

гичную (заведомо отсталую от передового мирового уровня) продукцию. В [7] приведены соответствующие зависимости.

### Литература

1. Краткая философская энциклопедия. / – М., - «Энциклопедия», 1994. -576 с.
2. Овсиенко Ю.В. и др. Устойчивое развитие: концепция и стратегические ориентиры // Экономика и математические методы, 2007, т.43, №4. С. 57 – 71.
3. Губанов С. Рост без развития и его пределы // Экономист, № 4, 2006. С. 5-19.
4. Н.П.Федоренко. Россия на рубеже веков / М.: ИНФРА-М, 2003.- 727 с.
5. Самуэльсон П. Экономика. Вводный курс.- М.: Экономика, 1964 (оригинал: Economics, 1948). – 843 с.
6. Блауг М. Методология экономической науки, или как экономисты объясняют. / Пер. с англ./ М.: НП «Журнал Вопросы экономики», 2004. С. 30 – 41.
7. Владимиров С.А. О наивысшей структурной эффективности ВВП (госбюджета) сбалансированной открытой экономики./ Финансы и кредит, М.; 2001 -№ 16 (88), с.65 – 71.
8. Форд Г. Моя жизнь, мои достижения. М.: Госиздат, 1924. – 223 с.
9. Экономико-математический энциклопедический словарь / Под ред.В.И.Данилова-Данильяна. М.: ИНФРА-М, 2003. - 688 с.
10. Иноземцев В.Л. «Постамериканский мир»: мечта дилетантов и непростая реальность // Мировая экономика и международные отношения, 2008, № 5. С. 27 – 36.

УДК 336.74

## БЕЛОРУССКАЯ ЭКОНОМИКА ПРОТИВ МОНЕТАРНОГО МЕЙНСТРИМА

*Золотарева Ольга Александровна (olgaztv@gmail.com)*

*ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет»*

В статье проведена оценка уровня монетизации экономики Беларуси. Проанализирована лаговая зависимость индексов потребительских цен и денежной массы. Установлено, что монетарное сжатие может быть фактором роста цен. Определены условия проведения дискреционной монетарной политики.

*Ключевые слова:* денежная масса, количественная теория, инфляция, реальная денежная масса, коэффициент монетизации, денежный мультипликатор, финансовая глубина, денежно-кредитная политика.

Вечным вопросом монетарной теории является вопрос о влиянии денег на ключевые макроэкономические показатели. На этом поле сторонники гипотезы нейтральности денег противостоят последователям Кейнса. Элементарное выражение теории нейтральности денег состоит в том, что в долгосрочном плане равновесие, нарушаемое изменением денежной массы, сменяется равновесием с новым абсолютным уровнем цен при неизменности других переменных. А, следовательно, инфляция, понимаемая как изменение абсолютного уровня цен, является чисто денежным явлением. Кейнсианская революция в денежной теории состояла в преодолении дихотомии денежных и реальных процессов посредством создания макроэкономической модели, в которой средством объединения реального и денежного секторов является норма процента, влияющая на принятие решений об инвестициях.

С тех пор теория и практика денежно-кредитного регулирования в развитых странах исходят из активной роли процента в поощрении экономического спроса. Многочисленные программы количественных и кредитных смягчений, осуществляемые в настоящее время ведущими центральными банками, направлены на снижение долгосрочной ставки процента для стимулирования экономического роста. И хотя в

отдельные периоды денежно-кредитные власти предпринимали попытки таргетирования денежных агрегатов, руководствуясь монетаристскими рекомендациями, эти попытки нельзя назвать успешными и продолжительными.

Парадокс ситуации заключается в том, что монетаристские рецепты, оказавшиеся негодными в развитых странах, активно навязываются регулирующим органам постсоветских стран, как главное средство преодоления инфляции и повышения экономической эффективности. Экономический истеблишмент этих стран зачастую занимает позицию активной поддержки этих рекомендаций. Таким образом произошла географическая дихотомия денежной теории. В развитых странах практикуются кейнсианские методы стимулирования совокупного спроса, а в переходных экономиках – монетаристские меры его ограничения.

Вместе с тем, многочисленные исследования финансовой глубины, в том числе расчеты Всемирного банка, показывают низкий уровень монетизации в странах с переходной экономикой.

Целью данной статьи является представление дополнительных доказательств опасности для переходных экономик монетарных рестрикций со стороны денежно-кредитных властей. Объектом анализа является Республика Бела-

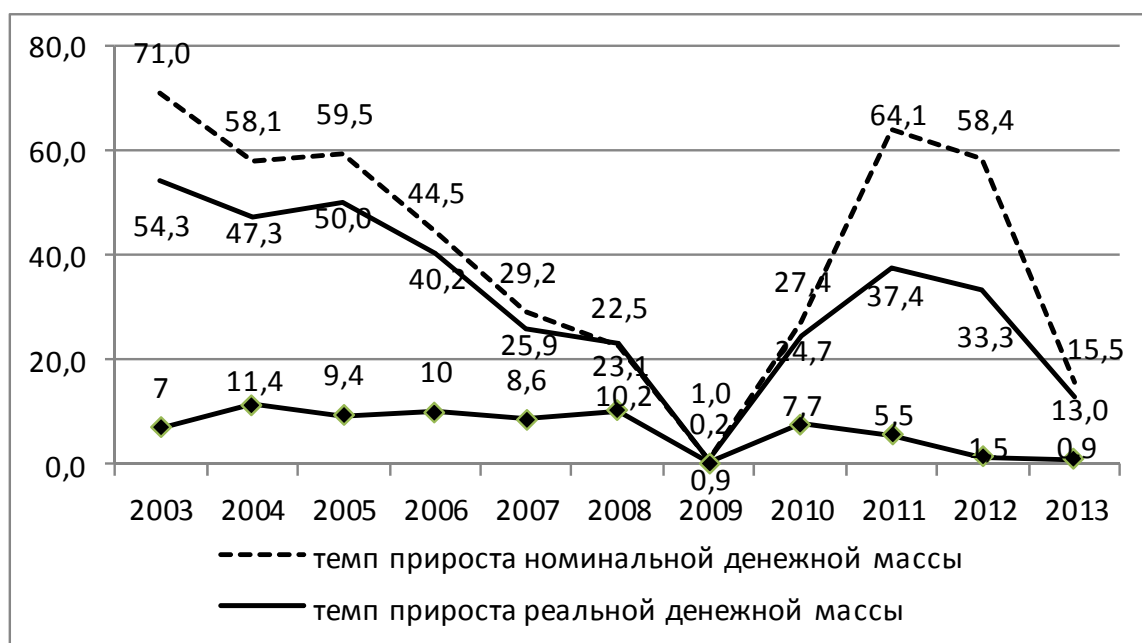
реть. При всем своеобразии экономической ситуации в Республике Беларусь – двузначные значения инфляции, большая доля государственной собственности, высокая концентрация производства, неразвитость рынка капитала, – общими для Беларуси и России чертами являются немонетарный характер инфляционных процессов и низкий уровень финансовой глубины экономики. Поэтому ограничительные рекомендации в денежно-кредитной политике являются пагубными не только для Белоруссии, но и для России.

Расчеты, представленные ниже, позволяют оценить уровень монетизации экономики Республики Беларусь и определить степень влияния количества денег на уровень цен в стране.

Оценка проведена на основе анализа динамики следующих показателей: реальной денежной массы (реальных кассовых остатков),

коэффициента монетизации экономики по  $M_2^*$ , величины денежного мультипликатора, соотношения внутренних кредитов нефинансовому сектору к ВВП.

При расчете реальной денежной массы можно использовать индекс потребительских цен и индекс-дефлятор ВВП. Мы придерживаемся мнения И. Е. Теслюка о том, что для получения величины реальной денежной массы больше подходит дефлятор, рассчитанный в процентах к предыдущему году, так как он характеризует динамику цен на все товары и услуги, движение которых опосредует широкая денежная масса, а индекс потребительских цен больше подходит для расчета реальной величины денежной массы по  $M_1$  [12, с. 3-4]. Расчет динамики темпов прироста реальной денежной массы представлен на рисунке 1.



**Рисунок 1. Динамика годовых темпов прироста реальной денежной массы, в процентах к предыдущему году в соотношении с динамикой темпов прироста номинальной денежной массы и ВВП**

Источник: рассчитано по данным Национального банка Республики Беларусь [1]

Итак, анализ динамики реальной денежной массы показывает, что на протяжении всего исследуемого периода положительная динамика темпов прироста реальной денежной массы наблюдалась лишь в 2005, 2010, 2011 годах.

По данным официальной статистики коэффициент монетизации экономики по  $M_2^*$  в Республике Беларусь за 2012 год составил 11,9 %, что является очень низким уровнем не только в сравнении с развитыми, но с развивающимися странами (рис. 2).

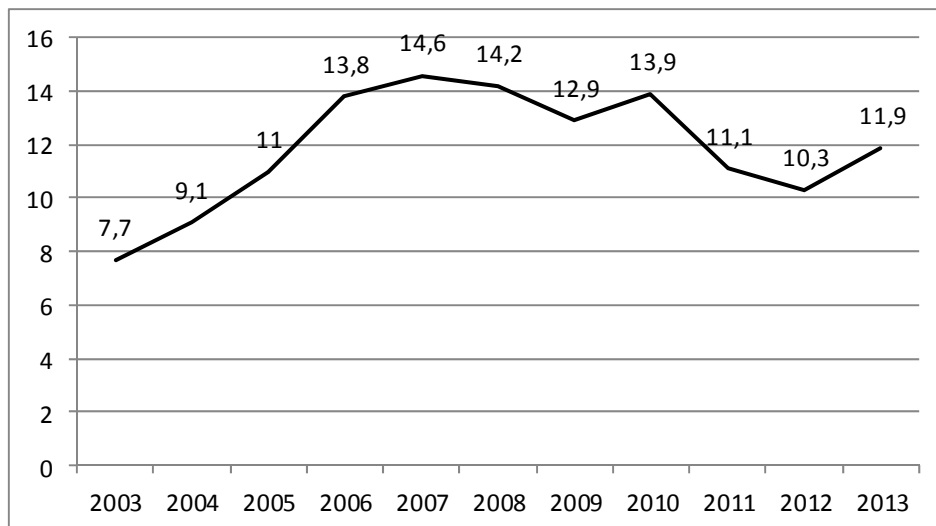
В развитых странах значение коэффициента монетизации в несколько раз выше и со-

ставляет в среднем 70-80 % к ВВП [6, с. 5]. В России коэффициент монетизации в 2011 году составил 44,9%. В Беларуси коэффициент монетизации при очень низких значениях в предыдущие периоды обнаружил тенденцию к еще большему снижению в 2011-2012 годах, что говорит о несоответствии количества денег потребностям хозяйственного оборота.

Величина денежного мультипликатора, который характеризует не столько степень жесткости монетарной политики в стране, сколько эффективность ее трансмиссионного механизма, является также низкой в сравнении с уровнем развитых стран. Как правило, чем более

развита экономика страны, тем выше его значение. В развитых странах оно находится в диапазоне от 5 до 8, а в ряде стран и выше. Так в Канаде его величина составляет 11, в США – 12, в Швеции – 20, в Австралии 26 [5, с. 17]. Это

объясняется небольшой долей наличных денег в обращении и низкими резервными требованиями к коммерческим банкам [6].



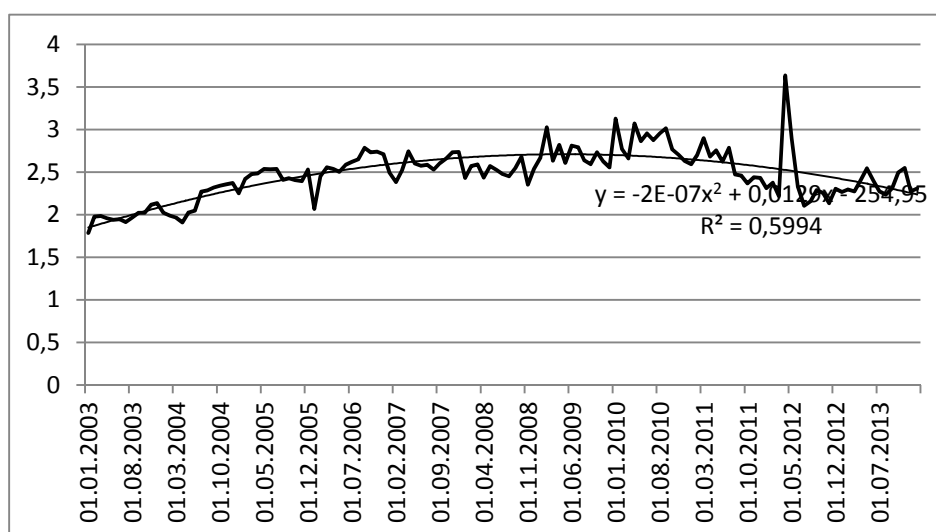
**Рисунок 2. Значение коэффициента монетизации по  $M_2^*$  в Республике Беларусь в 2003-2013 годах, в процентах к ВВП**

Источник: рассчитано по данным Национального банка Республики Беларусь [1]

В странах с формирующимися рынками значение мультипликатора находится в пределах 2-3. В России величина денежного мультипликатора составляла в 2011 году 2,86.

В Беларуси при низких значениях на протяжении всего исследуемого периода, начиная с 2010 года, обнаружилась явная тенденция к еще большему снижению мультипликатора. К концу кризисного для Беларуси 2011 года его

значение снизилось до 2,31. Это означает, что денежная масса превышает предложение денег центральным банком всего в 2,31 раза. Такое низкое значение денежного мультипликатора говорит о невысокой способности банковской системы к созданию денег. Динамика денежного мультипликатора представлена на рисунке 3.



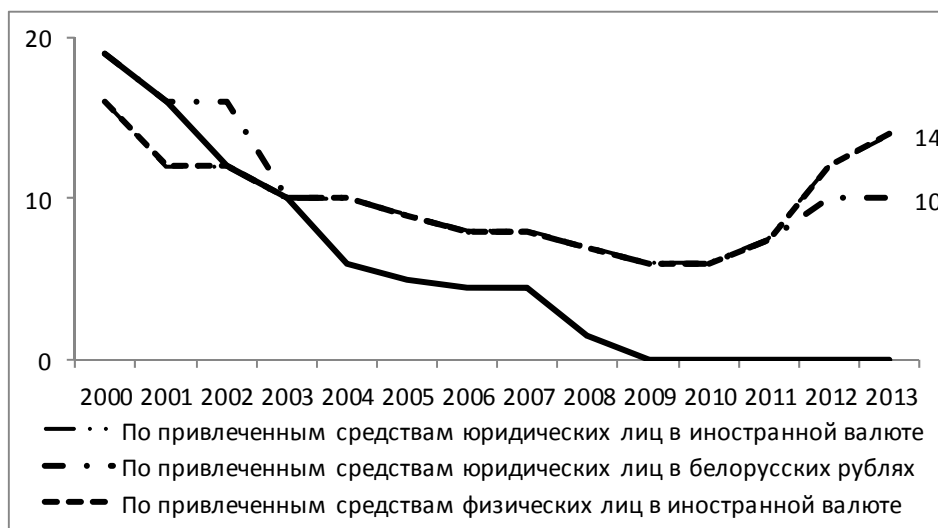
**Рисунок 3. Динамика денежного мультипликатора в Республике Беларусь в 2003-2013 годах**

Источник: рассчитано по данным Национального банка Республики Беларусь [1]

Вместе с тем, анализ структуры денежной массы по  $M_2^*$  показывает уменьшение удельного веса наличных денег в обращении на протяжении всего исследуемого периода. С 2001 года доля наличных денег в обращении ( $M_0$ ) снизилась на 22, 9 п. п. и составила в 2012 году 16, 4%. Динамика несомненно положительная, тем не менее, в развитых странах доля наличных

денежных средств в структуре широкой денежной массы существенно ниже – до 10%.

Анализ второго фактора низкого значения мультипликатора – резервных требований к банкам – показывает снижение нормативов отчислений в фонд обязательных резервов вплоть до 2011 года (рис. 4).



**Рисунок 4. Динамика нормативов отчислений в обязательные резервы Национального банка Республики Беларусь, процентов**

Источник: рассчитано по данным Национального банка Республики Беларусь [1]

После кризиса 2011 года Национальный банк несколько раз повышал нормативы отчислений в фонд обязательных резервов по привлеченным средствам юридических лиц и по средствам в иностранной валюте. Доля обязательных резервов в структуре баланса Национального банка за 2012 год выросла незначительно и составляет чуть более 1%, тогда как еще в 2006 году эта статья занимала почти 20% общей суммы баланса. Вместе с тем в структуре денежной базы доля обязательных резервов существенно возросла. Так, на 01.01.2003 их доля составляла 26%, на 01.01.2006 – 19,4%, на 01.01.2011 – 38,9%, на 01.01.2014 – 44,7%.

Таким образом, значительная доля наличных денег в структуре денежной массы и высокие нормативы резервных требований можно считать весомыми факторами низкого значения денежного мультипликатора в Республике Беларусь.

Существуют и другие факторы невысоких значений мультипликатора в странах с формирующимися рынками. Так, М. Ю. Матовников считает, что высокая доля наличных денежных средств и высокие регулятивные нормативы ликвидности (нормы резервных требований) объясняют низкое значение мультипликатора лишь частично. Главным фактором он считает большой объем избыточных или добровольных резервов, которые держат банки на случай воз-

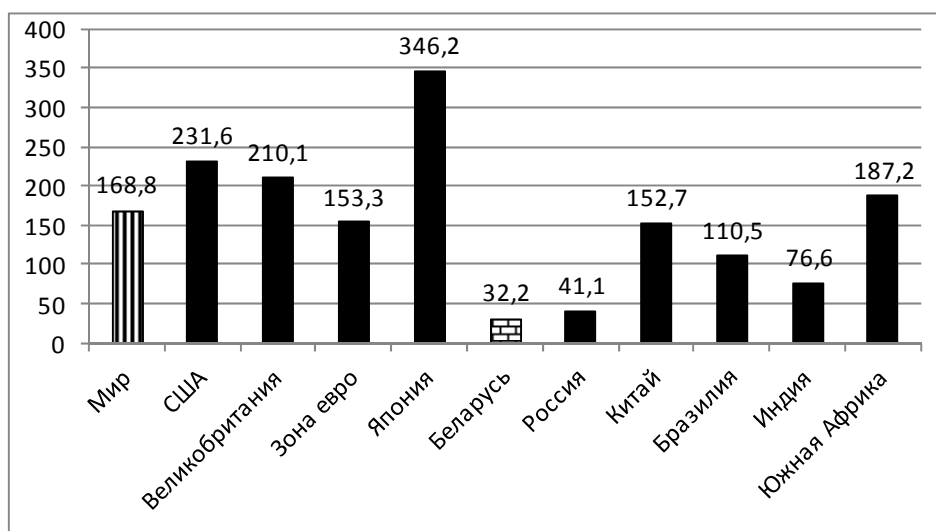
никновения проблем [7, с. 33]. В этой связи, основываясь на результатах анализа существующей системы рефинансирования в России, он предлагает введение нового инструмента – беззалогового кредитования – стабилизационного кредита для неликвидных, но платежеспособных банков. Проблему низкого мультипликатора связывают с недостаточным развитием системы рефинансирования банков и другие исследователи данного вопроса [5, с. 17].

Анализ уровня избыточных резервов белорусских банков показал, что за исследуемый период доля требований к Национальному банку за вычетом обязательных резервов в структуре активов белорусских банков выросла с 2,55 в 2003 году до приблизительно 10% на 01.01. 2014 года. Максимум избыточные резервы достигали в 2011 году. Так, на 01.01.2012 удельный вес требований к Национальному банку за вычетом обязательных резервов составил 19,3% общей суммы активов банков. Таким образом, значительная доля ликвидных активов в балансах белорусских банков, какowymi являются требования банков к Национальному банку, может являться одной из причин низкого значения денежного мультипликатора в Республике Беларусь.

Уровень монетизации экономики тесно коррелирует с показателем удельного веса внутренних кредитов банков в ВВП страны. В ис-

следованиях Всемирного банка данный показатель является важнейшим индикатором, аппроксимирующим финансовую глубину экономики для стран с банкоориентируемой системой. Анализ динамики показателя в Республике Беларусь за десятилетний период с 2003 по 2013 годы показал его рост на 10 п. п. Наивысшего значения (45,3%) показатель достигал в 2010 году. Однако за 2011 год он снизился на

13,6 п. п. В 2012 году показатель остался практически на прежнем уровне (32,2%), увеличившись на 0,5 п. п. И в сравнении с другими странами, в том числе развивающимися, значение данного показателя является очень низким. Средний общемировой уровень превышает значение для Беларуси в 5,2 раза (рис. 5).



**Рисунок 5. Внутренний кредит, предоставленный банковским сектором в 2012 году, в процентах к ВВП [13]**

При этом доля срочных депозитов в составе рублевой денежной массы за 2011 год выросла на 3,6 п. п. и достигла наивысшего значения за весь исследуемый период – 48%. Темп прироста рублевой денежной массы составил в 2011 году 64,1%, в 2012 - 58,4%. Таким образом, снижение роли кредита в экономике страны

трудно объяснить только недостатком ресурсной базы белорусских банков. Главной причиной являются высокие процентные ставки, не соответствующие уровню рентабельности предприятий нефинансового сектора (табл. 1).

**Таблица 1**

**Соотношение стоимости новых кредитов нефинансовому сектору и уровня рентабельности организаций Республики Беларусь, %**

Показатели	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Рентабельность реализованной продукции	14	10,3	10,1	13,2	12,3	9,0
Рентабельность продаж	7,9	6,1	6,3	10,3	9,6	7,1
Стоимость новых кредитов банков в национальной валюте сроком до 1 года	13,6	19,6	14,7	28,1	38,6	35,7

Составлено автором по данным Национального банка [1], [9]

Следовательно, высокие процентные ставки являются дополнительным фактором стерилизации денежной массы. Ресурсы банковской системы вынужденно вкладываются в ликвидные, но менее доходные статьи активов, а ис-

точники кредитного формирования денежной массы сокращаются.

Проведенный анализ показывает критическое несоответствие объема денежной массы страны потребностям хозяйственного оборота.

Низкий уровень монетизации приводит к завышенному весу ликвидности в экономике, негативным ожиданиям субъектов хозяйствования и населения, а также экономическому торможению. О негативном влиянии монетарных рестрикций на экономический рост свидетельствуют данные официальной статистики. В 2012 году темп прироста ВВП Беларуси составил 1,7%, в 2013 – всего 0,9% [10].

Вместе с тем, вытекающие из анализа рекомендации о необходимости наращивания денежной массы и внутренних кредитов в экономике должны быть протестированы с точки зрения возможного инфляционного эффекта.

Расчеты парных коэффициентов корреляции между показателем  $M_2^*$  и индексом потребительских цен, а также корреляционный анализ, выполненный с использованием логарифмов темпов, роста показывает слабую степень взаимосвязи между данными показателями. Анализ лаговой зависимости двух рядов динамики за период с 2003 по 2013 годы показал временное опоздание индекса потребительских цен по отношению к индексу прироста  $M_2^*$  при

лаге 7 месяцев. Значение кросс-корреляционной функции в этой точке составило 0,22. Далее был проведен анализ лаговой зависимости этих рядов динамики в период проведения жесткой денежно-кредитной политики с октября 2008 по март 2010 года. Он показал сильную *отрицательную* (курсив наш) взаимосвязь между индексом  $M_2^*$  и индексом потребительских цен с лагом в 1 месяц (-0,81). Это подтверждает обоснованность предположений ряда экономистов о том, что монетарное сжатие может привести к росту цен. График взаимной корреляции данных рядов динамики, показывающий временной лаг индекса потребительских цен по отношению к  $M_2^*$ , представлен на рисунке 6.

Оценка взаимосвязи индексов  $M_2^*$  и потребительских цен за «наиболее инфляционный» 2011 год показывает временное опоздание  $M_2^*$  по отношению к индексу потребительских цен с лагом в 1 месяц. Значение функции в этой точке составляет 0,6. (рис. 7).

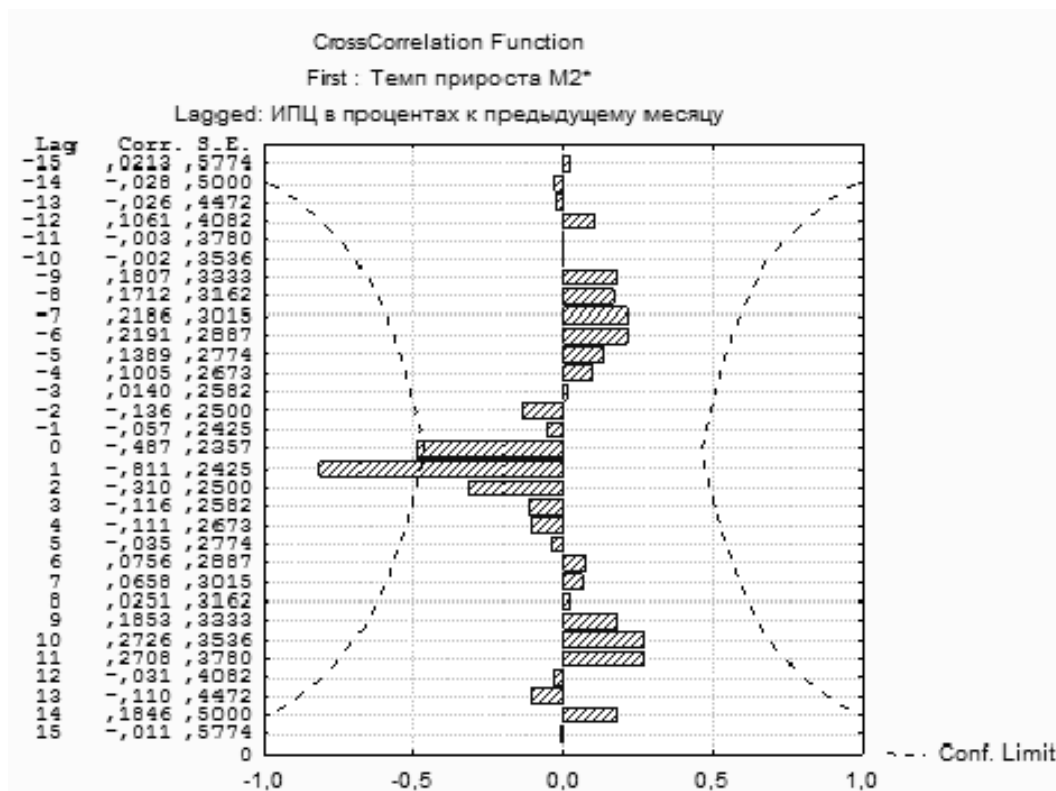
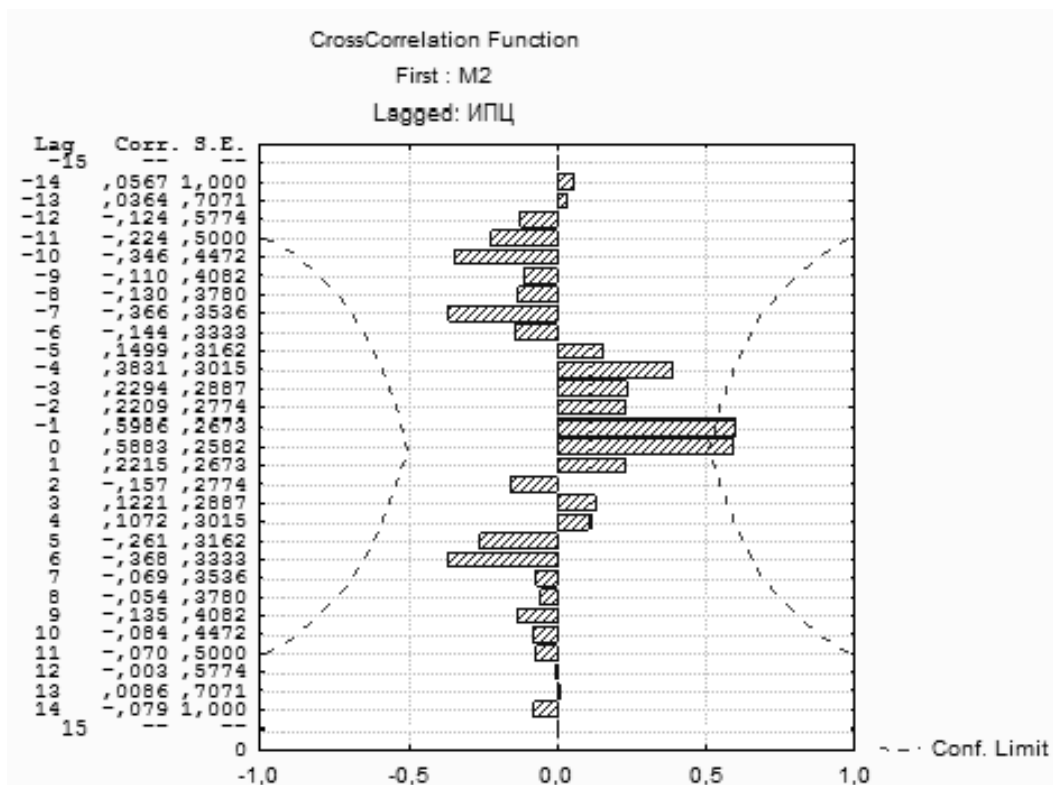


Рисунок 6. Кросс-корреляционная функция взаимного влияния индексов  $M_2^*$  и потребительских цен за период с октября 2008 по март 2010 года



**Рисунок 7. Кросс-корреляционная функция взаимного влияния индексов  $M_2^*$  и потребительских цен за период с октября 2010 по декабрь 2011 года**

Проведенный анализ лаговой зависимости индексов денежной массы и потребительских цен ставит под сомнение доводы сторонников жесткой денежно-кредитной политики, обосновывающих монетарные рестрикции в Беларуси как средство борьбы с инфляцией. Напротив, денежно-кредитное сжатие, выражающееся в ограничении темпов роста денежной массы и высоких процентных ставках, может вызвать не только снижение темпов экономического роста, но и рост цен в экономике с раскручиванием спирали инфляционных ожиданий.

На возможность отрицательной взаимосвязи между темпом роста денежной массы и темпами инфляции указывают и другие исследователи. Так, В. Гамза считает, что недостаточная монетизация экономики является одной из главных причин инфляции и недостаточно высоких темпов экономического роста в России [2]. С. Глазьев, ссылаясь на исследования Всемирного банка, а также на результаты анализа, проведенного по статистике постсоциалистических стран, показывает наличие обратной корреляции между количеством денег в обращении по  $M_2$  и уровнем инфляции в большинстве этих стран [3]. В. Э. Кроливецкая, указывая на то, что в России инфляция в основном носит немонетарный характер, тем не менее, к числу ее монетарных факторов относит дефицит денежной массы: «Именно сжатие денежной массы для ограничения спроса вызывает сокращение масштабов производства и рост издержек,

что приводит не к снижению, а к повышению цен» [5, с. 19].

Можно выделить следующие причины такого положения вещей:

- В большинстве стран с переходной экономикой денежные власти ориентированы в основном на развитие внешнего спроса и привлечение иностранных инвесторов. В Республике Беларусь ситуация усугубляется хроническим дефицитом текущего счета платежного баланса. Поэтому эмиссия денежной массы определяется, прежде всего, потребностями в валюте крупнейших экспортеров. Внутренний сектор экономики находится в неравном положении в сравнении с обладателями валюты. В результате монетарные рестрикции приводят к усилению предпочтения ликвидности. При этом полюс ликвидности начинает смещаться к иностранной валюте, что приводит к нестабильности на внутреннем валютном рынке. В этой ситуации способность властей противостоять ажиотажному спросу на валюту определяется запасом золотовалютных резервов страны. Недостаточный уровень резервов неминуемо приводит к девальвации национальной валюты и последующей гиперинфляции, как случилось в Беларуси в 2011 году. И как видим, из анализа лаговой зависимости индексов  $M_2^*$  и потребительских цен за этот период (рис. 7) уже денежная масса «догоняла» инфляцию с лагом в 1 месяц.

- Цены на топливно-энергетические ресурсы задаются для Республики Беларусь экзогенно и представляют собой немонетарный фактор инфляции. Попытки преодолеть эту немонетарную инфляцию монетарными методами обречены на провал. При снижении (ограничении) денежной массы уменьшается покрытие деньгами товарной массы. Дефицит денежных средств, функционирующих в экономике, приводит к увеличению скорости их обращения и повышению дефицитности, что вызывает инфляционные процессы.

- Для Беларуси характерна высокая степень концентрации производства. Около 10 % от числа промышленных предприятий производят более 60 % промышленной продукции. Высокая степень концентрации производства наблюдается в топливной промышленности, черной металлургии, химической и нефтехимической промышленности, где доля трех крупнейших предприятий составляет более 60 % производимой отрасли продукции [11]. Такая структура производства сама по себе не способствует ценовой конкуренции на рынке. К тому же большинство этих предприятий находятся в собственности государства или контролируются им, а, следовательно, действуют в условиях мягких бюджетных ограничений и не заинтересованы в получении конкурентных преимуществ посредством снижения цен. В этих условиях жертвами монетарных рестрикций денежно-кредитных властей становится негосударственный сектор, прежде всего малые и средние предприятия, которые сталкиваются с трудностями в привлечении финансовых ресурсов. Ограниченность денежных ресурсов, высокие процентные ставки ведут к снижению масштабов производства и росту издержек в этих секторах, что в свою очередь способствует росту цен. С. Р. Моисеев писал об особом «взгляде» на монетарную трансмиссию, который он обозначил как «взгляд со стороны предложения» (supply view). При этом в центре рассмотрения находится предложение факторов производства. Суть его состоит в том, что предприятия сначала платят за приобретение факторов производства, а потом получают выручку. Рост процентных ставок, инициируемое центральным банком, снижает спрос на факторы производства, что приводит к отрицательному спросу производительности. Это, как справедливо считает С. Р. Моисеев, «позволяет объяснить «ценовую загадку» денежно-кредитной политики, состоящую в том, что после ужесточения политики центрального банка рост цен наблюдается сразу безо всякого лага» [8].

- Важным фактором инфляции в переходных экономиках является отсутствие фундаментальной заинтересованности общества в стабильности цен. Инфляция выгодна должни-

кам (субъектам хозяйствования и населению) – она обесценивает их долги относительно физических активов и валюты; инфляция выгодна монополистам и олигополистам, так как позволяет получать прибыль, не реконструируя производство; инфляция выгодна государству, ориентированному не на внутренний, а на внешний спрос, так как она повышает конкурентные преимущества национальных товаров.

Вместе с тем объективные ограничения на проведение расширительной денежно-кредитной политики в Республике Беларусь все-таки существуют. Эти ограничения связаны с неразвитостью финансового рынка, отсутствием значимой альтернативы для финансовых вложений у населения и субъектов хозяйствования. Любые финансовые и денежно-кредитные послабления на фоне повышенного спроса на ликвидность приводят к ажиотажному спросу на иностранные активы, девальвации, росту внешнего дефицита, гиперинфляции.

Поэтому дискуссии должны вестись не относительно выбора типа денежно-кредитной политики, а относительно самой возможности осуществления дискреционной денежно-кредитной политики.

Только построение полноценного рынка капитала, способного диверсифицировать финансовые активы субъектов хозяйствования и домохозяйств, создаст условия для полноценной независимой монетарной политики. В странах с переходной экономикой банковская система является основной частью финансовой системы и главным источником финансовых инвестиций. Вместе с тем растущие экономики этих стран испытывают возрастающую потребность в долгосрочном финансировании инноваций, которые, как правило, связаны с повышенным риском. Возможности банковской системы перестают соответствовать этим потребностям. Кроме того, из-за необходимости соблюдения пруденциальных норм банки вынуждены вести себя на кредитном рынке осторожно, а рынки капитала в состоянии предложить бизнесу более гибкие инструменты управления риском, а, следовательно, больше подходят для финансирования инноваций. К тому же развитие финансового рынка создаст альтернативные банковским депозитам и иностранной валюте формы финансовых инвестиций для населения и субъектов хозяйствования, будет способствовать синергетическому усложнению экономики и сделает возможным осуществление подлинной дискреции в денежно-кредитной политике. В отличие от макроэкономической ситуации, сложившейся на постсоветском пространстве, в развитых странах денежно-кредитная система укоренена в оборотах крупного капитала. Поэтому ограничительная денежно-кредитная политика приводит там к укреплению доверия к национальной валюте, удешевлению капиталов



и улучшению инвестиционных возможностей страны, и тот же рынок капиталов обеспечивает такое положение вещей, когда далеко не все «дешевые деньги», сопряженные с расширительной денежно-кредитной политикой, следуют на потребительский рынок [4].

Анализ, проведенный в данной статье по материалам Республики Беларусь, подтверждает выводы ряда российских ученых о том, что попытки «лечения» немонетарной инфляции монетарными методами в странах с формирующимися рынками приводят к снижению финансирования и конкурентоспособности экономики, нацеленной на внутренний спрос, и ухудшению финансового состояния предприятий негосударственного сектора.

### Литература

1. Бюллетень банковской статистики за 2004-2013 годы / Национальный банк Республики Беларусь // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/statistics/bulletin/?menu=public> – Дата доступа: 15. 02. 2014.
2. Гамза, В. Инфляция в России: лечим симптомы – усугубляем болезнь / В. Гамза // Русский инженер. – 2006. – №4 (11). – С. 74-78.
3. Глазьев, С. Ю. О практической количественной теории денег, или сколько стоит догматизм денежных властей / С. Ю. Глазьев // Вопросы экономики. – 2008. – №7. – С.31-44.
4. Золотарева О. А. Дискурс о денежно-кредитной рестрикции в Республике Беларусь // Проблемы современной экономики. – 2014. – №1 (49). – С. 201-206.
5. Кроливецкая, В. Э. Деньги и денежное предложение в условиях формирования новой модели развития российской экономики: Автореф. дис. на соискание ученой степени докт. эконом. наук. СПб, 2013. – 40 с.
6. Малкина, М.Ю. Уровень монетизации, структура денежной массы и качество денег в экономике (сравнительный анализ положения в России и зарубежных странах) // Финансы и кредит. – 2010. – №30 (414). – С. 2-10.
7. Матовников, М. Ю. К вопросу об инструментах денежно-кредитной политики // М. Ю. Матовников // Деньги и кредит. – 2012. – № 1. – С. 32-34.
8. Моисеев, С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики / С. Р. Моисеев // Финансы и кредит. – 2002. – №18 (108). – С. 38-51.
9. Основные тенденции в экономике и денежно-кредитной сфере за 2008-2013 годы. Аналитическое обозрение / Национальный банк Республики Беларусь // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/publications/ectendencies/> – Дата доступа: 20. 02. 2014.
10. Производство валового внутреннего продукта. Годовые данные / Национальный статистический комитет Республики Беларусь // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://belstat.gov.by/homep/ru/indicators/gross.php> // – Дата доступа: 23. 02. 2014.
11. Промышленный комплекс / Белорусская информация / Портал информационной поддержки экспорта // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://export.by/bel\\_info/o\\_belarusi/konomiches\\_kii\\_kaleidoskop8c6/klyucheve\\_otrasli\\_konomik\\_i09b/promishlennii\\_kompleks712.html](http://export.by/bel_info/o_belarusi/konomiches_kii_kaleidoskop8c6/klyucheve_otrasli_konomik_i09b/promishlennii_kompleks712.html) – Дата доступа: 21. 03.2014
12. Ярмолинская, А. Э. / А. Э. Ярмолинская, Н. Э. Титенкова / И. Е. Теслюк: теоретическая и практическая деятельность // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.bseu.by/russian/faculty5/stat/DOCS/2/Yarmolinskaya\\_Titenkova.pdf](http://www.bseu.by/russian/faculty5/stat/DOCS/2/Yarmolinskaya_Titenkova.pdf) – Дата доступа: 30.01.2014.
13. Domestic credit provided by banking sector (% of GDP) / Indicators / Worldbank // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS> – Дата доступа: 25.02.2014