

### 3.8. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ: ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ В РОССИИ

Исхаков П.Ю., аспирант кафедры «Банковское дело»

*Финансовый факультет Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова*

Описаны основные особенности трансмиссионного механизма в зарубежной практике и в российской экономике. Также анализируются ключевые проблемы в передаче денежно-кредитных сигналов в экономике Российской Федерации. Даны рекомендации по развитию системы денежно-кредитной трансмиссии.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики впервые появился в кейнсианском анализе. Трансмиссионным, или передаточным, механизмом Кейнс назвал систему переменных, через которую предложение денег влияет на экономическую активность. Последователи Кейнса изучают влияние денежного предложения на экономическую деятельность с помощью структурных моделей, отражающих функционирование экономики, в виде системы уравнений, которые описывают поведение фирм и потребителей в различных секторах национального хозяйства. Эти уравнения характеризуют каналы, по которым осуществляется воздействие денежно-кредитной политики. В то же время в рамках монетаристского анализа исследователи не ставят себе за дачу показать, посредством чего денежное предложение влияет на экономику. Эффекты денежно-кредитной политики изучаются путем проверки тесноты связи изменений предложения денег и валового выпуска (или совокупных расходов). Опираясь на сокращенный способ доказательства, монетаризм рассматривает экономику как «черный ящик», внутри которого проходят неизвестные процессы. Таким образом, в монетаристской теории трансмиссионный механизм как таковой отсутствует. С течением времени экономисты

перестали рассматривать денежное предложение в качестве главной детерминанты макроэкономических изменений, включая цены. Место денежного таргетирования стало постепенно занимать прямое таргетирование инфляции. По этой причине в настоящее время трансмиссия денежно-кредитной политики определяется как механизм, посредством которого применение инструментов центрального банка влияет на экономику в целом и инфляцию в частности.

Структура трансмиссионного механизма состоит из каналов, которые представляют собой своеобразные цепочки макроэкономических переменных, по которым передается импульс изменений, генерируемый денежными властями посредством инструментов денежно-кредитной политики.

Импульс изменений, передаваемых экономике денежно-кредитной политикой, проходит три фазы развития.

На первой фазе инструмент центрального банка оказывает эффект на рыночные процентные ставки и валютный курс. Во второй фазе происходит коррекция цен на финансовые активы, которая сказывается на расходах домохозяйств и фирм. Изменения, произошедшие в реальном секторе, возвращаются к финансовой системе через изменения в структуре баланса заемщиков. Начинается второй раунд коррекции рыночных процентных ставок (рис. 1). Наконец, в течение третьей фазы наблюдается макроэкономическая адаптация: изменение темпов экономического роста и безработицы, что индуцирует пересчет цен и заработной платы. Национальное хозяйство переходит к новому экономическому равновесию.

Можно выделить несколько схем, по которым во второй фазе трансмиссии импульс денежно-кредитных изменений влияет на совокупный спрос. Эти схемы и представляют собой каналы трансмиссионного механизма. И хотя в экономической литературе нет единства по поводу структуры трансмиссионного механизма и набора входящих в него каналов, таких каналов в экономической теории выделяется несколько.

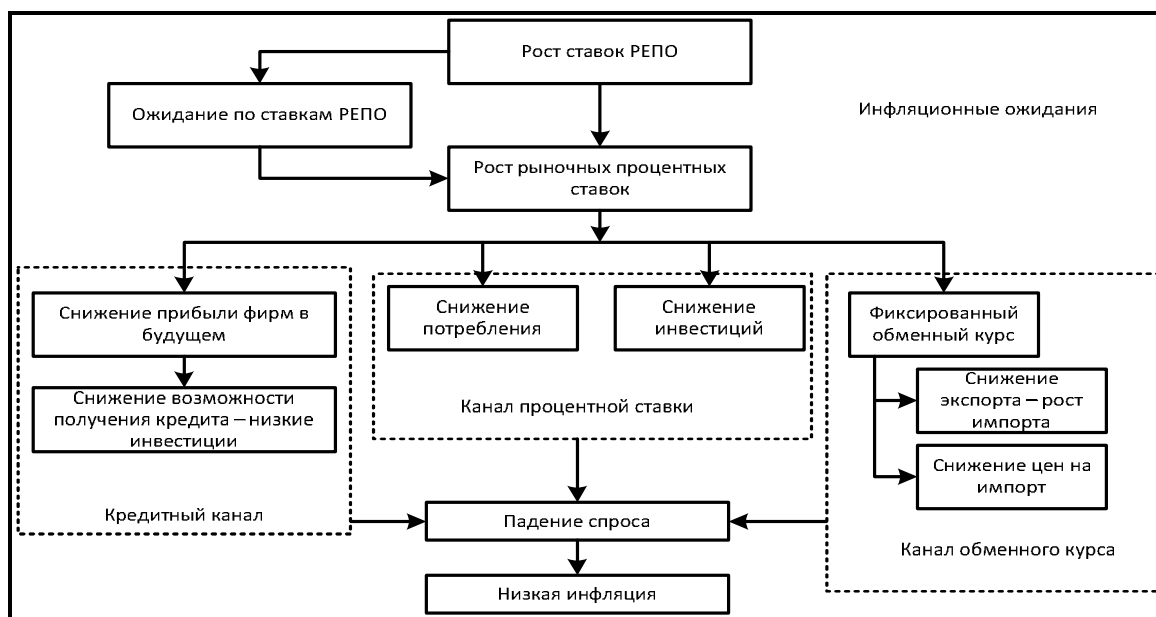


Рис. 1. Классическое представление трансмиссионного механизма [2, с. 118]

1. Канал процентной ставки (*interest rate channel*) традиционно считается главным каналом трансмиссионного механизма. Большинство макроэкономических моделей денежно-кредитной политики описывает влияние центрального банка на экономику через регулирование процентных ставок. Исходная идея канала процентной ставки достаточно проста. При данном уровне жесткости цен увеличение номинальной процентной ставки ведет к росту реальной ставки и издержек привлечения финансовых ресурсов. Удорожание ресурсов в свою очередь сказывается сокращением потребления и инвестиций.

Иногда канал процентной ставки разбивается на два канала:

- канал замещения (*substitution-effect-in-consumption channel*);
- канал дохода и потока наличных поступлений (*income and cash-flow channel*).

В первом случае рост ставки снижает стимулы экономических агентов расходовать свои средства в текущий период времени. Расходы переносятся во времени на более поздний период. Как следствие, сокращается внутреннее кредитование, номинальные денежные остатки и реальный совокупный спрос. Канал будет работать, если в экономике широко распространены потребительские кредиты, кредитные карты и прочие розничные финансовые услуги, предназначенные для потребителей товаров и услуг. Во втором случае изменение процентной ставки оказывает влияние на доходы экономических агентов. Рост ставки перераспределяет доходы от заемщиков, таких как правительство или молодое поколение, к сберегателям, например пенсионным фондам. Это увеличивает покупательную способность накопителей, но сокращает ее у заемщиков. В связи с тем, что накопители менее склонны тратить сбережения, чем заемщики, то совокупные расходы снижаются [5, с. 41].

2. Канал благосостояния (*wealth channel*) впервые описывается в гипотезе сбережений в процессе жизненного цикла, разработанной Ф. Модильяни и А. Эндо. Благосостояние домохозяйств (сбережения) в гипотезе выступает главной детерминантой потребительских расходов. В связи с тем, что изменение процентной ставки оказывает влияние на ценность долгосрочных финансовых активов, в которых размещаются сбережения (акции, облигации, недвижимость, драгоценные металлы), ее рост ведет к снижению благосостояния и падению потребления (несколько исторических примеров работы этого канала приведены в [12]).

3. В широком канале кредитования (*broad credit channel*), или балансовом канале (*balance sheet channel*), также присутствуют финансовые активы, но в отличие от предыдущего канала здесь они играют главную роль. В модели, разработанной Б. Бернэнком и М. Гертлером, активы служат обеспечением кредитов, выдаваемых как фирмам, так и домохозяйствам. Если кредитный рынок лишен недостатков (т.е. эффективен), снижение ценности обеспечения никак не сказывается на инвестиционных решениях. Однако при наличии информационных и агентских издержек падение цен на финансовые активы ведет к росту процентной премии, выплачиваемой заемщиками за внешнее финансирование, что в свою очередь провоцирует снижение объема потребления и инвестиций. Нередко балансовый канал называют каналом финансового акселератора (*financial accelerator channel*).

В узком канале кредитования (*narrow credit channel*), или канале издержек привлечения капитала (*cost-of-*

*capital channel*), основное место занимает банковское кредитование. Идея канала банковского кредитования впервые была выдвинута Р. Руза в 1951 г., а затем подробно проанализирована Б. Бернэнком и А. Блиндером в 1988 г. Ее суть заключается в том, что центральный банк, уменьшая объем резервов, находящихся в распоряжении коммерческих банков, тем самым вынуждает их сократить предложение кредитов. Фирмам и домохозяйствам, в значительной степени зависящим от банковских кредитов и не имеющим им альтернатив, ничего не остается, как урезать свои расходы.

4. Канал валютного курса (*exchange rate channel*) является ключевым элементом моделей денежно-кредитной политики в открытой экономике. В его работе задействован непокрытый паритет процентных ставок. Поднимая внутреннюю процентную ставку по отношению к иностранной, центральный банк провоцирует рост форвардного валютного курса. Укрепление местной валюты неизбежно приводит к сокращению чистого экспорта и совокупного спроса. В некоторых странах, где национальное хозяйство во многом является самодостаточным и его модель близка к закрытой экономике, канал валютного курса зачастую не принимается во внимание [10, с. 4-6].

5. Монетаристский канал (*monetarist channel*) был предложен современным апологетом монетаризма А. Мельтцером в 1995 г. Канал является монетаристским в том понимании, что им описывается прямой эффект, оказываемый денежным предложением на цены активов. Согласно Мельтцеру, из-за того что портфельные активы не выступают совершенными субститутами, применение инструментов денежно-кредитной политики ведет к корректировке структуры накопленных активов и относительных цен на них, что в конечном счете затрагивает реальный сектор экономики. В монетаристском канале процентная ставка не играет особой роли, денежно-кредитный импульс изменений передается через денежную базу. Хотя монетаристский канал на уровне макроэкономических моделей и не признан полноценным, его можно использовать в специфическом анализе, как, например, в случае нулевых процентных ставок в Японии конца 1990-х гг.

В табл. 1 перечислены каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, входящие в модели центральных банков стран Европы, а также Российской Федерации на основании работ зарубежных и отечественных экономистов.

Кроме перечисленных каналов, каждый центральный банк разработал свои собственные специфические каналы, учитывающие национальные особенности экономики. Например, инфляционный канал объясняет динамику потребления во Франции с точки зрения эффекта Пигу. В немецкую модель входит монетаристский канал, передающий импульсы изменений через процентную ставку. Она в свою очередь оказывает влияние на инфляцию через ценовой гэл, представляющий собой отклонение текущего уровня цен от равновесного уровня цен. Монетаристский канал, учитывающийся также в модели Европейского центрального банка, предполагает, что инфляция в долгосрочной перспективе является денежным феноменом.

В отечественной экономической науке и практике к трансмиссионному механизму денежно-кредитной политики привлечено крайне скудное внимание. В большинстве работ и публикаций на денежно-кредитную тему о нем ничего не сказано. Поиск фразы «трансмиссионный

механизм» или слова «трансмиссия» на официальном сайте Центрального банка РФ (ЦБ РФ) дает результат «Нет документов, удовлетворяющих запросу». Правда, некоторое внимание трансмиссии уделено в солидном двухтомнике «Банк России», написанном ведущими преподавателями Московской банковской школы ЦБ РФ Ю. Голиковой и М. Хохленковой. Однако в их учебнике описание отечественного трансмиссионного механизма занимает всего несколько строчек [3, с. 270]. Экономисты ЦБ РФ характеризуют трансмиссию как механизм передачи решений денежно-кредитной политики в реальную экономику. На их взгляд, каналы денежно-кредитной трансмиссии начали действовать в 1997 г., это были кредитный канал и канал валютного курса. Иными словами, по мнению ведущих центробанковских специалистов, вплоть до 1997 г. отечественная денежно-кредитная политика была неспособна оказывать на экономику хоть какое-то влияние. Иначе как в отсутствие каналов трансмиссии ЦБ РФ мог воздействовать на экономическую активность?

Таблица 1

**КАНАЛЫ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ РАЗВИТЫХ СТРАН<sup>1</sup>**

Центральный банк	Канал валютного курса	Канал замещения	Узкий канал кредитования	Канал дохода и потока наличных поступлений	Канал благосостояния
Национальный банк Бельгии	+	*	+	*	+
Бундесбанк	+	+	+	+	-
Банк Греции	+	+	+	-	-
Банк Испании	+	+	*	+	-
Банк Франции	+	+	*	+	-
Центральный банк Ирландии	+	+	*	-	+
Банк Италии	+	+	+	+	+
Российская Федерация	+	-	+	-	-
Центральный банк Люксембурга	+	+	+	-	+
Банк Нидерландов	+	+	+	*	*
Центральный банк Австрии	+	+	+	+	*
Банк Португалии	+	+	+	+	-
Банк Финляндии	+	+	+	+	*
Европейский центральный банк	+	+	+	+	+

В действительности с самого момента своего образования в 1991 г. ЦБ РФ располагал потенциальными каналами трансмиссии. Еще в 1988 г. в СССР появились первые коммерческие банки. К началу 1990-х гг. их число и влияние уже было достаточным для полноценной работы денежно-кредитного регулирования на основе канала издержек привлечения капитала. В 1992 г. РФ стала членом Международного валютного фонда, приняла Закон «О валютном регулировании и валютном контроле», а также ввела конвертируемость рубля по текущим операциям – тем самым официально сформировался канал валютного курса. Однако оба канала практически не использовались ЦБ РФ. Проблемы макроэкономического регулирования отходили на дальний план по сравнению с задачей финансирования правительства. Вплоть до середины 1995 г. ЦБ РФ предостав-

лял Министерству финансов РФ кредиты на покрытие внутрисредствых разрывов между доходами и расходами бюджета. После того как к закону о ЦБ РФ были приняты поправки, бремя финансирования бюджетного дефицита легло на плечи рынка государственных ценных бумаг. Изначально главными участниками рынка государственных краткосрочных обязательств, извлекавшими из него максимальную выгоду, выступали коммерческие банки, что и определило судьбу финансовой системы РФ. Рынок корпоративных ценных бумаг зародился благодаря приватизации только в 1994 г. и вплоть до начала 2000-х гг. носил исключительно спекулятивный характер. Лишь с завершением эпохи Б. Ельцина в стране воцарилась макроэкономическая стабильность, и крупнейшие предприятия всерьез озаботились привлечением долгосрочных инвестиций. К насущным проблемам корпоративного управления стали относить защиту прав инвесторов, адекватное раскрытие информации, подотчетности менеджмента, повышение капитализации и проч. Однако все эти шаги, направленные на укрепление рыночной финансовой системы, были сделаны с большим опозданием. В РФ сформировалась банковская финансовая система, что и определяет специфику трансмиссионного механизма отечественной денежно-кредитной политики.

Вкратце трансмиссионный механизм РФ можно назвать недостаточным развитым и разработанным. До последнего времени он базируется на канале валютного курса. В то же время другие денежно-кредитные сигналы либо не замечаются экономическими агентами под давлением массивной информации о валютных коридорах, стоимости бивалютной корзины и целевом значении курса рубля, либо остаются неиспользованными вследствие структурной неразвитости финансовых рынков и собственно денежно-кредитной системы.

В начале 2001 г. суммарная капитализация российского фондового рынка составляла около 50 млрд. долл. США, или 19,4% валового внутреннего продукта (ВВП), а к концу предкризисного 2007 г. она достигла уже 1,34 трлн. долл., или 95,2% ВВП [5]. В то же время отношение совокупного объема кредитов, выданных банками, к номинальному ВВП устойчиво колебалось в 1999-2002 гг. в диапазоне 13-16% и в конце 2007 г. приблизилась к отметке в 40% ВВП. Исходя из этих простых сопоставлений, можно было бы сделать вывод, что в РФ сложилась скорее рыночная финансовая система, нежели банковская, однако, несмотря на значительную капитализацию фондового рынка, он не играет существенной роли в трансмиссионном механизме, по причине сильной концентрации в биржах котируемых компаний, слабой вовлеченности широкого круга инвесторов, а также ряда других институциональных особенностей [1]. Основная нагрузка по передаче импульсов денежно-кредитной политики лежит по-прежнему на канале банковского кредитования.

В настоящее время большинство каналов трансмиссии в РФ по тем либо иным причинам не могут эффективно функционировать. Канал финансового благосостояния экономических агентов, как будет показано дальше, не работает из-за того, что домохозяйства и фирмы не вовлечены глубоко в операции на финансовых рынках. По той же причине бездействует балансовый канал – доля финансовых активов в составе активов домохозяйств незначительна. Канал замещения будет работать, если в экономике широко распространены потребительские кредиты, кредитные карты и прочие розничные финансо-

<sup>1</sup> Условные обозначения: плюс – канал входит в модель; минус – канал не входит в модель; звездочка – канал имеет специфические особенности [2; 8].

вые услуги, предназначенные для потребителей товаров и услуг. Кроме того, необходима низкая инфляция, чтобы малейшее изменение процентной ставки сказывалось на потребительских кредитах. Ничего из перечисленного в РФ не существует. Для канала дохода и потока наличных поступлений необходимы развитые финансовые рынки и большая доля инвестиций, осуществленных предприятиями за счет внешних источников. Однако отсутствие нормальных рынков капитала и дефицит внешнего финансирования все так же остаются проблемой для российской экономики.

В результате остается только три канала трансмиссионного механизма: каналы валютного курса, банковского кредитования и монетаристский. Из них наиболее важным представляется канал валютного курса. Обменный курс рубля оказывает влияние сразу на несколько важнейших макроэкономических величин: цены на импортные товары и услуги, инфляционные ожидания фирм и домохозяйств, долларские сбережения населения и бремя внешнего долга. Ниже мы проанализируем работу трансмиссионного механизма отечественной денежно-кредитной политике в свете:

- канала валютного курса и монетаристского канала;
- канала банковского кредитования;
- канала благосостояния.

В центре ее внимания находится распространение изменений валютного курса на ценовые структуры национальной экономики. Обменный курс может оказывать влияние на цены экспорта и импорта, а также внутренние цены и заработную плату, устанавливающиеся в ходе производственного цикла. В прикладном плане теория передачи эффектов валютного курса рассматривает, как изменения обменного курса валюты сказываются на внешней торговле и существует ли синхронная коррекция различных внутренних ценовых индексов.

Особое внимание уделяется полноте передачи эффектов валютного курса. Изменение обменного курса валюты может никак не отражаться на ценах (отсутствие передачи), отражаться с лагом (постепенная передача) или передаваться не полностью (частичная передача). Искажение в передаче эффектов объясняется с помощью самых разнообразных теорий ценовых жесткостей, например «издерж-

ками меню». Однако эмпирические исследования выявили, что трансмиссии изменений валютного курса препятствует несовершенная конкуренция или ценообразование, ориентированное на рынок. Гипотеза ценообразования, ориентированного на рынок (pricing-to-market behavior), была выдвинута профессорами Массачусетского технологического института П. Кругманом и Р. Дорнбушем в 1987 г. Ее смысл заключается в том, что иностранные производители, стремясь сохранить и расширить долю на местном рынке, фиксируют цены в валюте потребителя, беря валютный риск на себя [11].

Частичная передача эффектов валютного курса ведет к значительному изменению в поведении центрального банка по сравнению с денежно-кредитной политикой в открытой экономике.

- Во-первых, при неполной передаче эффектов коррекция процентной ставки денежными властями в ответ на внешний шок гораздо меньше.
- Во-вторых, со снижением передачи уменьшается волатильность инфляции и экономического роста, что делает поведение центрального банка более стабильным и предсказуемым.
- И наконец, центральный банк начинает уделять динамике валютного курса меньше внимания, и она становится подвержена случайным и несущественным с макроэкономической точки зрения шокам [9].

Для анализа передачи эффектов валютного курса воспользуемся результатами исследования отечественного экономиста С. Моисеева проведенного в начале 2000 г. [8, с. 47-51]. Для анализа ученый взял в качестве детерминант изменение ИПЦ в текущем месяце  $CPI_t$ , изменение ИПЦ в предыдущем месяце  $CPI_{t-1}$ , темп прироста денежной базы в предыдущем месяце  $Money_{t-1}$  и среднемесячный темп прироста номинального валютного курса рубля к доллару США в текущем и предыдущем месяцах  $Currency_t$ ,  $Currency_{t-1}$ . Период наблюдения растянулся с января 1998 г. по июнь 2002 г. (результаты сведены в табл. 2). Коэффициент детерминации составил 0,99. Автор статьи счел необходимым обновить результаты работы вышеупомянутого экономиста. Результаты обновленной корреляционно-регрессионной оценки приведены в табл. 3.

Таблица 2

## ДЕТЕРМИНАНТЫ РОССИЙСКОЙ ИНФЛЯЦИИ (ЯНВАРЬ 1998 г.-ИЮНЬ 2002 г.)

Параметр уравнения	Значение	Стандартное отклонение	t-статистика (H <sub>0</sub> : β = 0)	p-значение	Принятие гипотезы H <sub>0</sub> при 5%-м доверительном интервале
Коэффициент при $CPI_{t-1}$	0,565	0,049	11,39	0,000	Отвергается
Коэффициент при $Money_{t-1}$	0,053	0,014	3,73	0,001	Отвергается
Коэффициент при $Currency_t$	0,391	0,005	79,53	0,000	Отвергается
Коэффициент при $Currency_{t-1}$	0,172	0,018	-9,49	0,000	Отвергается
Константа	0,317	0,109	2,92	0,005	Отвергается

$$R^2 = 0,996$$

Таблица 3

## ДЕТЕРМИНАНТЫ РОССИЙСКОЙ ИНФЛЯЦИИ (ЯНВАРЬ 2007 г.-ДЕКАБРЬ 2010 г.)

Параметр уравнения	Значение	Стандартное отклонение	t-статистика (H <sub>0</sub> : β = 0)	p-значение	Принятие гипотезы H <sub>0</sub> при 5%-м доверительном интервале
Коэффициент при $CPI_{t-1}$	0,716	0,118	6,074	0,000	Отвергается
Коэффициент при $Money_{t-1}$	0,001	0,000	3,603	0,001	Отвергается
Коэффициент при $Currency_t$	0,135	0,051	2,645	0,011	Отвергается
Коэффициент при $Currency_{t-1}$	0,070	0,055	1,273	0,210	Отвергается
Константа	0,186	0,121	1,536	0,132	Отвергается

$$R^2 = 0,565 \quad F_{факт} = 0,751 < F_{табл} = 2,56$$

Таблица 4

ЗАВИСИМОСТИ ИПЦ ОТ ВЫБРАННЫХ ФАКТОРОВ: ВЫВОДЫ

Выводы за период оценки 1998-2002 гг.	Выводы за период оценки 2007-2010 гг.
Модель зависимости инфляции от таких факторов как, изменение денежной массы, изменение валютного курса, а также инфляции за прошлый период имеет очень высокий коэффициент детерминации	Модель зависимости инфляции от таких факторов, как изменение денежной массы, изменение валютного курса, а также инфляции за прошлый период имеет умеренно высокий коэффициент детерминации, что может объясняться присутствием и других причин, в том числе шоков, связанных с мировым кризисом
Отечественная экономика характеризуется постепенной частичной передачей эффекта валютного курса. Обесценение рубля в текущем месяце на 1% ведет к росту индекса потребительских цен на 0,4%. Практически к таким же выводам приходит и аспирант Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова Леонтьева Е.А., которая в своей работе отмечает работоспособность канала валютного курса и слабую развитость остальных каналов [11]	Валютный курс как за текущий период, так и за предыдущий перестал иметь высокую степень влияния на показатель инфляции за исследуемый период. Обесценение рубля в текущем месяце на 1% приводило к росту индекса потребительских цен на 0,13% и на 0,20% в совокупности с тенденцией на валютном рынке за прошлый месяц
Инфляция в РФ во многом носит адаптивный характер: формирование ожиданий роста цен производится на основе ее прошлых значений. Увеличение ИПЦ в прошлом месяце на 1% должно приводить, по меньшей мере, к 0,56%-му росту ИПЦ в текущем месяце	Адаптивность инфляция за исследуемый период по сравнению с 1998-2002 гг. не только не осталась такой же, но и значительно более усилилась. Рост ИПЦ в прошлом месяце на 1% должно приводить, по меньшей мере, к 0,72%-му росту ИПЦ в текущем месяце
Центральный банк оказывает через денежное предложение прямой эффект на цены. Однако этот эффект крайне незначителен – за увеличением денежной базы на 1% в предыдущем месяце следует рост ИПЦ всего на 0,05%	Манипулирование денежным предложением практически утратило свою роль, так как ее влияние практически сравнялось с нулем

В целом по итогам анализа, сравнив результаты можно прийти к следующим выводам (см. табл. 4).

Для анализа банковского кредитования С. Моисеев воспользовался упрощенной версией модели равновесия ссудного рынка, разработанной экономистами Принстонского университета А. Блайндером и Б. Бернэнком в 1988 г. Аналогичная модель использовалась в 2001-2002 гг. экспертами Европейского центрального банка в рамках исследовательского проекта «Сеть денежно-кредитной трансмиссии Евросистемы». Модель включает в себя функции спроса на кредиты и их предложения. Спрос на кредиты определяется динамикой номинального ВВП, цен и процентных ставок по кредитам. Предложение кредитов в свою очередь зависит от объема накопленных депозитов, ставки рефинансирования центрального банка и процентной ставки по кредитам. Депозиты, привлеченные банками, рассматриваются как функция от процентной ставки по вкладам. Исходя из равновесия кредитного рынка (равенства спроса и предложения), можно определить детерминанты кредитной процентной ставки. В эмпирическом анализе экзогенными переменными, задающими процентную ставку по кредитам  $i_t^c$ , были выбраны:

- темп изменения индекса потребительских цен в текущем месяце  $Price_t$ ;
- месячные темпы прироста средневзвешенной номинальной ставки по рублевым кредитам юридических лиц в кредитных организациях (включая Сбербанк России) сроком до 1 года за предыдущий период времени  $i_{t-1}^c$ ;
- месячные темпы прироста ставки рефинансирования ЦБ РФ  $Ref_t$ ;
- месячные темпы прироста выпуска продукции базовых отраслей экономики с опережением в пять месяцев  $GDP_{t+5}$ ; лаг в пять месяцев был выбран после расчета максимальной корреляции ВВП объемами кредитования;
- месячные темпы прироста средневзвешенной номинальной ставки по годовым депозитам и вкладам физических лиц в рублях  $i_{t-1}^d$ .

Кроме того, было построено регрессионное уравнение месячных темпов прироста совокупного объема выданных кредитов банковской системой  $Credit_t$ . В

нем объясняющими переменными выступили  $i_t^c$ ,  $Ref_t$  и  $Credit_{t-1}$ .

Оказалось, что процентная ставка по кредитам никак не зависит от инфляции и динамики ВВП. Это объясняется тем, что предприятия не располагают альтернативными, источниками финансовых ресурсов и испытывают их острейшую нехватку. Процентная ставка по кредитам зависит от ставки по депозитам – чем выше депозитная ставка, тем дороже кредиты; от кредитной ставки за предыдущий период – наблюдается понижательный тренд кредитной ставки; и от ставки рефинансирования – более высокая ставка ЦБ РФ провоцирует рост кредитной ставки.

Обратная ситуация наблюдается с предложением ссуд. Динамика совокупного объема выданных кредитов абсолютно не определяется рефинансированием центрального банка, что обычно характерно для стран, где предприятия не имеют другого выбора, кроме финансирования производства за счет ссуд. Между предложением кредитов и процентной ставкой по ним наблюдается положительная связь: в условиях ограниченных источников финансирования деятельности предприятий и скудности депозитной базы банков увеличение кредитования ведет к его удорожанию. В то же время за последние годы происходит замедление темпов выдачи кредитов, что находит отражение в обратной связи между текущим и предыдущим кредитованием.

Для анализа роли благосостояния в трансмиссионном механизме отечественной денежно-кредитной политики автор обратился к методологии, использованной специалистами Международного валютного фонда (МВФ) в «Мировой экономической перспективе» за апрель 2002 г. [14]. Экономисты МВФ изучали афффекты цен на недвижимость и курсов акций на частное потребление. В статистическую выборку входили 16 промышленно развитых стран Организации экономического сотрудничества и развития. Оценка проводилась за период с 1970 по 2000 г. Вся выборка стран была разбита на две подгруппы. В первую подгруппу вошли страны с рыночной финансовой системой: Австралия, Канада, Ирландия, Нидерланды, Швеция, Великобритания и Соеди-

ненные Штаты. Ко второй подгруппе были причислены страны с банковской финансовой системой: Бельгия, Дания, Финляндия, Франция, Германия, Италия, Япония, Норвегия и Испания. Согласно модели, текущие реальные расходы домохозяйств  $C_t$  определяются их реальным располагаемым доходом  $Y P_t$  и реальным благосостоянием  $W_t$ . Уравнение зависимости частного потребления от благосостояния можно записать следующим образом:

$$C_t = \alpha + \beta Y P_t + \delta W_t + \varepsilon_t,$$

где

$\alpha$  – автономное потребление;

$\beta$  – склонность к потреблению за счет дохода;

$\delta$  – склонность к потреблению за счет сбережений;

$\varepsilon_t$  – случайный шок.

Коэффициенты эластичности связаны зависимостью:

$$0 \leq (\beta + \delta) \leq 1.$$

В качестве благосостояния рассматривались две переменные: отношение капитализации фондового рынка к ВВП и агрегированные цены на недвижимость. Период наблюдения был разбит на два отрезка времени (для изучения динамики явления): 1970–2000 гг. и 1984–2000 гг. Результаты эконометрического анализа, проведенного специалистами МВФ, можно резюмировать следующим образом (табл. 5):

- в зависимости от внутренней финансовой системы благосостояние оказывает различное влияние на потребление; в рыночной финансовой системе увеличение благосостояния на 1 долл. ведет к росту потребления на 1,5 цента, в то время как в банковской финансовой системе потребление возрастает только на 1 цент;
- по сравнению с фондовым рынком цены на недвижимость оказывают гораздо больший эффект на частное потребление;
- сопоставление коэффициентов эластичности во времени показывает, что в обеих подгруппах выборки влияние благосостояния на потребление увеличивается во времени, данное наблюдение наиболее характерно для рыночной финансовой системы;
- скорость адаптации потребительского поведения к изменению макроэкономических условий выше для рыночной финансовой системы, нежели для банковской системы; в случае отклонения показателя потребления от желаемого или целевого уровня от 25% до 50% адаптация проходит в течение первого года коррекции.

Основываясь на выводах С. Моисеева о вкладе благосостояния в частное потребление в российской экономике, можно заключить следующее:

- автономное потребление в РФ отсутствует, т.е. бюджетно-налоговая политика не обладает социальной значимостью и не обеспечивает население трансфертами, позволяющими осуществлять жизненно важные расходы, несмотря на неадекватно низкие доходы;
- склонность к потреблению за счет сбережений стремится к нулю, иными словами, благосостояние не оказывает влияние на частное потребление;

- текущие реальные расходы домохозяйств всецело определяются их располагаемым доходом.

Одно из последних серьезных исследований трансмиссионного механизма РФ принадлежит коллективу экономистов во главе с С. Дробышевским [4]. Вывод ученых следующий: в экономике РФ, скорее всего, действуют три разных канала денежной трансмиссии:

- канал непредвиденного роста уровня цен;
- канал банковского кредитования;
- канал богатства домохозяйств.

Следовательно, из трех основных каналов денежной трансмиссии (процентный канал, канал цен активов и кредитный канал) в РФ, скорее всего, наибольшее значение имеет именно последний. Также важно отметить, что в противовес вышеприведенным результатам анализа С. Моисеева, коллектив С. Дробышевского выявил значимость канала благосостояния, что логично в свете выхода экономики РФ из кризиса 1998 г.

Ученые отмечают, что роль канала банковского кредитования также нельзя отрицать на основе наблюдений в 1999–2007 гг., когда рост общего объема ликвидности в экономике привел к увеличению активов банковской системы, что в результате положительно сказалось на объемах кредитования реального сектора экономики. В конечном счете увеличение инвестиционной активности компаний, в том числе за счет заемных средств, стало одним из факторов быстрого роста выпуска в 2006–2007 гг., когда закончился период восстановительного роста после кризиса 1998 г.

Ученые также резюмируют на основе проведенных исследований, что, по всей видимости, у ЦБ РФ практически отсутствуют реальные рычаги воздействия на денежно-кредитную политику в стране и, следовательно, он имеет лишь слабое влияние на реальный сектор экономики РФ. Важным фактором экономического роста в последние годы были высокие цены на энергоносители, вследствие которых основным каналом формирования денежного предложения в РФ стала покупка ЦБ РФ валюты. В таких условиях говорить о целенаправленной и самостоятельной денежно-кредитной политике представляется неоправданным.

Сравнивая статистические результаты за период 1992–2001 гг. (где были выявлены процентный канал, канал денежных потоков и канал непредвиденного роста уровня цен) и период 1999–2007 гг., ученый коллектив также резюмирует, что лишь канал непредвиденного роста уровня цен оставался функционирующим на протяжении практически всей новейшей истории РФ. Однако этот канал, строго говоря, не является каналом денежно-кредитной трансмиссии, и поэтому в данном случае необходимо говорить не о функционировании этого канала, а о нефункциональности других каналов.

Таблица 5

#### ВЛИЯНИЕ БЛАГОСОСТОЯНИЯ НА ЧАСТНОЕ ПОТРЕБЛЕНИЕ [14]

Финансовая система	Влияние фондового рынка (центов на доллар)		Влияние цен на недвижимость (эластичность × 100)		Скорость макроэкономической адаптации (в среднем), лет	
	1970-2000 гг.	1984-2000 гг.	1970-2000 гг.	1984-2000 гг.	1970-2000 гг.	1984-2000 гг.
Рыночная финансовая система	3,0	4,3	2,7	7,0	4,2	2,2
Банковская финансовая система	-0,2	0,9	4,5	4,3	9,1	6,3
Вся выборка	0,9	2,0	2,8	5,3	6,7	4,8

В то же время финансовый сектор РФ все еще находится в стадии становления, что неизбежно оказывает влияние на все экономические процессы. В таких условиях традиционные каналы денежной трансмиссии, описываемые экономической теорией, вполне могут оказаться неработающими.

Подводя итоги можно заключить, что РФ не имеет рыночной финансовой системы. Отечественная финансовая структура экономики может быть скорее охарактеризована как банковская финансовая система. Если власти и могут оказывать влияние на реальный сектор экономики, то не через фондовый, а кредитный рынок. В сфере банковского кредитования можно наблюдать довольно противоречивую ситуацию. С одной стороны, реальный сектор испытывает острейшую нехватку инвестиций. Дефицит ресурсов столь велик, что процентная ставка по кредитам никак не зависит от цен и экономического роста. Кроме того, объем выданных кредитов абсолютно не определяется рефинансированием центрального банка. С другой стороны, кредитный рынок, демонстрирующий постепенное насыщение (в основном за счет внешнего кредитования), вызывает понижающий тренд кредитной ставки. Также всеми способами стараются влиять на снижение ставок по кредитам центральные власти (тенденция 2010 г.), в том числе снижая ставку рефинансирования, хотя этот инструмент и является до сих пор скорее психологическим.

При данных институциональных и экономических ограничениях банки не могут наращивать с большими темпами объемы кредитования. Для совершенствования функционирования канала банковского кредитования денежным властям предстоит вести кропотливую работу по развитию полноценного ссудного рынка, начиная от пересмотра инструкций и поощрения создания кредитных бюро и заканчивая поддержкой необходимых законопроектов на федеральном уровне.

### Литература

1. Афанасьев И.В. Особенности организации фондовых рынков развитых стран как основа формирования национального финансового центра в России [Текст] / И.В. Афанасьев // Вестник Челябинского госуниверситета. – 2010. – №5.
2. Банковский вестник Национального банка Республики Беларусь [Текст]. – 2006. – №26.
3. Голикова Ю.С. Банк России: организация деятельности [Текст] / Ю.С. Голиков, М.А. Хохленкова. – М.: ДеКа, 2000.
4. Дробышевский С.М. и др. Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике [Текст] / С.М. Дробышевский, П.В. Трунин, М.В. Каменских // Научные труды / ИЭПП. – 2010. – №116Р.
5. Киселевич Ю.В. Проблемы развития фондового рынка Российской Федерации в современных условиях [Электронный ресурс] / Ю.В. Киселевич. URL: <http://www.universitys.ru/images/stories/nir/12/kiselevich.pdf>.
6. Корчагин О. Модели трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики [Текст] / О. Корчагин // Банковский вестник. – 2004. – №11.
7. Леонтьева Е.А. Оценка эффективности кредитно-денежной политики в РФ [Текст] // Ломоносовские чтения : 2009, 18 апр. 2009 г.
8. Моисеев С.П. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики [Текст] / С.П. Моисеев // Финансы и кредит. – 2002. – №18.
9. Adolfson M. Monetary policy with incomplete exchange rate pass // Sveriges riksbank working paper. 2001. №127.
10. Berben R.-P. Cross-country differences in monetary policy transmission / Banco de Espana. Documentos de Trabajo: Servicio de Estudios. №2.

11. Goldfajn I., Werlang S. The pass-through from depreciation to inflation: a panel study // Pontificia Universidade catolica working paper. 2000. №423.
12. Meltzer A. The transmission process // Carnegie mellon university and the American press university. 1999.
13. Van Els P., Locarno A., Morgan J., Villetelle J.-P. Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us? // ECB working paper. 2001. December. №94.
14. World economic outlook: a survey by the staff of the international monetary fund. Wash., D.C.: The IMF. 2002. April.

### Ключевые слова

Инфляция; макроэкономика; кейнсианство; монетаризм; трансмиссионный механизм; каналы трансмиссионного механизма; кредитный канал; канал валютного курса; канал благосостояния; политика Центрального банка РФ.

*Исхаков Парвиз Юрьевич*

### РЕЦЕНЗИЯ

Трансмиссионный механизм относится к разряду экономических понятий и категорий, наименее изученных отечественной экономической наукой. В противном случае в настоящее время система передачи денежно-кредитных сигналов была бы более налажена и эффективна, так как для этого существовала бы теоретическая научная база. Это дает повод для серьезного анализа трансмиссии денежно-кредитных решений, выявления его влияния, причин неэффективности и рекомендаций для улучшения ситуации.

В статье акцентируется внимание на взгляды различных авторитетных авторов по поводу работы трансмиссионного механизма в Российской Федерации.

Анализируются и раскрыты особенности каждого взгляда на передаточный механизм, приведены математические расчеты, обновлены уже сделанные ранее расчеты других ученых. Сделан вывод о том, что в целом у Центрального банка РФ имеются в распоряжении функционирующие каналы, однако степень их влияния крайне низка. В то же время существуют такие каналы, которые имеют большее значение в плане влияния на экономическую систему, однако, строго говоря, они не являются каналами, зависящими от центрального банка.

Заслуживают также одобрения расчеты автора, которые позволяют получить математическое основание для приведения заключения о трансмиссионном механизме РФ.

Вместе с тем, хотелось бы высказать автору ряд замечаний и пожеланий по дальнейшему углублению исследования:

- выбранная тематика очень обширна и, следовательно, поставленные задачи требуют в дальнейшем более глубокого анализа;
- чувствуется попытка автора придерживаться принципа оригинальности в разработке темы, однако необходимо эту линию укреплять и развивать дальше для разработки еще более значимых и новых решений исследуемой проблемы;
- также важным является поиск новых идей зарубежных авторов касательно данной проблематики с учетом рекомендаций по совершенствованию трансмиссионного механизма.

В целом высказанные замечания не изменяют общего положительного впечатления от рецензируемой работы, не умаляют научной ценности проведенного исследования и ее практической значимости.

Все это дает основание говорить о том, что данную статью можно рекомендовать для публикации в периодической печати.

*Богатырев В.И., д.э.н., профессор кафедры банковского дела Финансового факультета Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова*

### 3.8. TRANSMISSION MECHANISM: INTERNATIONAL EXPERIENCE AND PROSPECTS FOR FUTURE DEVELOPMENT IN RUSSIA

P.J. Iskhakov, Postgraduate Student in Banking Department of Finance Faculty

*Plekhanov Russian Economic Academy*

Basic characteristics of transmission mechanism in foreign expertise as well as in Russia are described. Key is-

sues in transmitting of monetary and credit signals in Russian Federation are also analyzed. Recommendations on improving the current system of monetary and credit transmission are offered.

### Literature

1. M. Adolfson. Monetary Policy with Incomplete Exchange Rate Pass. Sveriges Riksbank Working Paper. 2001. № 127.
2. Berben R.-P. Cross-Country Differences in Monetary Policy Transmission / Banco de Espana. Documentos de Trabajo: Servicio de Estudios. – No. 2.
3. I. Goldfajn. The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study / I. Goldfajn, S. Werlang. Pontificia Universidade Catolica Working Paper. 2000. № 423.
4. A. Meltzer. The Transmission process, Carnegie Mellon University and the American Press University, 1999.
5. World Economic Outlook: a Survey by the Staff of the International Monetary Fund. Wash., D.C.: The IMF. 2002. April.
6. I.V. Afanasyev. Peculiarities of organizing stock markets in developed countries as a foundation for forming the national finance centre in Russia, Bulletin of state university of Chelyabinsk. – №5(186). – 2010.
7. Y.S. Golikova. Bank of Russia: organizing the functions / Y.S. Golikova, Khokhlenkova M.A.. M.: DeKa. – 2000. – Book 1.
8. S.M. Drobyshevskiy, P.V. Trunin, M.V. Kamenskikh, Analysis of transmission mechanisms in monetary and credit policy of Russian economy, Moscow, IEPP 2010, Scientific papers №116R.
9. Y.V. Kiselevich. Problems of development of the stock market of Russian Federation in modern conditions [Electronic resource] / Y.V. Kiselevich. URL:<http://www.universitys.ru/j/images/stories/nir/12/kiselevich.pdf>
10. O. Korchagin. Models of transmission mechanism of monetary and credit policy // Banking bulletin. – 2004. – № 11.
11. E.A. Leontyeva. Assessment of effectiveness of monetary and credit policy in RF, Lomonosov's readings 2009, 18 April 2009.
12. S.R. Moiseev. Transmission mechanism of monetary and credit policy, №18, 2002
13. Banking bulletin of National Bank of Republik of Belarus. – №26 (355), September 2006
14. van Els, P. Monetary policy transmission in the euro area: What do aggregate and national structural models tell us? / P. van Els, A. Locarno, J. Morgan, J.-P. Villetelle. ECB Working paper. 2001. December. №94;

### Keywords

Inflation; macroeconomics; keynesianism; monetarism; transmission mechanism; channels of transmission mechanism; credit channel; exchange rate channel; wealth channel; bank of russia policy.