытом рынке.

В связи с тем, что помимо средства поддержания стабильности национальных валют денежно-кредитное регулирование является еще и механизмом государственной экономической политики, одной из целей которой является сглаживание циклических колебаний экономики, в кризисных ситуациях центральные банки используют дополнительные, специализированные инструменты антикризисного денежно-кредитного регулирования.

5. Изучение мирового опыта кредитно-денежного регулирования в период мирового финансового и экономического кризиса показало, что действие денежно-кредитных рычагов антикризисной политики центральных банков направлено в целом на финансовую поддержку крупным предприятиям и банкам с целью недопущения проблем с ликвидностью и платежеспособностью, ведущих к экономической несостоятельности, недопущения оттока средств из банковской системы и паники на финансовых рынках, снижение негативных ожиданий финансовых организаций, предприятий, населения, нерезидентов и т.п. этих инструментов не существует, их выбор зависит от особенностей ситуации в экономике, вида кризиса, законодательства страны и других факторов.

Кроме того, во время кризисной фазы экономического цикла монетарная политика с применением как специализированных, так и традиционных инструментов, как правило, направлена на стимулирование совокупного спроса, снижение процентных ставок в экономике, восстановление темпов экономического роста.

6. В Республике Азербайджан основными полномочиями по денежно-кредитному регулированию экономики обладает ЦБ АР. Его статус, цели, задачи и полномочия закреплены в Конституции и Законе АР о Центральном банке Азербайджанской Республики.

Как и большинство центральных банков мира, ЦБ до последнего времени отвечал за устойчивость национальной валюты и обеспечение

стабильности банковской системы АР, начиная с марта текущего года его полномочия по регулированию деятельности банков ограничены.

При проведении политики ЦБ АР использует стандартный перечень рыночных инструментов монетарного регулирования, применяемых в международной практике. При этом подходы к денежно-кредитному регулированию в АР в 2000-х гг. во-многом определялись ресурсо-ориентированностью азербайджанской экономики и, соответственно, необходимостью предотвращения ее «перегрева» вследствие поступления дополнительных доходов от экспорта нефти и продуктов нефтепереработки на мировые рынки.

7. Анализ макроэкономических условий, в которых функционирует в настоящее время денежно-кредитная система Азербайджана, позволил сделать выводы о том, что начиная с 2013 г., экономика АР вступила в фазу структурного спада, начало которого обусловлено изменением конъюнктуры внешних рынков и, в частности, началом долгосрочного снижения цен на нефть. В 2015 году этот процесс усугубился переходом на гибкий режим курсообразования и двукратной девальвацией маната.

Совокупное воздействие этих факторов привело к снижению темпов роста ВВП и промышленного производства, росту инфляции, возникновению давления на внутренний валютный рынок и международные резервы Азербайджана, росту долларизации, а также возникновению структурного дефицита ликвидности в банковской системе, проблем с платежеспособностью банков.

В этой ситуации ЦБ АР столкнулся с необходимостью решения противоречивых задач стимулирования экономического роста, поддержки ликвидности и платежеспособности банков, на фоне существенного роста инфляции, вызванного, в частности массивной девальвацией маната.

## Список использованных источников

1. Абель Э., Бернанке Б. Макроэкономика /5-е изд. - СПб., 2010. — 768 с.
2. Азербайджан замораживает цены на нефть на фоне «свободного падения» банковского сектора [эл. ресурс, Panorama.am] // Режим доступа: <http://www.panorama.am/ru/news/2016/03/09/Азербайджан-цены-на-нефть-экономика-кризис/1541528>
3. Азербайджанский экономист: Глава Центробанка заявляет, что девальвации не будет, а ему никто не верит [эл. ресурс, Panorama.am] // Режим доступа: <http://www.panorama.am/ru/news/2016/03/07/Азербайджан-экономика-Центробанк-девальвация/1540527>
4. Бабашкина А.М. Государственное регулирование национальной экономики: Учебное пособие. – М.: Финансы статистика
5. Базулин Ю. В. Происхождение и природа денег. — СПб.: Изд-во С.-Петербург. ун-та, 2008. — 246 с. // Доступно в эл. виде, режим доступа: <http://lib.lunn.ru/КР/Spring2010/bazulin.pdf>
6. Глазьев С.Ю. Стратегия опережающего развития России в условиях глобального кризиса. М.: Экономика, 2010 - 255 с.
7. Глазьев С.Ю. Уроки очередной российской революции: крах либеральной утопии и шанс на экономическое чудо. М.: Экономическая газета, 2011 - 575 с.
8. Глазьев С.Ю. Стратегические предпосылки модернизации и инновационного развития российской экономики. – М.: ГУУ, 2014
9. Государственное регулирование экономики: учебное пособие / коллектив авторов ; под ред. И.Е. Рисина. — М. : КНОРУС, 2014. — 240 с. — (Бакалавриат).
10. Гловели, Г. Д. История экономических учений : учеб. пособие для бакалавров / Г. Д. Гловели. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт ; ИД Юрайт, 2015. — 777 с.

11. Гоноцкая, Ж. А. Имущественное неравенство и ресурсное проклятие: точки зрения и эмпирические свидетельства [Текст] : препринт WP14/2013/03 / Ж. А. Гоноцкая ; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». – М. : Изд. Дом Высшей школы экономики, 2013. – 32 с.
12. Гумеров М.Ф. Основная модель количественной теории денег: история развития и современные проблемы применения [эл. Ресурс] // режим доступа: <http://oaji.net/articles/2015/245-1437550373.pdf>
13. Гуриев С. Экономический механизм сырьевой модели развития / С. Гуриев, А. Плеханов, К. Сонин // Вопросы экономики. – 2010. - №3. – с. 4-23
14. Гуриев С. Экономика Ресурсного проклятия /С.Гуриев, К. Сонин [эл. публикация] // Режим доступа: <http://experttalks.ru/sites/default/files/users/Alex/lib/GurievSonin-economikaResursnogoProkliatiya.pdf>
15. Даниленко Л.Н. Рентно-сырьевая экономика России и проблемы ее трансформации: Монография /Л.Н.Даниленко. – Псков: Издательство ПсковГУ, 2012. – 204 с.
16. Данные Всемирного банка: ИПЦ на годовой основе [эл. ресурс] // режим доступа <http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>
17. Денежно-кредитная политика центральных банков: анализ, опыт, перспективы: Учебное пособие [Эл. ресурс, 2013] // Режим доступа: <http://rus.neicon.ru:8080/xmlui/handle/123456789/15077>
18. Деньги, кредит, банки: учебник / коллектив авторов; под ред. О.И. Лаврушина.— 12-е изд., стер. — М.: КНОРУС, 2014.— 448 с.
19. Деньги. Кредит. Банки /Лаврушин О.И..– 2 –е изд., перераб. и доп. – М.: «Финансы и статистика», 2008. – 460 с.
20. Дорнбуш Р. Фишер С. Макроэкономика: учебник. – М.:Инфра-М, 1997. – 784 с.
21. Ермолаев С.А. Промышленная политика в условиях «ресурсного проклятия»: между Сциллой и Харибдой [эл. публикация] /Вестник

- Алтайской академии экономики и права. – 07.02.2014 // Режим доступа: <http://journal-aael.intelbi.ru/2014/02/07/раздел-2-экономическая-теория/>
22. Закон Азербайджанской Республики «О Центральном банке Республики Азербайджан» в ред. от марта 2016 [эл. ресурс] // Режим доступа: [http://en.cbar.az/assets/1567/The\\_Law\\_of\\_the\\_Republic\\_of\\_Azerbaijan\\_on\\_the\\_Central\\_Bank\\_of\\_the\\_Republic\\_of\\_Azerbaijan.pdf](http://en.cbar.az/assets/1567/The_Law_of_the_Republic_of_Azerbaijan_on_the_Central_Bank_of_the_Republic_of_Azerbaijan.pdf)
23. Илларионов А. Мифы и уроки августовского кризиса // Вопросы экономики. – 1999. - №10 // [http://www.iea.ru/article/publ/vopr/1999\\_11.pdf](http://www.iea.ru/article/publ/vopr/1999_11.pdf)
24. Капканщиков С.Г. Государственное регулирование экономики: учебное пособие. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2012
25. Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, денег и кредита / Дж. М. Кейнс. [Электронный ресурс]. // Режим доступа: <http://eklit.narod.ru/keynsod.htm>
26. Кондратьев В.Б. Из ресурсного рабства в царство инновационной свободы: возможно ли это? [эл. публикация] // Режим доступа: <http://www.perspektivy.info/print.php?ID=305034>
27. Керимли Р. Кто пытается посеять панику среди населения? [эл. ресурс] // Режим доступа: <http://haqqin.az/news/64694>
28. Кудрин А. Новая модель роста для российской экономики / А. Кудрин, Е. Гурвич // Вопросы экономики. – 2014. - №12. – с. 1-33
29. Мамедов «Особенности деятельности Центрального банка Азербайджана // Финансы и кредит. – 2013. - №47 (575). – с. 73-80
30. Мау В. Экономические кризисы в новейшей истории России // Экономическая политика. 2015. – Т10. - №2. – с. 7-19
31. Международный опыт антикризисной политики / С.М. Дробышевский, Е.В. Синельникова, А.В. Сорокина, П.В. Трунин, Е.В. Худько. — М.: Издательство «Дело» РАНХ, 2010. —224 с.
32. Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков, 7-е издание: Пер. с англ. - М.: ООО "И.Д. Вильямс", 2006. - 880 с: ил. - Парал. тит. англ. (часть VI, монетарная теория) //

Доступно в эл. виде, режим доступа:  
[http://vk.com/doc5497207\\_287626174?hash=9058f16cfd81a53bf0&dl=9de50469a753d348f9](http://vk.com/doc5497207_287626174?hash=9058f16cfd81a53bf0&dl=9de50469a753d348f9)

33. Мировой опыт антикризисной политики: уроки для России / Отв. Ред. С.А. Афонцев, Н.И. Иванова, И.С. Королев. – М.: ИМЭМО РАН, 2009. – 197 с.
34. Моисеев, С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учебное пособие / С.Р. Моисеев.- М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011.-784с.
35. Мэнкью Н.Г. Макроэкономист как ученый и инженер // Вопросы экономики, № 5, Май 2009, с. 86-103
36. Новый неоклассический синтез: модель поведения фирмы // Экономическая теория. 2013. - №6(103). – с. 25-28
37. Ольсевич Ю.Я. Современный кризис «мейнстрима» в оценках его представителей (предварительный анализ). – М.: Институт экономики РАН, 2013. – 46 с.
38. Организация деятельности центрального банка: Учебник / Е.А. Звонова, В.С. Акопов и др.; Под ред. Е.А. Звоновой – М.: НИЦ Инфра–М, 2013. – 400 с.
39. Организация деятельности центрального банка : учебник / Г.Г. Фетисов, О.И. Лаврушин, И.Д. Мамонова ; под общ. ред. Г.Г. Фетисова. — 4-е изд., переработ. и доп. — М. : КНОРУС, 2012. — 440 с.
40. Остапенко В.М. Эволюция теории стабилизационной политики в макроэкономическом мейнстриме // Проблемы современной экономики. 2013. - №3. - с. 92-98.
41. Пигу, А. Экономическая теория благосостояния / А. Пигу / пер. с англ. В 2-х томах. – М. : Прогресс, 1985. – Т. 2.– 456 с.

42. Полбин А.В. Теоретические и методологические основы для разработки динамической стохастической модели общего равновесия для российской экономики: Дис...к.э.н., 08.00.01. – Москва, 2015. – 133 с.
43. Ромер Д. Высшая макроэкономика: учебник / Перевод с англ. Под ред. Д.э.н. В.М. Полтеровича. – М: Изд. Дом ВШЭ, 2014. – 856 с.
44. Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике — Вашингтон, округ Колумбия, США: Международный Валютный Фонд, 2000 год. – 172 с.
45. Рустамов Э.С. Глобальный кризис и антикризисная политика Центрального банка Азербайджана // Деньги и кредит. – 2010. – с. 27-35
46. Саадулаева Т.А Совершенствование денежно-кредитной политики России в современных условиях: Дисс. на соиск. уч. ст. к.э.н.. – Москва, 2014 – 178 с. (сс. 16-19) // Доступно в эл. виде, режим доступа: [http://www.rgsu.net/netcat\\_files/multifile/3898/dissertatsiya.pdf](http://www.rgsu.net/netcat_files/multifile/3898/dissertatsiya.pdf)
47. Самуэльсон, П. Экономика [Текст] : пер. с англ. / П. Э. Самуэльсон, В. Д. Нордхаус. - 18-е изд. - М. и др. : Вильямс, 2007 (СПб.). – 1358 с.
48. Станик Н.А. Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные признаки: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. – Москва, 2013. - 333 с; Киселев В.Ю.
49. Трунин П.В. , Божечкова А.В., Киюцевская А.М. О чем говорит мировой опыт инфляционного таргетирования // Деньги и кредит. – 2015. - №4. – с. 61-67 // [http://www.iep.ru/files/text/nauchnie\\_jurnali/trunin\\_bozh\\_kiuts-2015.pdf](http://www.iep.ru/files/text/nauchnie_jurnali/trunin_bozh_kiuts-2015.pdf)
50. Усоскин В.М. Антикризисная политика центральных банков в 2007-2014 гг.: цели, особенности, результаты // Деньги и кредит. – 2015. - №6. – с. 20-27 // [http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/usoskin\\_06\\_15.pdf](http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/usoskin_06_15.pdf)
51. Формирование системы индикаторов банковских кризисов : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. – Москва, 2014. - 137 с
52. Фишер, И. Покупательная сила денег / И. Фишер / пер. с англ. М. К. Бункиной и А. М. Семенова – М. : Дело, 2001. — 320 с.

53. Хэммонд Джил Практика инфляционного таргетирования / Руководство №29. – Банк Англии, Центр исследований деятельности центральных банков, 2012. – 48 стр. // <http://www.cbr.ru/dkp/ccbshb29r.pdf>
54. Цветков В.А. Циклы и кризисы в экономике: теоретико-методологический аспект . – М., СПб: 2012, 504 с. (доступна в электронном виде, режим доступа: <http://www.ipr-ras.ru/articles/tsvetkov13-03.pdf>)
55. Энергетические истоки и последствия глобального кризиса 2010\*х годов. / В.В. Бушуев, А.И. Громов, Н.К. Куричев, М.А. Николаев, Д.А. Соловьев, В.В. Тиматков, А.А. Черников / Под. ред. д.т.н. проф. В.В. Бушуева и к.г.н. А.И. Громова – М.: ИЦ «Энергия», 2012. ' 88 с. // Доступно в эл. виде, режим доступа: <http://www.energystrategy.ru/editions/docs/krizis.pdf>
56. Югай Т.А., Фунг Т.Д. Мировой опыт использования центральными банками инструментов денежно-кредитного регулирования в условиях финансового кризиса 2008-2014 годов // Интернет-журнал «Науковедение»/ - 2014. – вып. 6(25), ноябрь-декабрь [эл. ресурс] // Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/PDF/119EVN614.pdf>
57. Albers Thilo, Martin Uebele The Global Impact of the Great Depression / Economic History Working Papers No: 218/2015 . - London School of Economics and Political Science, 2015. – 96 pp.
58. Annual report on exchange rate arrangements and exchange restrictions. – Washington: IMF, October 2014. – 109 pp. // <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>
59. Ball Laurence BEN BERNANKE AND THE ZERO BOUND. - Johns Hopkins University, 2012. – 40 pp. // [http://krieger2.jhu.edu/economics/wp-content/uploads/pdf/papers/wp589\\_ball.pdf](http://krieger2.jhu.edu/economics/wp-content/uploads/pdf/papers/wp589_ball.pdf)
60. Belliveau Stefan Money aggregates and economic activity during the Great Depression and 2007-11 /MPRA Paper No. 37371/ - REPEC, March 2012. – 15 pp.

61. Bernard J. Laurens, Kelly Eckhold, Darryl King, Nils Maehle, Abdul Naseer, and Alain Durré The Journey to Inflation Targeting: Easier Said than Done The Case for Transitional Arrangements along the Road / IMF Working Paper 136. - Washington: IMF, 2015 // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15136.pdf>
62. Christoffel K., Coenen G., Warne A. The New Area-Wide Model of the Euro Area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis. ECB Working Paper 944. 2008.
63. Conditionality in evolving monetary policy regimes / IMF Policy Paper. – 2014. – March. – 60 pp. A New Taxonomy of Monetary Regimes / IMF Working paper 191. – 2004. – 43 pp. // <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/030514b.pdf>
64. Claey's G., Leonardo A. The European Central Bank's Quantitative Easing Program: Limits and Risks // Bruegel Policy Contribution. - February 2016 [эл. pecypc] // [http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/02/pc\\_2016\\_04.pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/02/pc_2016_04.pdf)
65. Clarida R., Gali J., Gertler M. (1998) Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence // European Economic Review, Vol. 42, Issue 6, P. 1033–1067. // <http://www.nyu.edu/econ/user/gertlerm/eer98.pdf>
66. Christensen Jens H.E., Federal Reserve Bank of San Francisco, Signe Krogstrup, Swiss National Bank Transmission of Quantitative Easing: The Role of Central Bank Reserves / FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO Working Paper 2014-18. – Federal Reserve Bank of San Francisco, 2015. – 56 pp. // <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/wp2014-18.pdf>
67. Conditionality in evolving monetary policy regimes / IMF Policy Paper. – 2014. – March. – 60 pp. A New Taxonomy of Monetary Regimes / IMF Working paper 191. – 2004. – 43 pp. // <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/030514b.pdf>

68. Claey's G., Leonardo A. The European Central Bank's Quantitative Easing Program: Limits and Risks // Bruegel Policy Contribution. - February 2016 [Эл. pecypc] // [http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/02/pc\\_2016\\_04.pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/02/pc_2016_04.pdf)
69. Cooke C., Aadland D., Coupal R. Does the Natural Resource Curse Apply  
70. to the United States? / Mimeo. University of Wyoming, June 2007
71. Daniel Gros, Cinzia Alcidi and Willem Pieter De Groen Lessons from  
Quantitative Easing: Much ado about so little? / CEPS Policy Paper 330. – CEPS,  
2015;
72. Dong He Emergency Liquidity Support Facilities / IMF Working paper  
WP/00/79. – IMF, 2000. – 37 pp. // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0079.pdf>
73. Dynamic Stochastic General Equilibrium Approach / IMF Working Paper  
No. 14/200. – IMF, 2014. – 95 pp. // <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=42433.0>
74. Engen Eric M., Thomas T. Laubach, and David Reifschneider The  
Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary  
Policies / Staff Working Paper. - Federal Reserve Board, 2015. – 55 pp. // <http://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2015/files/2015005pap.pdf>
75. Erceg C.J., Guerrier L., Gust C. SIGMA: a new open economy model for  
policy analysis // International Journal of Central Banking. 2006. Vol. 2 (1). P.  
111–144
76. Fatás Antonio, Ilian Mihov, and Andrew K. Rose Quantitative Goals for  
Monetary Policy / ECB Working Paper NO 615 / APRIL 2006, 63 pp. // <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp615.pdf>
77. Goodfriend, M. and R. King (1997, August). The new neoclassical synthesis  
and the role of monetary policy. / National Bureau of Economic Research, Inc. -  
NBER Macroeconomics Annual 1997, Volume 12, NBER Chapters, pp. 231–296.
78. Mahadeva L., Sterne G. Monetary policy Frameworks in a Global Context. –  
Ln. Routledge.- 2000.-644p.

79. McCallum B.T. (1997). Issues in the Design of Monetary Policy Rules. NBER WP 6016. // <http://www.nber.org/papers/w6016>
80. Mishkin Frederic S. Over the Cliff: From Subprime to the Global Financial Crisis. – NBER Working Paper 16609, December 2010. – 34 pp. // <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/papers/nberwp.w16609.pdf>
81. Murchison S., Rennison A. ToTEM: the Bank of Canada's new quarterly projection model /Bank of Canada Technical Report №97. - 2006
82. Okun, A.M., 1962, "Potential GNP: Its Measurement and Significance," // in Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, pp. 98-104 (Washington: American Statistical Association).
83. Papyrakis E., Gerlagh R. Resource-Abundance and Economic Growth in the U. S. // European Economic Review. 2007. - Vol. 51.- P. 1011—1039
84. Russian Federation: Selected Issues / IMF Country Report No. 14/176. – IMF, 2014. – p. 2 (19) pp. // <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=41683.0>
85. Sachs J., Warner A. Natural Resource Abundance and Economic Growth // NBER Working- Paper No W5398. December 1995; Sachs J., Warner A. Fundamental Sources of Long Run Growth // American Economic Review Papers and Proceedings. 1997. - Vol. 87, No 2. - P. 184-188
86. Sala-i-Martin X. I Just Ran Two Million Regressions // American Economic Review Papers and Proceedings. 1997. Vol. 87, No 1. P. 178—183
87. Solow R. After "Technical Progress and the Aggregate Production Function" / Chapter in NBER book New Developments in Productivity Analysis (2001), Charles R. Hulten, Edwin R. Dean and Michael J. Harper, editors (p. 173 - 178). - University of Chicago Press, 2001 // <http://www.nber.org/chapters/c10126>
88. Taylor J. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference series on Public Policy 39. P. 195–214. // <http://web.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>

89. Taylor J. (1999). A Historical Analysis of Monetary Policy Rules. University of Chicago Press for NBER. Business Cycles Series. Vol. 31. // <http://www.nber.org/chapters/c7419.pdf>
90. The Central Bank of the Republic of Azerbaijan Monetary Policy review, January-December 2015 [эл. ресурс] // Режим доступа: [http://en.cbar.az/assets/4059/MPR\\_-\\_2015\\_-\\_eng.pdf](http://en.cbar.az/assets/4059/MPR_-_2015_-_eng.pdf)
91. The Central Bank of the Republic of Azerbaijan, External Statistics [эл. ресурс] // Режим доступа: <http://en.cbar.az/lpages/statistics/external-sector-statistics/>
92. World economic outlook: Uneven Growth, Short-term and Long-term factors. – IMF, April 2015. – 230 pp. // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf>
93. World Economic Outlook / April 2016. – Washington DC: IMF, 2016. – 230 pp. // Доступно в электронном виде, режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>

## **Xülasə**

Magistr dissertasiyası “Pul-kredit tədavülünün tənzimlənməsi metodları” mövzusunda həsr olunmuşdur.

I fəsilə pul-kredit tədavülünün tənzimlənməsinin təşkilinin nəzəri əsasları tədqiq edilir. Bura, pul-kredit tənzimlənməsinin mexanizmi və təşkili məsələləri, həmçinin pul və pul-kredit tədavülünün əsas nəzəriyyələri daxildir.

II fəsil pul-kredit tənzimlənməsinin xarici təcrübəsinin təhlilinə və Azərbaycan Respublikasında pul-kredit tədavülünün tənzimlənməsinin təşkilinə həsr olunub.

III fəsil müasir şəraitdə pul-kredit tədavülünün tənzimlənməsi metodlarının inkişaf problemləri və perspektivləri əhatə edir, o cümlədən burada Azərbaycan Respublikası iqtisadiyyatının pul-kredit sferasındakı vəziyyət araşdırılır.

## **Summary**

The research theme of master's dissertation is "The Methods of monetary circulation regulation".

In the first chapter of the dissertation the theoretical bases of the organization of regulation of monetary circulation, including the mechanism and the organization of monetary regulation and the basic theory of money and monetary circulation, have been considered.

The second chapter is devoted to the analysis of international practice of monetary regulation and organization of monetary circulation in the Republic of Azerbaijan.

Problems and prospects of development of methods of regulation of monetary circulation, including the situation in the monetary sphere of economy of the Republic of Azerbaijan are considered in the third chapter of the thesis.

## РЕФЕРАТ

**На магистерскую диссертацию магистра «Магистерского Центра»  
Азербайджанского Государственного Экономического Университета  
Шукюровой Гюнай Азер кызы  
На тему «Методы регулирования денежно-кредитного обращения»  
По специальности «Банковское дело»**

Актуальность темы магистерской диссертации. К концу 2014 года в экономике и денежно–кредитной сфере экономики Азербайджанской Республики произошли серьезные изменения.

Продолжающийся экономический спад, обусловленный преимущественно исчерпанием возможностей роста за счет выгод благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, снижение поступления валютной выручки, рост девальвационных ожиданий привели к изменению конъюнктуры внутреннего валютного рынка и массивной девальвации маната, возникновению проблем в банковском секторе экономики Азербайджана, оттоку вкладов, ухудшению ситуации с ликвидностью и платёжеспособностью банков.

С учетом ситуации в экономике и денежно–кредитной сфере в настоящее время повышаются требования к эффективности политики АР в области монетарного регулирования и обеспечения стабильности банковской системы, а также в стимулировании экономического развития страны в среднесрочной перспективе.

Как следствие приобретает научную и практическую значимость исследование концептуальных проблем денег и регулирования денежно-кредитной сферы в экономике Азербайджана, что и предопределило выбор темы магистерской диссертации.

Цель и задачи исследования. Целью работы является изучение теоретических вопросов денег и регулирования денежного обращения, мирового опыта в данной области, а также анализ проблем существующих в денежно-кредитной сфере экономики Азербайджана на современном этапе ее развития.

Для достижения указанной цели были поставлены следующие задачи, которые решались в ходе подготовки настоящей работы:

рассмотреть вопросы организации и механизм регулирования кредитно-денежного обращения в современных условиях;

изучить основные особенности современных основополагающих теорий денег и регулирования денежно-кредитного обращения;

рассмотреть генезис целей, принципов и основных режимов монетарной политики в зарубежной практике монетарного регулирования, начиная со второй половины XX ст.;

раскрыть основные методы регулирования кредитно-денежного обращения;

рассмотреть вопросы организации денежно-кредитного регулирования в Азербайджанской Республике;

проанализировать зарубежный опыт монетарного регулирования в условиях экономического и финансового кризиса 2007-2009 гг. и в восстановительном посткризисном периоде;

изучить основные проблемы, стоящие перед органами денежно-кредитного регулирования АР в настоящее время и в среднесрочной перспективе и сформулировать предложения по их решению.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования является комплекс экономических отношений, возникающих в процессе функционирования денежной системы и их регулирования. Предметом – состояние и основные проблемы денежно-кредитной сферы экономики АР.

Методологическая основа исследования. В процессе исследования использовался комплексный подход к объекту и предмету исследования,

применялись общенаучные методы познания (индукция, дедукция, сравнение, анализ, синтез, обобщение), а также методы сравнительного статистического и динамического анализа, абстрактно-логический метод.

Теоретическую и информационную базу работы составили учебная и научная литература, публикации в периодических изданиях отечественных и зарубежных ученых по вопросам, касающимся теории денег и денежно-кредитного регулирования, а также аналитическая информация международных финансовых организаций и зарубежных центральных банков, статистическая и аналитическая информация Государственного статистического Комитета и Центрального банка Азербайджанской Республики, по вопросам денежно-кредитной политики и ситуации в экономике Азербайджана.

Научная новизна проведенного исследования состоит в постановке, теоретическом обосновании и решении вопросов, связанных с организацией регулирования денежно-кредитного обращения в национальной экономике. Полученные при этом научные результаты заключаются в следующем:

- раскрыта эволюция целей, принципов и основных режимов монетарной политики в зарубежной практике монетарного регулирования;
- рассмотрены теоретические основы и практические аспекты системы регулирования денежно-кредитного обращения;
- проанализирован международный опыт антикризисного денежно-кредитного регулирования в период мирового финансового и экономического кризиса 2007-2009 гг.

Практическую значимость магистерской диссертации определяют выводы и положения исследования, авторские заключения, связанные с возможностями применения международного опыта в сфере кредитно-денежного регулирования экономики Азербайджана.

Объем и структура диссертации. Магистерская диссертация состоит из 84 страниц и имеет следующую структуру: введение, 3 главы, 8 параграфов, заключение и список использованной литературы.

