



РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ
НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
и ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
при ПРЕЗИДЕНТЕ РФ

Е.А. Леонтьева

МЕХАНИЗМ КРЕДИТНО-ДЕНЕЖНОЙ ТРАНСМИССИИ В РОССИИ

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА
МЕЖДУ КРИЗИСОМ И МОДЕРНИЗАЦИЕЙ

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ «ДЕЛО»

УДК 336.7
ББК 65.26
Л 47

Леонтьева, Е. А.

Л 47 Механизм кредитно-денежной трансмиссии в России /
Е. А. Леонтьева. — М. : Издательский дом «Дело» РАНХиГС,
2013. — 120 с. — (Экономическая политика: между кризисом
и модернизацией).
ISBN 978-5-7749-0734-2

В работе изложены современные взгляды российских и зарубежных ученых на устройство механизма кредитно-денежной трансмиссии. Детально описана работа основных трансмиссионных каналов: канала процентной ставки, валютного курса и банковского кредитования. Основной акцент сделан на поиске факторов, обеспечивающих наличие влияния кредитно-денежной политики на реальный сектор экономики. Большая часть работы посвящена анализу функционирования трансмиссионного механизма в России в первой декаде XXI века. Проведено исследование работоспособности основных каналов кредитно-денежной трансмиссии в России и проанализированы причины сложившейся ситуации.

Данная публикация может заинтересовать преподавателей вузов, студентов и экономистов, увлекающихся темой монетарной политики.

УДК 336.7
ББК 65.26

ISBN 978-5-7749-0734-2

© ФГБОУ ВПО «Российская академия народного хозяйства
и государственной службы при Президенте Российской
Федерации», 2013

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	7
Механизм кредитно-денежной трансмиссии	11
Факторы, влияющие на работоспособность каналов кредитно-денежной трансмиссии	15
Канал процентной ставки	15
Канал валютного курса	24
Широкий канал банковского кредитования.	29
Итоги.	35
Воздействие характеристик экономической среды и экономических агентов на работоспособность каналов механизма кредитно-денежной трансмиссии в России.	38
Процентный канал	38
Наличие индикативной ставки процента	38
Уровень развития рынка государственного долга	40
Отсутствие альтернативных целей у Банка России	41
Уровень жесткости цен и заработных плат	44
Доля производств, чувствительных к ставке процента в ВВП.	46
Доля затрат на выплату процентов в совокупных издержках фирмы	48
Канал валютного курса.	50
Доля импортных товаров в инвестиционных расходах фирм	50
Доля расходов на импортные товары в общем объеме потребительских расходов	51
Величина долга в иностранной валюте	53

Объем сбережений частного сектора в иностранной валюте	53
Доля издержек, номинированных в иностранной валюте, в общих издержках	55
Уровень конкуренции на внутреннем рынке	56
Жесткость цен	57
Валюта заключения импортных контрактов	58
Широкий канал банковского кредитования	58
Доля кредитов частному сектору в активах банковского сектора	58
Уровень ликвидности, капитализации банков	60
Степень вовлеченности иностранных банков в национальную банковскую систему	61
Степень использования секьюритизации кредитного портфеля	63
Распространенность контрактов с плавающей/ фиксированной процентной ставкой, срочность контрактов	64
Уровень стабильности банковской системы	65
Изменение степени неравенства доступа на рынок заемных средств	70
Доля малого бизнеса в общем объеме производства	72
Итого	75
Эконометрический анализ работоспособности каналов кредитно-денежной трансмиссии в России	79
Зависимость рыночных процентных ставок от кредитно-денежной политики	79
Зависимость валютного курса от кредитно-денежной политики	84
Зависимость предложения кредитов банков от кредитно-денежной политики	85
Зависимость потребления от промежуточных показателей	88
Зависимость инвестиций от промежуточных показателей	97
Зависимость экспорта и импорта от промежуточных показателей	103
Итого	104
Заключение	107
Список литературы	111

МЕХАНИЗМ КРЕДИТНО-ДЕНЕЖНОЙ ТРАНСМИССИИ

Центральный банк не оказывает прямого влияния на поведение экономических агентов. Однако меры кредитно-денежной политики оказывают влияние на поведение финансовых посредников, изменяя условия их функционирования или степень привлекательности совершения тех или иных финансовых операций на денежном, валютном и фондовом рынках. В свою очередь, изменения на финансовых рынках стимулируют фирмы и население изменить свое экономическое поведение в соответствии с новыми внешними условиями.

Механизм передачи влияния кредитно-денежной политики на макроэкономические показатели (которые являются результатом действия отдельных экономических агентов) носит название «механизма кредитно-денежной трансмиссии». Действие этого механизма до сих пор изучено не до конца. Однако кое-что о составляющих элементах этого механизма и их взаимодействии уже известно.

В работе механизма кредитно-денежной трансмиссии можно выделить несколько каналов. Каждый канал кредитно-денежной трансмиссии представляет собой цепочку макроэкономических показателей, по которой импульс

кредитно-денежной политики передается на поведение экономических агентов. В экономической литературе выделяется несколько каналов [Дробышевский, Козловская, 2002; Моисеев, 2002]:

- канал процентной ставки;
- канал валютного курса;
- широкий канал банковского кредитования;
- канал стоимости активов;
- канал реальных запасов денежных средств;
- канал инфляционных ожиданий.

Рассмотрим механизм работы перечисленных каналов кредитно-денежной трансмиссии.

Канал процентной ставки можно рассматривать в качестве основного канала. Его действие обусловлено зависимостью поведения экономических агентов от процентных ставок. Если действия центрального банка приводят к изменению реальных процентных ставок, то это влечет за собой изменение инвестиционного и потребительского спроса. В производственной деятельности изменение процентных ставок также влияет на стоимость кредитных и капитальных ресурсов и рентабельность производства, а значит, на объем выпуска и занятости.

Канал валютного курса как самостоятельный канал кредитно-денежной трансмиссии рассматривают нечасто, особенно применительно к анализу экономической ситуации в развитых странах. Это связано с тем, что развитые страны, как правило, не используют валютный курс в качестве независимого инструмента кредитно-денежной политики. Вместе с тем в развивающихся странах такая практика существует. Кроме того, центральные банки развитых стран, конечно, напрямую не задают курс национальной валюты, однако изменение процентных ставок влияет на потоки капитала и, следовательно, на динамику валютных курсов. Действие канала валютного курса связано с тем, что меры кредитно-денежной политики (непосредственное изменение курса или изменение процентных ставок) вызывают изме-

нение номинального валютного курса. В краткосрочном периоде это приводит и к изменению реального курса. Величина реального курса определяет конкурентоспособность отечественных товаров на внутреннем и внешнем рынках, влияет на стоимость заимствования в иностранной валюте и уровень долговой нагрузки, определяет величину издержек на импортные ресурсы и комплектующие. Таким образом, изменение валютного курса должно приводить к изменению поведения домашних хозяйств и фирм.

Действие широкого канала банковского кредитования обусловлено зависимостью объемов кредитования внутри страны от кредитно-денежной политики. Во-первых, действия центрального банка могут приводить к изменению уровня ликвидности коммерческих банков, что влияет на их способность выдавать кредиты. Во-вторых, колебания процентных ставок на рынке приводят к изменению стоимости различных активов. Для предприятий это означает, что изменяется стоимость имущества, которое может служить залогом, и, следовательно, может меняться степень доступности кредитов и их стоимость, что в конечном итоге опять приводит к изменению объемов банковского кредитования. Так как внутренний кредит, как правило, нельзя с легкостью заменить внешним, то предприятия и население сталкиваются с ограничениями по заимствованию, а значит, изменяются их производственные и потребительские решения.

Канал стоимости активов действует на экономических агентов за счет изменения величины их накопленного богатства. Изменение процентных ставок влияет на доходность и цены различных активов (ценные бумаги, недвижимость, золото и т. д.). В свою очередь, величина накопленного богатства определяет потребительские и производственные решения экономических агентов. В качестве актива можно рассматривать и величину денежных запасов, находящихся в распоряжении фирм и населения, реальная стоимость которых также меняется под воздействием политики центрального банка. В этом случае уже можно говорить о действии канала реальных запасов денежных средств.

Изредка в качестве отдельного канала кредитно-денежной трансмиссии рассматривают канал инфляционных ожиданий. Текущая политика центрального банка формирует у фирм и населения представления о том, что делает и собирается делать в будущем центральный банк, а значит, формируются и ожидания в отношении того, каким образом действия центрального банка скажутся на инфляции и других макроэкономических показателях. Учитывая эти ожидания, фирмы и население принимают свои текущие экономические решения.

Как правило, в качестве основных каналов механизма кредитно-денежной трансмиссии рассматривают канал процентной ставки, канал валютного курса и широкий канал банковского кредитования, которые и будут подробно рассмотрены далее.

ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА РАБОТОСПОСОБНОСТЬ КАНАЛОВ КРЕДИТНО-ДЕНЕЖНОЙ ТРАНСМИССИИ

Работоспособность отдельных каналов механизма кредитно-денежной трансмиссии зависит от характеристик экономической среды и поведения отдельных экономических агентов. Опираясь на результаты исследований российских и зарубежных авторов, можно выделить широкий перечень факторов, влияющих на работоспособность отдельных каналов.

КАНАЛ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ

Действие процентного канала механизма кредитно-денежной трансмиссии проявляется в том, что использование центральным банком одного из доступных ему инструментов приводит к изменению процентных ставок на денежном рынке, что, в свою очередь, приводит к изменению стоимости привлечения внешнего финансирования для экономических агентов и, как следствие, к изменению их экономического поведения.

Как правило, в теоретических моделях априори предполагается, что у центрального банка¹

¹ Под центральным банком здесь и далее подразумевается институт, отвечающий за реализацию кредитно-денежной политики.

есть возможность влиять на процентные ставки. Вместе с тем в развивающихся странах такая возможность у центральных банков иногда отсутствует, например в силу превалирования курсовой политики над процентной.

В странах, где основную роль играет все-таки процентная политика, у центрального банка обычно есть *индикативная процентная ставка* — ставка процента, которая служит ориентиром при установлении других процентных ставок¹. Как правило, это ставка процента по краткосрочным операциям рефинансирования кредитных организаций. Изменяя величину индикативной процентной ставки, центральный банк подает агентам сигнал о том, какую политику он собирается проводить. Изменение индикативной процентной ставки приводит к изменению рыночных краткосрочных ставок, в первую очередь ставки межбанковского кредитования. Однако далее следует изменение процентных ставок по другим краткосрочным и долгосрочным финансовым инструментам. Индикативная процентная ставка является одновременно и способом непосредственного воздействия на рыночные ставки и способом косвенного воздействия — через свою сигнальную функцию.

В том случае, если изменения индикативной ставки недостаточно для оказания влияния на рынок, центральный банк начинает использовать другой инструмент — операции на открытом рынке с государственными ценными бумагами. Доступность этого инструмента для центрального банка зависит от *уровня развития рынка государственного долга*. Если рынок государственного долга является емким и ликвидным, то такой инструмент потенциально работает хорошо, если рынок государственных облигаций плохо развит, то данный инструмент фактически для центрального банка недоступен.

Кроме доступности способов реального воздействия на рыночные процентные ставки, центральный банк должен обладать значительной степенью решимости, которая в том

¹ В качестве примера можно назвать ставку по федеральным фондам в США. В России такой ставкой потенциально может стать ставка по операциям РЕПО.

числе зависит от конкретизации целей монетарной политики. Если у центрального банка четко определена единственная цель, то он более успешен в достижении поставленной цели. В случае наличия большого количества целей влияние центрального банка на макроэкономические показатели слабеет из-за размытости направленного воздействия. Данное предположение подтверждается результатами работы Адольфсона и др. [Adolfson и др., 2008], в которой с помощью динамической стохастической модели общего равновесия малой открытой экономики показано, что центральный банк, выбирая свою целевую функцию, фактически определяет, каким образом монетарная политика будет воздействовать на разные макроэкономические показатели. *Четко сформулированная узконаправленная цель* положительно сказывается на решительности центрального банка и в конечном итоге на эффективности монетарной политики.

Предположим, что центральный банк может влиять на рыночные процентные ставки. То есть с помощью изменения процентных ставок по операциям предоставления ликвидности или ее привлечения у коммерческих банков и /или с помощью проведения операций на открытом рынке регулятор влияет на рыночные процентные ставки, такие как:

- ставки процента на рынке межбанковского кредитования;
- ставки процента по облигациям или коммерческим бумагам;
- ставки процента по депозитам или кредитам коммерческих банков.

Изменение этих процентных ставок влияет на стоимость внешних заимствований и доходность сбережений фирм и населения, что приводит к изменению их экономического поведения и выражается в изменении объемов производства, инвестиций и потребления. Как правило, считается, что рост процентной ставки оказывает сдерживающее воздействие на реальные и номинальные показатели. Рост ставки,

при прочих равных, должен приводить к снижению выпуска и цен.

Этот результат традиционен для современных макроэкономических моделей неокейнсианского направления. Модель, имеющая микроэкономическое обоснование для решений всех экономических агентов, в конечном итоге сводится к трем основным уравнениям.

Первое уравнение — это неокейнсианская кривая IS вида:

$$x_t = E_t x_{t+1} - \alpha \cdot (i_t - E_t \pi_{t+1}) + u_t, \quad (1)$$

где x_t — это разрыв выпуска, иначе говоря, отклонение фактического уровня выпуска от долгосрочного равновесного, $E_t x_{t+1}$ — это ожидаемый в следующий момент разрыв выпуска, i_t — номинальная процентная ставка, $E_t \pi_{t+1}$ — ожидаемый в следующий момент времени темп инфляции, u_t — шок спроса, который может быть связан с изменением фискальной политики, изменением предпочтений населения и другими факторами, $\alpha > 0$.

Неокейнсианская кривая IS показывает, что текущий разрыв выпуска (текущая экономическая конъюнктура) положительно зависит от ожидаемой экономической конъюнктуры и отрицательно — от реальной процентной ставки *ex ante* ($i_t - E_t \pi_{t+1}$). На текущую конъюнктуру также могут оказывать воздействие случайные события.

Второе уравнение — это неокейнсианская кривая Филлипса:

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + kx_t + e_t, \quad (2)$$

где e_t — шок предложения, который может быть связан с изменением технологий, цен на ресурсы и другими факторами.

Кривая Филлипса показывает, что текущая инфляция зависит положительно от ожидаемых темпов инфляции и текущей конъюнктуры, а также от некоторых случайных событий.

Третье уравнение представляет собой целевую функцию монетарных властей, описывающую поведение центрально-