

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Опубликовано “Финансы и кредит” №18, 2002, с.38-51

Что собой представляет механизм воздействия денежно-кредитной политики на национальную экономику? В начале 2000-х гг. поиском ответа на вопрос задались большинство развитых стран мира. Интерес к механизму трансмиссии в Соединенных Штатах возрос в свете финансовых инноваций, изменений на фондовом и ипотечном рынке, произошедших в начале XXI века. В Европе центральные банки озабочены поиском схожих структур трансмиссионного механизма стран еврозоны для проведения единой денежно-кредитной политики. В Японии предпринимаются попытки манипулировать различными каналами трансмиссии для выхода из экономической стагнации, длящейся уже более десятилетия. В России исследование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики является актуальным, по меньшей мере, по двум причинам. Во-первых, макроэкономическая стабилизация, достигнутая после кризиса 1998 г. вызвала изменения в национальном хозяйстве, которые требуют пересмотра тактики денежно-кредитной политики. Перед Банком России возникли новые задачи – поддержания темпов экономического роста, устойчивого платежного баланса, курса рубля и пр. Во-вторых, хронические провалы в достижении целевых ориентиров денежного предложения заставляют более пристально взглянуть на то, как денежно-кредитная политика может и должна оказывать влияние на экономику.

1. Теоретическая основа трансмиссии

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики впервые появился в кейнсианском анализе. **Трансмиссионным или передаточным механизмом** (transmission mechanism of monetary policy) 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 рамках монетаристского анализа исследователи не ставят себе задачу 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. В экономической литературе нет единства по

поводу структуры трансмиссионного механизма и набора входящих в него каналов. Тем не менее, можно выделить две характерные черты, присущие всем теориям трансмиссии. Первая черта касается способности центрального банка регулировать предложение финансовых активов, по которым не существует субституттов, «внешних денег», как их иногда называют. Проводя операции на открытом рынке, денежные власти оказывают влияние на ликвидность банковской системы и процентные ставки, что позволяет контролировать цены на широкий спектр финансовых активов, как внутренних, так и иностранных. Вторая общая черта теорий трансмиссии – номинальные жесткости в национальной экономике, которые препятствуют моментальной корректировке цен. В качестве основных номинальных жесткостей выступают «липкие» товарные цены, негибкая заработная плата и несовершенства финансового сектора, ограничивающие доступ домохозяйств на финансовые рынки страны. Главными причинами «липких» цен и негибкой заработной платы выступают неявные и явные контракты, «замедленные издержки» и «перегиб кривой спроса», а источником несовершенств финансового сектора - неспособность домохозяйств немедленно корректировать структуру своих сбережений в ответ на экономические шоки.

Если общих элементов теорий трансмиссии всего два, то расхождений гораздо больше. Почти все экономисты соглашаются с тем, что центральный банк может контролировать предложение «внешних денег», поскольку он регулирует реальные процентные ставки денежного рынка. Однако механизм влияния центрального банка на поведение домохозяйств и фирм через финансовый рынок различен. Согласно традиционной точке зрения, называемой «денежный взгляд» (money view) центральный банк манипулирует краткосрочной процентной ставкой с тем, чтобы повлиять на более значимые переменные – валютный курс и долгосрочную процентную ставку. Их изменение приводит к коррекции реальных издержек привлечения капитала, оптимальное соотношение собственных средств к выпуску продукции и объему инвестиций в производство. Аналогичное влияние, правда, с некоторыми оговорками, центральный банк оказывает на инвестиции в недвижимость и накопление материальных запасов. Главная роль в «денежном взгляде» отводится спросу на инвестиции со стороны частного сектора, в результате чего недостатки финансового сектора и внешние эффекты (экстерналии) выпадают из сферы внимания. Денежно-кредитная политика оказывает влияние только на те инвестиционные проекты, которые обладают наименьшей производительностью и доходностью.

Международные наблюдения за поведением частного сектора позволяют поставить под сомнение достоверность «денежного взгляда». Эмпирические исследования выявили низкую эластичность издержек привлечения капитала к краткосрочной процентной ставке, а также значительное упрощение инвестиционного процесса в «денежном взгляде». Согласно этому взгляду, центральный банк через краткосрочную ставку контролирует долгосрочную ставку. Однако в действительности операции на открытом рынке оказывают несущественный временный эффект на краткосрочные рыночные процентные ставки и, наоборот, большой и продолжительный эффект на долгосрочные переменные – строительство и производство оборудования.

В противоположность «денежному взгляду» возник «кредитный взгляд» на трансмиссионный механизм (lending view). Его внимание сосредоточено на фрикциях, а именно информационных несовершенствах рынка и издержках заключения контрактов. Они препятствуют эффективному функционированию финансового сектора и приводят к появлению премии за внешнее финансирование, которую заемщику приходится уплачивать в дополнение к исходной процентной ставке. Ключевым моментом «кредитного взгляда» является то, что центральный банк влияет не только на процентные ставки, но и на размер премии. Связь между денежно-кредитной политикой и премией объясняется особенностью функционирования кредитного рынка. Денежные власти, регулируя цены на финансовые активы, тем самым определяют уровень нетто-

благополучия фирм, которое обеспечивается под кредиты. Удорожание обеспечения снижает премию за внешнее финансирование, а удешевление – увеличивает. Проводя рестриктивную денежно-кредитную политику, центральный банк затрудняет рефинансирование долгов и снижает чистое благополучие фирм-заемщиков. Чем ниже благополучие фирм, тем они менее кредитоспособны и тем выше для них премия. Таким образом, денежные власти через своеобразный мультипликатор (называемый финансовым акселератором) оказывают краткосрочное влияние на экономику.

В начале 2000-х гг. возник третий взгляд на трансмиссию, который можно обозначить как «взгляд со стороны предложения» (supply view). В центре его внимания находится предложение факторов производства. Предполагается, что жесткости на товарном рынке отсутствуют, но зато существуют несовершенства рынка капиталов. В связи с тем, что фирмы сначала оплачивают приобретение факторов производства, а затем получают выручку от продаж, изменение процентной ставки, провоцируемое центральным банком, оказывает влияние на спрос на факторы производства. Рестриктивная денежно-кредитная политика понижает спрос на труд, капитал и пр., то есть ведет к отрицательному шоку производительности. «Взгляд со стороны предложения» позволяет разрешить некоторые трудности в объяснении работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Отчасти устраняется упрощение и односторонность теории передаточного механизма, присущие двум другим «взглядам», поскольку третий подход рассматривает экономику не только со стороны совокупного спроса, но и со стороны предложения. Кроме того, он позволяет объяснить «ценовую загадку» денежно-кредитной политики, состоящую в том, что после ужесточения политики центрального банка рост цен наблюдается сразу же безо всякого лага.

Несмотря на различие в трех взглядах на трансмиссию, в прикладном плане они гармонично дополняют друг друга. «Денежный взгляд» всецело основан на традиционных макроэкономических моделях и имеет полное структурное теоретическое обоснование, его удобно использовать в эконометрическом моделировании. «Кредитный взгляд» базируется на микроэкономических моделях неокейнсианского направления. Он подчеркивает роль информационной асимметрии в определении размера премии за внешнее финансирование, разделяет поведение крупных и мелких фирм, а также проводит различие между здоровыми банками и финансовыми институтами, испытывающими затруднения. «Кредитный взгляд» может быть успешно применен в микроэкономическом анализе селективного влияния денежно-кредитной политики на отдельно взятые финансовые учреждения. «Взгляд со стороны предложения» позволяет изучать изменения в реальном секторе экономики, которому теория традиционно приписывает стационарное поведение в краткосрочном периоде времени.

2. Каналы трансмиссионного механизма

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. 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. Таких каналов в экономической теории выделяется несколько.

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. Канал процентной ставки характеризуется классической IS-кривой в кейнсианской модели или «опережающей» IS-кривой в некейнсианской модели. 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) и **«канал дохода и потока наличных поступлений»** (income and cash-flow channel). В первом случае изменение процентной ставки запускает механизм межвременного арбитража. Рост ставки снижает стимулы экономических агентов расходовать свои средства в текущий период времени. Расходы переносятся во времени на более поздний период. Как следствие, сокращаются внутренние 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 (канал дохода и потока наличных поступлений) 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.

Канал благосостояния (wealth channel) впервые описывается в гипотезе сбережений в процессе жизненного цикла, разработанной Франко Модильяни и Альбертом 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, драгметаллы), её рост ведет к снижению благосостояния и падению потребления.

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 Бенждамино Бернэнком и Марком 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 Робертом Руза в 1951 г., а затем подробно проанализирована Бенждамино Бернэнком и Аланом Блайндером в 1988 г. Её 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 имеющих им альтернатив, ничего не остается, как урезать свои расходы.

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

Монетаристский канал (monetarist channel) был предложен современным апологетом монетаризма Аланом Мелтцером в 1995 г. Канал является монетаристским в том понимании, что им описывается прямой эффект, оказываемый денежным предложением на цены активов. Согласно Мелтцеру 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 таблице 1 перечислены каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, входящие в модели центральных банков стран Европы. Канал валютного курса присутствует абсолютно во всех моделях. В уравнении канала учитываются такие ценовые переменные как цены на нефтепродукты, экспортные и импортные товары и услуги. Изменение торгового баланса приводит к коррекции внутренних цен и заработной платы. Валютный курс оказывает влияние на конкурентоспособность и реальную заработную плату, по меньшей мере, в краткосрочном и среднесрочном периоде.

Канал замещения также существует во всех моделях. В моделях Центрального Банка Ирландии и Европейского Центрального Банка реальные краткосрочные процентные ставки влияют на текущее потребление. Почти такой же эффект процентных ставок на потребление описывается в моделях Банка Португалии и Банка Греции. В моделях немецкого Бундесбанка и Национального Банка Бельгии на величину потребления на душу населения влияют не краткосрочные, а долгосрочные процентные ставки. В Италии, Австрии и Финляндии потребительские расходы зависят от банковских кредитных ставок.

Несмотря на то, что канал издержек привлечения капитала входит в большинство моделей центральных банков, механизмы работы этого канала значительно разнятся. В ряде моделей (например, Банка Финляндии и Европейского Центрального Банка) на частные инвестиции оказывает эффект краткосрочные ставки, в других моделях на инвестиции влияют долгосрочные ставки (Центрального Банка Ирландии, Банка Испании, немецкого Бундесбанка). Существует также вариант с комбинацией обеих ставок (Банк Франции, Центральный Банк Люксембурга, Национальный Банк Бельгии, Банк Португалии).

Совмещенный канал дохода и потока наличных поступлений исключен из моделей Банков Греции и Ирландии, в связи с тем, что в этих странах финансовые портфели домохозяйств и фирм не играют значительной роли в экономике. В модели Национального Банка Бельгии канал дохода и потока наличных поступлений учитывает также эффект перераспределения портфеля домохозяйств и фирм.

Канал благосостояния вызывает наибольшие дискуссии среди экономистов центральных банков. Он не входит в модели Германии, Греции, Испании, Франции и Португалии. В тех моделях, где он присутствует, причиной изменения благосостояния является колебание цен на финансовые активы (МЗ, облигации, акции и чистые

иностранные активы). В модели Центрального Банка Австрии курс акций является эндогенной переменной. Такую же природу имеют цены на недвижимость в модели Банка Финляндии и стоимость финансового портфеля, состоящего из недвижимости, акций и облигаций, в модели Национального Банка Бельгии. Кроме того, в моделях Банка Финляндии и Национального Банка Бельгии благосостояние влияет не только на потребление, но и на жилищные инвестиции через цены на недвижимость.

Кроме перечисленных каналов каждый центральный банк разработал свои собственные специфические каналы, учитывающие национальные особенности экономики. Например, инфляционный канал (inflation channel), 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 гэп, представляющий собой отклонение текущего уровня цен от равновесного уровня цен согласно модели «P-star». Монетаристский канал, учитывающийся также в модели Европейского Центрального Банка, предполагает, что инфляция в долгосрочной перспективе является денежным феноменом. Снижение процентной ставки в модели немецкого Бундесбанка приводит к сжатию агрегата МЗ, что вызывает падение цен в краткосрочном периоде. В итальянской модели существуют также два дополнительных канала: канал ожиданий (expectations channel), характеризующий влияние изменений в денежно-кредитной политике на инфляционные ожидания, а также портфельный канал (portfolio channel), описывающий эффект перераспределения портфелей домохозяйств и фирм. Последний канал также входит в модель Национального Банка Бельгии, однако там он совмещается с каналом дохода и потока наличных поступлений.

Таблица 1.

Каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики
в моделях ведущих центральных банков.

Источник: van Els P., Locarno A., Morgan J. and Villetelle J.-P.

Monetary policy transmission in the euro area: What do aggregate and national structural models tell us?
ECB Working Paper №94, December 2001.

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

«+» - канал входит в модель, «-» - канал не входит в модель, «*» - канал имеет специфические особенности.

3. Финансовые системы

В зависимости от типа национальной финансовой системы денежно-кредитные импульсы могут проходить по тем либо иным каналам трансмиссионного механизма. В зарубежной экономической литературе различаются две финансовые системы – антагонисты. В первой, **банковской финансовой системе** (bank-based system or bank-oriented system), финансовые ресурсы распределяются преимущественно через банковский сектор экономики. Во второй, **рыночной финансовой системе** (market-based system or market-oriented system), финансирование реального сектора экономики осуществляется через рынок ценных бумаг. Наиболее яркими представителями обоих типов систем выступают Соединенные Штаты и Германия (см. табл. 2). В США финансовая система целенаправленно стоилась с упором на развитие рыночной конкуренции и диверсификации рисков. На протяжении десятилетий кропотливо велась работа по совершенствованию рынка ценных бумаг. Его основы были заложены после финансового кризиса и Великой Депрессии: в 1927 г. был принят Закон МакФэддена, запрещающий создание отделений банков в других штатах, в 1933 г. – Закон Гласса-Стигола, разделивший банки на коммерческие и инвестиционные, и т.д. В Германии после Второй мировой войны перед властями стояла сложнейшая задача воссоздания финансовой системы и подъема экономики из руин. Хотя в период оккупации Германии союзниками предполагалось на немецкую почву перенести англосаксонскую модель финансовой системы, тем не менее, в ходе послевоенного развития произошла концентрация финансовых ресурсов в руках банковского сектора. На авансцену выдвинулись крупные банки, которые сосредоточили в своей собственности большую часть промышленных предприятий. В результате финансовые ресурсы стали перераспределяться не через фондовый рынок, а через банковские институты. В настоящее время рыночная финансовая система наиболее ярко представлена кроме США в Великобритании и Канаде, а банковская финансовая система – кроме Германии в Австрии и Японии. Как правило, банковские системы больше присущи развивающимся странам, в то время как рыночные системы – развитым странам (см. табл. 3). Хотя в 1990-е гг. во всем мире наблюдается дрейф национальных финансовых систем в сторону рыночной системы, четкое разделение обоих типов систем продолжает сохраняться.

Таблица 2.

Структура национальных финансовых активов и пассивов трех крупнейших мировых экономик

Источник: Baba N. and Hisada T. Japan's Financial System: Its Perspective and the Authorities' Roles in Redesigning and Administrating the System. IMES Discussion Paper №02-E-1, 2002.

СТАТЬЯ БАЛАНСА	США	ЯПОНИЯ	ГЕРМАНИЯ
Структура пассивов нефинансового сектора			
Кредиты в национальной валюте	12,1%	38,8%	33,3%
Долговые ценные бумаги	8,2%	9,3%	1,3%
Акции и паи	66,6%	33,8%	54,3%
Торговые и валютные кредиты	13,0%	18,1%	11,0%
Структура финансовых активов домохозяйств			
Наличные денежные средства и депозиты	9,6%	54,0%	35,2%
Долговые ценные бумаги	9,5%	5,3%	10,1%
Инвестиционный траст	10,9%	2,3%	10,5%
Акции и паи	37,3%	8,1%	16,8%
Страхование и пенсионные резервы	30,5%	26,4%	26,4%
Прочие финансовые активы	2,2%	3,9%	1,1%

Таблица 3.

Классификация стран по типу финансовой системы в соответствии со сводным индексом финансовой структуры.

Источник: Demirguc-Kunt Asli and Levine Ross. Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. Unpublish Manuscript. University of Minnesota, June 1999.

Место	Банковская финансовая система	Рыночная финансовая система	Банковская финансовая система	Рыночная финансовая система
<i>Финансово развитые страны</i>		<i>Финансово неразвитые страны</i>		
1	Панама	Нидерланды	Бангладеш	Дания
2	Тунис	Таиланд	Непал	Перу
3	Кипр	Канада	Египет	Чили
4	Португалия	Австралия	Коста-Рика	Ямайка
5	Австрия	ЮАР	Барбадос	Бразилия
6	Бельгия	Южная Корея	Гондурас	Мексика
7	Италия	Швеция	Тринидад и Тобаго	Филиппины
8	Финляндия	Великобритания	О-в Маврикий	Турция
9	Норвегия	Сингапур	Кения	-
10	Новая Зеландия	США	Эквадор	-

Если достоинство рыночной финансовой систем заключается в эффективности распределения ресурсов, то главный «плюс» банковской системы состоит в её высокой стабильности. В рыночной системе оценка инвестиционных проектов (кредитоспособности заемщика) производится на основе общедоступной информации. В банковской системе, наоборот, в связи с тем, что кредитные учреждения налаживают тесные контакты со своими заемщиками и организуют мониторинг их рисков, информация, необходимая для анализа, носит частный закрытый характер. Вследствие информационной асимметрии эффективность распределения ресурсов в обеих финансовых системах зависит от разных факторов. В рыночной системе она определяется качеством общедоступных сведений и зависит от условий работы инвесторов и управляющих. Необходимо, чтобы инвесторы были обеспечены достаточным объемом высоко точной информации, позволяющей им самостоятельно принимать адекватные решения. Корпоративные управляющие, в свою очередь, должны придерживаться строгих дисциплинирующих правил во избежание риска недобросовестного поведения. В конечном итоге эффективность рыночной системы задается правовыми нормами, прежде всего, антимонопольным законодательством и стандартами раскрытия информации; системами налогообложения и отчетности; депозитарно-клиринговой инфраструктурой и другими институциональными факторами. В банковской системе эффективность распределения ресурсов достигается благодаря высокому качеству риск-менеджмента в банковских институтах. В случае чрезмерной информационной асимметрии, прежде всего, при кредитовании малого бизнеса, мониторинг, проводимый ссудодателем, обладает лишь частичной эффективностью. По этой причине банковская финансовая система больше присуща странам, где сложилась олигополия в реальном секторе.

В рыночной системе главную опасность для домохозяйств и фирм представляют колебания цен на финансовые активы, случающиеся вследствие экзогенных шоков. Из-за того, что экономические агенты располагают большими портфелями фондовых активов, они становятся чувствительными к волатильности финансовых рынков. Основной задачей центрального банка в рыночной системе является снижение волатильности финансовых рынков, что ведет к росту стабильности всей системы. В банковской финансовой системе домохозяйства и фирмы мало чувствительны к колебаниям цен на финансовые активы. Временные шоки, включая изменения в денежно-кредитной политике, не оказывают на них напрямую влияние, поскольку шоки поглощаются банковским сектором. Стабильность банковской системы достигается за счет долгосрочных связей между банками, корпорациями и домохозяйствами. Совместно они способны достигнуть больших экономических выгод, чем в одиночку. Ради выживания системы необходимо

отсутствие постоянных шоков или структурных изменений, способных разрушить долгосрочные связи между тремя группами агентов. В рыночной финансовой системе, напротив, каждый экономический агент действует самостоятельно на свой страх и риск, в результате чего он максимизирует выгоды только в краткосрочной перспективе.

Особенности структуры национальной финансовой системы определяют специфику работы трансмиссионного механизма. В частности, характеристики национальных банковских структур определяют ответную реакцию банковского кредитования на изменения в денежно-кредитной политике. Рассмотрим наиболее важные характеристики банковской системы, влияющие на трансмиссию.

Важность банковского кредитования для фирм. Финансирование деятельности фирм за счет средств банков приобрело наибольшую значимость в странах Европы. В то же время в Старом Свете рыночное финансирование гораздо менее развито по сравнению с США. Даже во Франции, в которой наиболее развит фондовый рынок среди европейских континентальных стран, только крупнейшие корпорации могут привлекать финансовые ресурсы посредством выпуска долговых ценных бумаг. В других ведущих странах еврозоны, - Германии и Италии, - отношение совокупного объема эмиссий облигаций к суммарному объему банковского кредитования составляет менее 1%, что обуславливает полную зависимость корпоративного сектора от состояния банковской сферы.

Срочность ссуд и их обеспечение. Кредиты, выделяемые итальянскими и испанскими банками, имеют в значительной степени краткосрочный характер. Большинство из них выдается под плавающую процентную ставку. Такая специфика банковского кредитования ускоряет процесс передачи импульсов денежно-кредитной политики. На другом конце спектра национальных банковских структур в Европе находятся Австрия и Нидерланды, где кредиты выдаются на длительный срок и под фиксированную процентную ставку. Соответственно, у них узкий канал кредитования будет работать с переменным успехом. В таких странах, как Италия, где высока доля ссуд, имеющих обеспечение, трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики работает через балансовый канал.

Взаимоотношения с банковскими клиентами. В нескольких европейских странах рынок финансового посредничества характеризуется специфическими взаимоотношениями банков с клиентами, приводящие к удлинению срочности кредитования. Например, в Германии и Италии существует система «домашних банков», где фирмы проводят большинство своих операций через один единственный банк. Большинство немецких банков действует в качестве универсальных банковских структур (клиенты получают весь возможный спектр услуг), в результате чего стимулы работать сразу с несколькими банками крайне низки. Как правило, доверительные взаимоотношения банков и клиентов существуют только на уровне маленьких банков. Для заемщиков система «домашних банков» подразумевает наличие неявных гарантий доступа к дешевым ссудам, даже в период рецессии. Для центрального банка это означает, что рестриктивная денежно-кредитная политика будет иметь ограниченный эффект на предложение банковских ссуд.

Рыночная концентрация и размер банков. В банковских системах стран еврозоны в течение 1990-х гг. проходили активные процессы концентрации рынка в руках нескольких банков. Согласно индексу Герфиндаля Германия и Италия имеют наименьшую степень рыночной концентрации, а в Бельгии, Греции, Нидерландах и особенно Финляндии концентрация максимальна. Во всех странах ЕС небольшое число крупных банков держит в своих руках значительную часть рынка кредитов и депозитов. В среднем 25% банков привлекают 85%-92% депозитов и выдают 88%-95% кредитов. Аналогичную ситуацию можно наблюдать в США, где 75% банков имеют долю на всех банковских рынках менее 5%. С точки зрения капитализации наилучшая ситуация обстоит во Франции, Италии и Испании. Немецкие банки наименее капитализированы среди банков континентальной Европы, что объясняется низкой степенью риска их активов.

Вместе с тем французские, итальянские и испанские маленькие банки обладают повышенной ликвидностью. Интересно отметить, что маленькие банки в ЕС держат существенную часть депозитов населения по сравнению с их долей на рынке ссуд, Они фактически выступают в роли коллекторов депозитов, которые затем через МБК достаются крупным банкам. Экономическая теория предполагает, что мелкие банки больше подвержены изменениям в денежно-кредитной политике, чем крупные. Аналогичным образом денежно-кредитная политика оказывает неодинаковые эффекты на банки с разной степенью ликвидности и капитализации. Однако в случае европейской банковской индустрии гипотеза значимости размера банка не встречает подтверждения. Это может объясняться хорошей капитализацией банков в Италии, Франции и Испании, наличием банковских групп в Германии и высокой ликвидностью мелких банков в Италии и Франции. В целом информационные несовершенства рынка в ЕС обладают меньшим влиянием, чем в США за счет более доверительных отношений банков и их клиентов.

Влияние государства на банковскую систему. На протяжении 1990-х гг. государственная собственность на банки в ведущих экономических странах резко сократилась. Например, в Италии доля совокупных активов банковской системы, находящихся в руках государства, упала с 68% в 1992 г. до 12% в 2000 г. Тем не менее, средний уровень госсобственности на банки в Европе по сравнению с США остается достаточно высоким. Государственное влияние в банковской системе проявляется не только через прямую госсобственность на банки, но также и через госконтроль и госгарантии. Среди экономически развитых стран максимальная госсобственность на банки наблюдается в Австрии, где доля активов десяти крупнейших банков с участием правительства в уставном капитале не менее 20%, в совокупных банковских активах составляет 70,2%. В Финляндии правительство после банковского кризиса в начале 1990-х гг. предоставило гарантии на все банковские депозиты. Гарантии действовали вплоть до 1998 г. В Греции рыночная доля банков, контролируемых государством, в настоящее время колеблется вокруг 50%. В других ведущих экономических странах влияние государства на банки довольно ограничено. Чем больше влияние государства на банковскую деятельность в стране, тем легче центральному банку произвести через трансмиссионный механизм изменения в экономике, правда, эффективность распределения финансовых ресурсов при этом падает.

Частота банковских банкротств. В большинстве стран ЕС банковские банкротства встречаются реже, чем в Соединенных Штатах. В США в течение 1980-94 гг. было проведено около полторы тысячи процедур банкротств. Даже в период экономического бума 1994-2000 гг. в год банкротилось в среднем семь банков. Для сравнения, в Германии с 1966 г. банкротилось только пятьдесят частных банков. Аналогичным образом в Италии в 1980-97 гг. банкротилось лишь сорок банковских учреждений. С одной стороны низкая частота банкротств в Европе говорит о высокой стабильности банковской сферы и устойчивости структуры трансмиссионного механизма, однако с другой стороны это свидетельствует о небольшой скорости макроэкономической адаптации.

4. Исследование денежно-кредитной трансмиссии в отечественной экономике

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. Некоторое внимание трансмиссии уделено в солидном двухтомнике «Банк России», написанном ведущими преподавателями Московской банковской школы ЦБ РФ Юлией Голиковой и Мариной Хохленковой. Однако в их учебнике описание отечественного трансмиссионного механизма занимает всего несколько строчек. А ведь учебник предназначен для

«подготовки и повышения квалификации работников Центрального банка»!¹ Экономисты Банка России 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 не способна оказывать на экономику хоть какое-то влияние. Иначе как в отсутствие каналов трансмиссии ЦБ РФ мог воздействовать на экономическую активность? В действительности с самого момента своего образования в 1991 г. Банк России располагал работающими 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. Россия стала членом МВФ, 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 Банком России. Проблемы макроэкономического регулирования отходили на дальний план по сравнению с задачей финансирования правительства. Вплоть до середины 1995 г. Банк России предоставлял Министерству финансов кредиты на покрытие внутригодовых 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 ГКО, извлекавшими из него максимальную выгоду, выступали коммерческие банки, что и определило судьбу финансовой системы России. 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 Бориса 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, подотчетность менеджмента, повышение капитализации и пр. Однако все эти шаги, направленные на укрепление рыночной финансовой системы, были сделаны с большим опозданием. В России сформировалась банковская финансовая система, что и определяет специфику трансмиссионного механизма отечественной денежно-кредитной политики.

Каким образом ЦБ РФ воздействует на экономическую активность? В начале 2001 г. суммарная капитализация российского фондового рынка составляла около \$50 млрд. или 19,4% ВВП, а к началу 2002 г. она достигла уже \$90 млрд. или 30,6% ВВП. В то же время отношение совокупного объема кредитов, выданных банками, к номинальному ВВП устойчиво колебалось в 1998-2002 гг. в диапазоне 13%-16%. Исходя из этих простых сопоставлений можно было бы сделать вывод, что в России сложилась скорее рыночная финансовая система, нежели банковская, однако, несмотря на значительную капитализацию фондового рынка, он не играет сколько-нибудь существенной роли в трансмиссионном механизме. Основная нагрузка по передаче импульсов денежно-кредитной политики лежит на канале банковского кредитования.

В настоящее время большинство каналов трансмиссии в России 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

¹ Голикова Ю.С. и Хохленкова М.А. Банк России: организация деятельности. Книга 1. – М.: ДеКа, 2000. – С. 270.

финансовые 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 России 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 уже стали «притчей во языцах».

В результате остается только три канала трансмиссионного механизма: канал валютного курса, канал банковского кредитования и монетаристский канал. 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, долларовые сбережения населения и бремя внешнего долга. Ниже мы проанализируем работу трансмиссионного механизма отечественной денежно-кредитной политике в свете

- 1) канала валютного курса и монетаристского канала;
- 2) канала банковского кредитования;
- 3) канала благосостояния.

4.1. Канал валютного курса и монетаристский канал

Взаимосвязь цен и валютного курса в национальной экономике подвергается тщательному исследованию с конца XIX века, когда на свет появились первые работы Густава Касселя. С начала отношение между двумя переменными изучалось с точки зрения различных международных паритетов, после распада Бреттон-Вудской системы анализ значительно усложнился. В 1990-х гг. возникла теория передачи эффектов валютного курса (exchange rate pass-through theory). В центре её 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, устанавливаемую 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. Изменения обменного курса валюты может никак не отражаться на ценах (отсутствие передачи), отражаться с лагом (постепенная передача) или передаваться неполностью (частичная передача). Искажение в передаче эффектов объясняется с помощью самых разнообразных теорий ценовых жесткостей, например, «издержками меню». Однако эмпирические исследования выявили, что трансмиссии изменений валютного курса препятствует несовершенная конкуренция или ценообразование, ориентированное на рынок. Гипотеза ценообразования, ориентированное на рынок (pricing-to-market behavior), была выдвинута профессорами Массачусетского Технологического Института Полом Кругманом и Рудигером Дорнбушем в 1987 г. Её 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. В результате импортные цены никак не реагируют на изменение валютного курса. Другие возможные объяснения искажений в передаче эффектов валютного курса подчеркивают роль фазы делового цикла, на котором находится национальная экономика; степень недооценки или переоценки валютного курса; уровень внутренней инфляции и глубину открытости экономики².

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

² Goldfajn L. and Werlang S. The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study. Pontificia Universidade Catolica Working Paper №423, 2000.

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. Наконец, в третьих, волатильность номинального валютного курса растет по мере ослабления передачи эффектов валютного курса. Центральный банк начинает уделять динамике валютного курса меньше внимания, и она становится подвержена случайным и несущественным с макроэкономической точки зрения шокам³.

Для анализа передачи эффектов валютного курса воспользуемся стандартной монетаристской моделью с гибкими ценами. В качестве детерминант изменений ИПЦ в текущем месяце (CPI_t) рассмотрим изменения 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 месяце ($Currency_t$, $Currency_{t-1}$). Период наблюдения растянулся с января 1998 г. по июнь 2002 г. Коэффициент детерминации составил 0,99. Результаты корреляционно-регрессионной оценки приведены в таблице 4. В целом по итогам анализа можно сделать несколько выводов.

1. Значительная часть динамики инфляции (83% изменений) обуславливается инфляционной инерцией и ситуацией на валютном рынке.
2. 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%. Кроме того, наблюдается тенденция постепенного снижения волатильности обменного курса, и как следствие, угасание инфляции.
3. 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.
4. 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%.

Таблица 4.

Детерминанты российской инфляции в соответствии с монетаристской моделью

Параметр уравнения	Значение	Стандартное отклонение	t-статистика (Но: $\beta=0$)	p-значение	Принятие гипотезы Но при 5% дов.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-Squared			0,996		

4.2. Канал банковского кредитования

Для анализа банковского кредитования я воспользовался упрощенной версией модели равновесия ссудного рынка, разработанной экономистами Принстонского Университета Аланом Блайндером и Бенждамином Бернэнком в 1988 г. Аналогичная модель использовалась в 2001-02 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

³ Adolfson M. Monetary Policy with Incomplete Exchange Rate Pass-Through. Sveriges Riksbank Working Paper №127, 2001.

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^c_t), 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^c_{t-1});
- ✓ месячные темпы прироста ставки рефинансирования центрального банка 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 с объемами кредитования;
- ✓ месячные темпы прироста средневзвешенной номинальной ставки по годовым депозитам и вкладам физических лиц в рублях (i^d_t).

Кроме того, было построено регрессионное уравнение месячных темпов прироста совокупного объема выданных кредитов банковской системой ($Credit_t$). В нем объясняющими переменными выступили i^c_t , Ref_t и $Credit_{t-1}$. В таблицах 5 и 6 приведены результаты оценки регрессионных коэффициентов и констант уравнений за период с октября 1998 г. по февраль 2002 г. 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. В результате вне зависимости от цен на свою продукцию и объема производства они вынуждены обращаться за кредитами. Процентная ставка по кредитам зависит от ставки по депозитам – чем выше депозитная ставка, тем дороже кредиты; от кредитной ставки за предыдущий период – наблюдается понижающийся 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.

Таблица 5.

Детерминанты объема выданных кредитов банковской системой в РФ.

Параметр уравнения	Значение	Стандартное отклонение	t-статистика (Ho: $\beta=0$)	p-значение	Принятие гипотезы Ho при 5% дов. интервале
Коэффициент при $Credit_{t-1}$	-0,265	0,029	-8,95	0,000	Отвергается
Коэффициент при Ref_t	-0,068	0,093	-0,73	0,467	Принимается
Коэффициент при i^c_t	0,615	0,094	6,53	0,000	Отвергается
Константа	4,489	0,282	15,89	0,000	Отвергается

R-Squared

0,804

Таблица 6.

Детерминанты кредитной процентной ставки в РФ

Параметр уравнения	Значение	Стандартное отклонение	t-статистика (Но: $\beta=0$)	p-значение	Принятие гипотезы Но при 5% дов.интервале
Коэффициент при $Price_t$	0,175	0,123	1,42	0,165	Принимается
Коэффициент при i_{t-1}^c	-0,293	0,089	-3,26	0,003	Отвергается
Коэффициент при Ref_t	0,149	5,166	2,88	0,007	Отвергается
Коэффициент при GDP_{t+5}	0,035	2,057	1,71	0,097	Принимается
Коэффициент при i_t^d	0,339	8,316	4,08	0,000	Отвергается
Константа	-0,733	0,296	-2,48	0,019	Отвергается
R-Squared			0,734		

4.3. Канал благосостояния

Для анализа роли благосостояния в трансмиссионном механизме отечественной денежно-кредитной политики я обратился к методологии, использованной специалистами МВФ в «Мировой экономической перспективе» за апрель 2002 г. Экономисты Фонда изучали эффекты цен на недвижимость и курсов акций на частное потребление. В статистическую выборку входили шестнадцать промышленно стран ОЭСР. Оценка проводилась за период в 1970-2000 гг. Вся выборка стран была разбита на две подгруппы. В первую подгруппу вошли страны с рыночной финансовой системой: Австралия, Канада, Ирландия, Нидерланды, Швеция, Великобритания и Соединенные Штаты. Ко второй подгруппе были причислены страны с банковской финансовой системой: Бельгия, Дания, Финляндия, Франция, Германия, Италия, Япония, Норвегия и Испания. Теоретическая основа исследования зиждилась на гипотезе потребительского поведения, разработанной Милтоном Фридменом (в 1957 г.), а также Франко Модильяни и Альбертом Эндо (1963 г.). 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:

$$C_t = \alpha + \beta Y P_t + \delta W_t + \varepsilon_t, \text{ где}$$

α - автономное потребление;

β - склонность к потреблению за счет дохода;

δ - склонность к потреблению за счет сбережений;

ε_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 (см. табл. 7):

1. в зависимости от внутренней финансовой системы благосостояние оказывает различное влияние на потребление; в рыночной финансовой системе увеличение благосостояния на \$1 ведет к росту потребления на 1,5 цента, в то время как в банковской финансовой системе потребление возрастает только на 1 цент;
2. по сравнению с фондовым рынком цены на недвижимость оказывают гораздо больший эффект на частное потребление;
3. 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;
4. 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% адаптации проходит в течение первого года коррекции.

Таблица 7.

Влияние благосостояния на частное потребление
 Источник: World Economic Outlook: a Survey by the Staff of the International Monetary Fund. Wash., D.C.: The IMF, April 2002. - P. 81.

Финансовая система	Влияние фондового рынка (центов на доллар)		Влияние цен на недвижимость (эластичностьх100)		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

Для анализа вклада благосостояния в частное потребление в отечественной экономике модель была несколько изменена. В качестве текущих расходов домохозяйств рассматривались месячные темпы прироста реальных расходов населения, рассчитанные как разность между текущими доходами населения и приростом сбережений населения во вкладах и ценных бумагах, наличных деньгах и расходах на покупку валюты. В связи с тем, что месячная статистика капитализации фондового рынка и агрегированных цен на недвижимость в РФ не ведется, показателем благосостояния послужил сводный индекс фондового рынка - рублевый Индекс фондового рынка агентства АК&М. В качестве располагаемых доходов рассматривались месячные темпы прироста реальных денежных доходов населения. Из-за отсутствия полноценных длинных рядов динамики, исследовалась только краткосрочная зависимость потребления от благосостояния, период наблюдения растянулся от января 1999 г. до апреля 2002 г. Коэффициент детерминации составил 0,93, что говорит о высокой точности моделирования. Результаты регрессионной оценки даны в таблице 8, по ней можно сделать несколько выводов:

1. автономное потребление в России 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;
2. склонность к потреблению за счет сбережений стремится к нулю, иными словами, благосостояние не оказывает влияние на частное потребление;
3. текущие реальные расходы домохозяйств всецело определяются их располагаемым доходом.

Таблица 8.

Детерминанты текущих потребительских расходов населения в РФ

Параметр уравнения	Значение	Стандартное отклонение	t-статистика (Но: $\beta=0$)	p-значение	Принятие гипотезы Но при 5% дов. интервале
Коэффициент при $Y P_t$	0,595	0,027	21,78	0,000	Отвергается
Коэффициент при W_t	0,038	0,026	1,46	0,154	Принимается
Константа	0,803	0,406	1,98	0,056	Принимается

R-Squared

0,933

4.4. Резюмируя анализ

Подводя итоги можно с уверенностью сказать, что Россия не имеет рыночной финансовой системы. Отечественная финансовая структура экономики может быть скорее охарактеризована как банковская финансовая система. Порядка 90% доходов населения направляется на текущее потребление, что приводит к частичной изолированности финансового сектора экономики от сектора домохозяйств. 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 демонстрирует постепенное насыщение. В частности, наблюдается понижательный тренд кредитной ставки и замедление темпов выдачи кредитов. Все это объясняется тем, что при данных институциональных и экономических ограничений (например, слабое правовое обеспечение рынка ипотечного и земельного кредитования, «двойная» бухгалтерия и пр.) 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 (например, по отчислению резервов) и поощрению создания кредитных бюро и заканчивая поддержкой необходимых законопроектов на федеральном уровне. Впрочем, Банк России может ограничиться минимальными усилиями и использовать канал валютного курса для воздействия на экономическую активность. В настоящее время большая часть динамики инфляции обуславливается конъюнктурой валютного рынка. Постепенное накопление иностранных резервов и решение проблемы внешнего долга позволяют в обозримой перспективе перейти на полноценное таргетирование валютного курса, которое ЦБ РФ в настоящее время проводит в неофициальном режиме.