



И.В. ПАШКОВСКАЯ,
К.э.н. главный научный
сотрудник НИИ ЦБ РФ

ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

О проблеме выработки трансмиссионного механизма



Представления о направлениях трансмиссионного воздействия на экономику разнятся даже в экономически развитых странах несмотря на опыт нескольких десятилетий теоретических и эмпирических исследований в этой области. Развивающиеся страны в своем большинстве только приступают к процессу выработки приемлемой модели трансмиссионного регулирования экономики. Однако значимость этого вопроса актуальна как для развитых, так и для развивающихся стран, поскольку для более точного денежно-кредитного регулирования экономики со стороны центрального банка необходимо четкое понимание трансмиссионного процесса взаимосвязи показателей финансового и реального секторов. Структурные изменения в экономике – включая изменения балансовых показателей фирм, изменения технологий финансового сектора и других макроэкономических показателей – непосредственно оказывают влияние на результаты денежно-кредитного регулирования, поэтому центральные банки при проведении своей политики должны учитывать воздействие общеэкономической среды, быть готовыми к структурным изменениям в экономике. Для достижения целей более эффективного денежно-кредитного регулирования центральные банки должны быть в состоянии дать объяснение происходящих макроэкономических процессов в экономике, чтобы на этой основе определить направления своих действий и при необходимости координировать их в зависимости от экономических условий.

В зарубежной экономической литературе понятие кредитно-денежного механизма увязывается с проводимой политикой регулирования экономики со стороны ЦБ. Исходя из этого трансмиссионный механизм представляет собой более широкое понятие, которое включает не только взаимосвязь денежно-кредитного механизма с реальным сектором экономики, но и процесс регулирования экономики путем денежно-кредитного воздействия на совокупный спрос и совокупное предложение всех экономических агентов, включая экономическое поведение населения.

При разработке национальной модели трансмиссионного регулирования многое зависит от *внутренних* условий, в которых она создается: исторических особенностей инфляционных про-

цессов, характера и структуры финансовой системы, а также *внешних* экономических условий – уровня интеграции национальной экономики в мировое хозяйство, развития экспортных отраслей, а также состояния международных финансов на данный период времени (спад или подъем). В этой связи представляет интерес рассмотрение опыта как развитых, так и развивающихся стран.

Проблема выработки единого трансмиссионного механизма для стран Евросоюза актуальна и для условий современной России. Несмотря на единую валюту, экономические особенности российских регионов позволяют группировать их как по округам, так и по экономическим зонам. Причем различия региональных экономик, например, Центральной России, Урала и Дальнего Востока дают возможность выявить присущие только этому региону особенности, что не может не отражаться на эффективности проведения денежно-кредитного регулирования Центрального банка РФ.

Опыт трансмиссионного регулирования Евросоюза, хотя и построен на анализе результатов деятельности экономик промышленно развитых стран с другими экономическими результатами, но для нашей страны интересен с точки зрения уни-

фикации способов регулирования равных по экономическому потенциалу, но разных по структуре экономики регионов. Различия российских регионов определяются разными экономическими условиями – концентрацией финансово-кредитных учреждений в данном регионе; структурой региональной промышленности; развитием аграрного сектора, уровнем транспортных издержек; средним уровнем заработной платы и доходов населения в регионе и прочее. Все это предполагает разброс в уровнях рыночных процентных ставок по регионам и необходимость выработки комплекса мер не столько по унификации инструментария денежно-кредитного регулирования ЦБ для различных зон, сколько определения позиции ЦБ, направленной на достижение одинаковых конечных показателей экономического развития для экономически неоднородных территорий.

Центральные банки как развитых, так и развивающихся стран имеют два аспекта воздействия на экономику – непосредственно через подконтрольные им показатели денежно-кредитного регулирования, а также косвенным методом – воздействуя через финансовые условия на расходы экономических агентов в рамках трансмиссионного механизма. Во вто-

ром случае связь более сложная и ключевую роль играют исходные финансовые условия экономических агентов.

Факторы воздействия трансмиссионного механизма на экономику разнообразны и зависят от конкретных экономических условий, поведения экономических агентов, структуры финансовой системы страны и способов денежно-кредитного регулирования, присущих для данной госуударства. Особенности денежно-кредитного регулирования развитых и развивающихся стран в настоящее время имеют существенные различия, что находит отражение в **моделях трансмиссионного механизма**. В развивающихся странах с высоким уровнем инфляции денежно-кредитная политика имеет значительно меньшее влияние на совокупный спрос по сравнению со странами с низким уровнем инфляции.

Несмотря на все национальные различия трансмиссионного регулирования как развитых, так и развивающихся стран, при разработке моделей трансмиссионного регулирования желательно руководствоваться несколькими принципами их построения с тем, чтобы создаваемая модель соответствовала общему высокому уровню, характерному для большинства моделей трансмиссионного механизма.

Цели и методы трансмиссионного механизма

Трансмиссионный механизм как концепция

Трансмиссионный механизм (передаточный или механизм влияния) был сформулирован Дж. М. Кейнсом и отражает собой теоретическую концепцию воздействия изменений денежной массы на другие экономи-

ческие переменные. В соответствии с традиционной кейнсианской концепцией постоянное увеличение номинальной денежной массы снижает номинальную процентную ставку вследствие эффекта ликвидности. Это падение ставки процента в свою очередь стимулирует рост ожидае-

мых инвестиций и совокупных расходов в целом, что приводит к росту реального дохода и изменениям номинального чистого национального продукта.

Таким образом, схематично классический кейнсианский трансмиссионный механизм выглядит так, как показано на схеме 1.

Схема 1

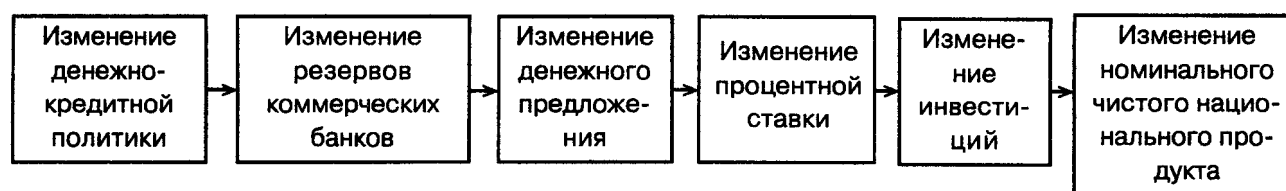
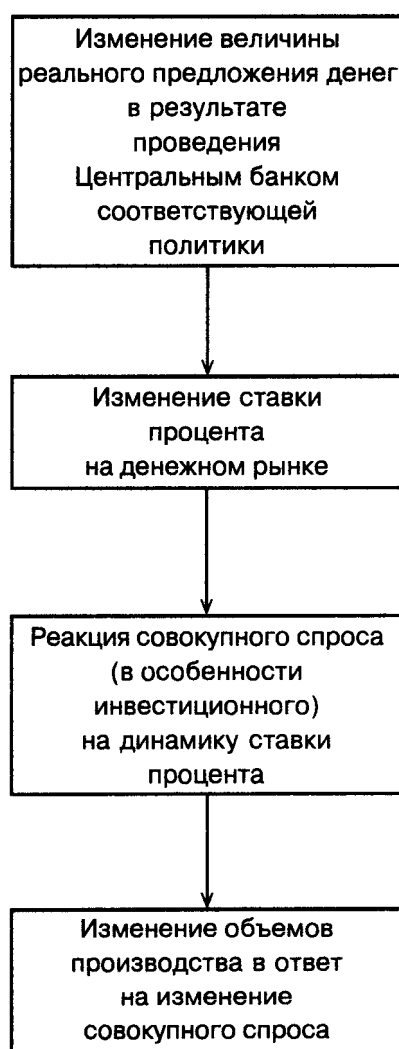


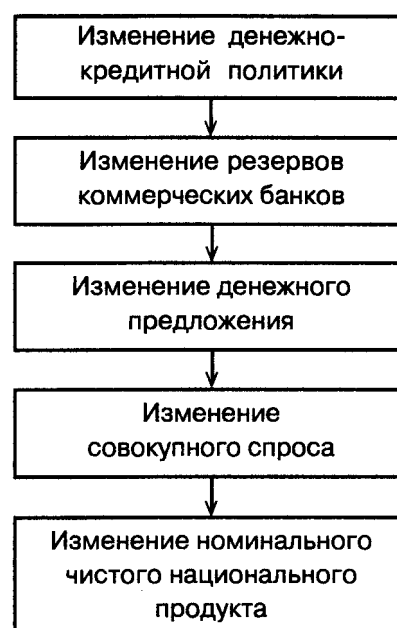
Схема 2



В современной экономической литературе трансмиссионный механизм доводят до еще более простой схемы (схема 2).

Кейнсианцы подчеркивали роль процентных ставок и инвестиционных расходов в изменениях денежного предложения. Монетаристы считают, что изменение денежного предложения непосредственно воздейству-

Схема 3



ет на совокупный спрос, что ведет затем к изменениям номинального чистого национального продукта (схема 3).

Между изменением предложения денег и реакцией совокупного спроса находятся несколько промежуточных ступеней, прохождение которых влияет на конечный результат. Особенности их проявления тесно связаны с типом и характером рассматриваемой экономики.

Поскольку при помощи трансмиссионного механизма можно оказывать воздействие на реальный сектор экономики, в практике экономически развитых стран современные модели трансмиссионного механизма разрабатываются аналитиками для регулирования

и поддержания заданного уровня инфляции. Однако структура построения трансмиссионного механизма каждой отдельной страны зависит от того, как сформулирована основная цель денежно-кредитного регулирования экономики центральным банком этой страны.

Несмотря на то, что трансмиссионный механизм чаще всего рассматривают в качестве инструмента влияния денег на экономические процессы, фактически денежный трансмиссионный механизм представляет собой очень сложный процесс, в ходе которого изменения процентных ставок и цен активов оказывают влияние на самые разнообразные компоненты расходов. Данному влиянию подвергаются самые разные секторы экономики: жилищное строительство – на него оказывают влияние изменения процентных ставок по закладным и действующий уровень цен на жилье; предпринимательские инвестиции – на них оказывают влияние изменения процентных ставок и курсов акций, а также доступность кредитных ресурсов; расходы на потребительские товары длительного пользования подвергаются воздействию ставок процента и также зависят от доступности кредита; объемы экспортно-импортных операций зависят от влияния процентных ставок и колебаний валютных курсов.

О целях денежной политики

Цели денежной политики передаются в экономику различными путями, в основном все они оказывают косвенный эффект на развитие цен товаров и услуг. Эта передача осуществляется посредством комбинации различных каналов, через которые, часто по прошествии длительного времени, используя меняющиеся и не до конца предсказуемые временные лаги, денежная политика воздействует на выпуск продукции и цены.

Трансмиссионный механизм работает в широком смысле в двух стадиях. **На первой**, стадии изменения в политике процентных ставок или в денежной базе, ведут к изменениям в финансовой рыночной конъюнктуре, что находит отражение в рыночных процентных ставках, ценах на активы, обменном курсе, общей ликвидности и условиях кредитования в экономике. **На второй**, стадии изменения финансовой рыночной конъюнктуры, ведут к изменениям в номинальных расходах на товары и услуги домашних хозяйств и фирм. В конечном счете такие номинальные изменения не будут затрагивать реальный сектор экономики, а только общий уровень цен. Однако в краткосрочной перспективе изменения в номинальных расходах могут иметь воздействие на реальную экономическую активность. Степень этого влияния зависит от уровня номинальной ценовой жесткости и от уровня гибкости экономики в целом. Кроме того, имеются прямые каналы трансмиссии – более направленного политического воздействия на инфляционные ожидания, которые могут непосредственно влиять на результаты ценообразования.

Модели трансмиссионного механизма развитых стран построены с учетом стабильных экономических условий и содержат переменные, имеющие более устойчивые связи и взаимозависимости экономических агентов.

Трансмиссионный механизм развивающихся рынков имеет свои специфические отличия от механизма развитых стран по характеру воздействия на экономику. Если в индустриально развитых странах процесс разработки механизма передачи складывался десятилетиями и является результатом теоретических и эмпирических исследований, то в развивающихся странах этот процесс проходит этап своего становления. Структурные изменения в экономике – включая структурные изменения позиций балансов фирм, совершенствование технологий финансового сектора и институциональной структуры финансового сектора, а также изменения прогнозных ожиданий – обычно сказываются на характере проводимой центральными банками денежно-кредитной политики, ее способности оперативно реагировать на происходящие изменения.

Трансмиссионные механизмы развивающихся стран зависят от целого ряда факторов как национального, так и международного характера. Особое значение имеют условия, в которых вырабатывается стратегия проведения денежно-кредитной политики: возможные амплитуды инфляционных колебаний, характер и уровень развития финансовой системы, международные условия функционирования национальной финансовой системы и прочее. Характер национальных моделей трансмиссионного механизма развивающихся

стран, как и в развитых странах, зависит от поставленных стратегией целей денежной политики.

В центральных банках развивающихся стран до настоящего времени не сложилась единая точка зрения по поводу целей проведения денежной политики. Стабильность цен как единственная цель денежной политики без рассмотрения показателей роста производства и занятости населения основывается на том утверждении, что монетарная политика не должна привязываться к показателям долгосрочного роста экономики. С этой точки зрения усилия по стимулированию экономического роста сверх его потенциальных возможностей ведут к ускорению темпов инфляции. Поэтому наиболее оптимальной денежная политика может быть в условиях незначительных колебаний в экономике. Кроме того, многие экономисты считают, что дискреционная денежно-кредитная политика может сглаживать экономические колебания.

Обычно, говоря о наиболее приемлемом для экономики уровне инфляции, имеют в виду небольшой положительный уровень в 2-3% годовых, принимаемая во внимание статистические погрешности в ценах и дифференцированные тенденции производительности в различных секторах. Однако допускается, что в быстро развивающихся странах инфляция может быть несколько выше. Одна из причин этого – возможность регулирования цен в некоторых сегментах экономики. Кроме того, либерализация цен, проводимая некоторыми развивающимися странами, также отражается на уровне инфляции.

В развивающихся странах продолжают дискуссии как за, так и против ограничения целей денежной политики исключительно стабильностью цен. Выпуск продукции в меньшем ассортименте в совокупности с ограниченным развитием финансового рынка, которые могли бы снизить вероятность рисков, делают развивающиеся страны более уязвимыми и диктуют необходимость проведения эффективной противочиклической денежно-кредитной политики. Ограниченный и непостоянный доступ к международным рынкам долгосрочного ссудного капитала, перед которым стоят многие развивающиеся страны, придает особую значимость равновесию их платежных балансов при проведении денежно-кредитного регулирования. Кроме того, в тех странах, где финансовые системы остаются особенно рудиментарными, власти используют прямые методы проведения монетарной политики, направляя кредиты приоритетным, с точки зрения национального развития, секторам.

С другой стороны, денежная политика развивающихся стран менее приспособлена к воздействиям на инфляционные колебания вследствие слабого инструментария денежно-кредитного регулирования. В развивающихся странах денежная экспансия на экономику применяется чаще всего в пределах краткосрочных периодов, однако последующее воздействие сказывается на уровне цен в течение длительного периода. Во многих развивающихся странах монетарное воздействие на экономику способно вызвать резкий рост цен при том, что уровень экономической активности меняется незначительно.

Помимо длительной предшествующей истории высокой инфляции, которая сказывается на инфляционных ожиданиях и отражается на фактических ценах, наличие мелких и слабо развитых финансовых рынков может подорвать способность монетарной политики предсказуемо влиять на экономику. Поэтому вопросы ценовой стабильности имеют для развивающихся стран особое значение. Однако несмотря на то, что ценовая стабильность является основной задачей монетарной политики развивающихся стран, не стоит также игнорировать ее опосредованное влияние на объемы промышленного производства и уровень занятости. Различные особенности, характеризующие высокоинфляционные экономики – недостатки кредитоспособности, индексация контрактов и заработной платы, структурные особенности на рынках труда и рынке товаров, – могут передавать высокую степень инертности инфляции и увеличивать издержки дефляции. В то же время использование обменного курса в качестве номинального якоря может резко снизить издержки на первых этапах стабилизационных программ. Однако в дальнейшем эта стратегия может привести к значительному внешнему дефициту и возможному краху обменного курса, что рикошетом ведет к инфляции. По этой причине центральные банки развивающихся стран, как правило, избирают политику умеренной дефляции и наиболее надежные ее внутренние каналы.

С учетом сказанного, цели денежно-кредитного регулирования в развивающихся странах могут быть сформулированы различно, исходя из по-

требностей национальных экономик на данном этапе развития. Например, в Таиланде цель денежно-кредитного регулирования заключалась в том, чтобы достичь устойчивого экономического роста при приемлемом уровне внутренней и внешней стабильности, в Индонезии до последнего времени провозглашался курс на управление денежными агрегатами на уровне, требуемом для поддержания стабильного экономического роста без учета внутреннего и внешнего макроэкономического равновесия. В то же время в Индии провозглашен курс на обеспечение адекватных условия кредитования производительных секторов экономики, с одновременным обеспечением ценовой стабильности.

Каналы трансмиссионного механизма

В зависимости от состояния развития национальных экономик количественный и качественный состав каналов трансмиссионного воздействия на экономику со стороны денежной политики ограничен.

Без учета национальных особенностей конкретных стран, в целом, наиболее часто в современных финансовых системах развивающихся стран упоминаются четыре канала трансмиссии денежной политики.

Первый канал оказывает воздействие через прямое влияние процентной ставки (**процентный канал**), затрагивая не только стоимость кредита, но и стоимость потоков наличности от дебиторов и кредиторов. Изменения в процентных ставках отражаются на маржинальной (предельной) стоимости заимствования, что влияет на изменения в инвестици-

ях и сбережениях и, таким образом, в совокупном спросе. Изменения в средних процентных ставках будут также оказывать влияние на поток наличности между заемщиками и кредиторами.

Второй канал реализуется через воздействие денежной политики на внутренние цены на активы – включая облигации, фондовый рынок и цены на недвижимость (в более усеченном виде представляет собой **канал благосостояния**, характерный для развитых стран).

Третий канал проявляется через обменный курс (**канал обменного курса**).

Четвертый, главный, канал – доступность кредита (**кредитный**) – канал воздействия в условиях развивающихся экономик.

В странах с плохо развитыми или плохо контролируемыеми финансовыми системами процентные ставки могут не оказывать значительного воздействия на рынок. В этом случае совокупный спрос чаще изменяется в результате изменения объемов кредитования, нежели колебаний цены кредитов. Даже на свободных высокоразвитых рынках стабильность кредитных рынков, в дополнение к изменениям процентных ставок, идентифицировалась как важный фактор влияния на экономическую активность. Проведенные исследования зарубежных экономистов подтверждают, что финансовые условия домашних хозяйств, фирм и финансовых институтов могут играть ключевую роль в повышении результативности денежной политики.

Как эти каналы функционируют в данной экономике, зависит от финансовой структуры и окружающей ее макроэкономической среды. Специфические особенности каналов воздействия трансмиссионных механизмов развивающихся стран необходимо рассмотреть более подробно:

Влияние **процентного канала** воздействия в моделях трансмиссионного механизма развивающихся стран никем не оспаривается. Вместе с тем с учетом экономического развития влияние процентного канала имеет свои особенности. Это объясняется наличием значительного числа административно установленных (директивных) процентных ставок¹, что отражается на уровне рыночных процентных ставок.

В традиционной модели денежной трансмиссии изменения в политике денежно-кредитного регулирования приводят к изменениям в денежной массе, что влияет на денежный спрос и ведет к изменениям в процентных ставках денежного рынка. Изменения в политике и управлении межбанковскими процентными ставками, в свою очередь, ведут к изменениям в кредитных ставках для заемщиков, включая инвестиционные проекты, а также в ставках по депозитам, варьирующихся по срокам в зависимости от действующих условий.

Ключевой вопрос в этом канале трансмиссии – *степень влияния директивных ставок на другие ставки* (особенно краткосрочные ставки межбанковского рынка овернайт). Кроме того, необходимо просчитывать

степень влияния центрального банка на административно устанавливаемые процентные ставки, а также возможные последствия влияния последних на долгосрочные инвестиционные процентные ставки (включая ставки домашних хозяйств) и ставки по потребительским кредитам на приобретение товаров длительного пользования. Степень влияния денежной политики через процентные ставки по временной структуре кредитов зависит от различных факторов, в том числе от организации финансовых рынков и внутреннего состояния конкретных государств. Текущая стоимость товаров длительного пользования обратно пропорциональна реальной процентной ставке. Более низкая процентная ставка отражается на текущей стоимости товаров и, таким образом, увеличивает спрос. Стоимостное выражение реакции процентных ставок проявляется в изменениях предельной стоимости заимствований. Колебания процентных ставок также приводят к изменениям средних ставок по непроплаченным контрактам (фьючерсам), и эти изменения увеличиваются относительно времени.

Точно также маргинальные (предельные) инструменты регулирования по депозитам с течением времени корректируют среднюю ставку по депозитам. Эти изменения в средних процентных ставках затронут доход и поток наличности заемщиков и кредиторов. Административные изменения в средних процентных ставках, таким образом, контролируют изменения, вызываемые потоком на-

¹ Директивные процентные ставки являются методом прямого регулирования в денежно-кредитном регулировании. В отличие от косвенных методов регулирования прямые методы регулирования подразумевают административные формы определения процентных ставок как по кредитам, так и по депозитам.

личности в расходах и доходах. Кроме того, по балансовым статьям можно определить влияние маргинальных процентных ставок.

При разграничении влияния предельных (маргинальных) и средних процентных ставок необходимо иметь в виду *различия между реальной и номинальными ставками*. Реальная процентная ставка воздействует на предельную стоимость заимствований, определяющую решения по расходованию и сбережению. При росте номинальных процентных ставок, отражающих более высокие инфляционные ожидания (при том что реальная ставка остается неизменной), не меняется предельная стоимость заимствований, а поток наличности и статьи балансового отчета заемщиков меняются в результате отклонений средней ставки процента. Это происходит потому, что часть процентных платежей, связанных с инфляционной премией, представляет предоплату реальной части долга, поэтому инфляционные колебания корректируют сроки погашения кредитов. Это воздействие потока наличности имеет большое влияние на совокупный спрос.

Воздействие на активы через уровень цен находит отражение *в канале благосостояния*, который в условиях развивающихся стран также имеет свои специфические особенности. Использование во многих развивающихся странах административного регулирования процентной ставки оказывает влияние на уровень цен на активы (преимущественно выраженных в виде облигаций, обыкновенных акций и ипотечных ценных бумаг). В Израиле, например, процентные ставки оказывали значительное влияние на капитал

и рынки жилья в конце экономических циклов в 1990-е г. с образованием резких скачков на фондовом рынке в конце 1993 г. и повышением цен на жилье в 1993-94 гг., когда процентные ставки достигали низших значений (дно цикла).

В тех странах, где важное значение имеют рынки долгосрочных облигаций с фиксированным процентом, более высокие краткосрочные процентные ставки могут вести к снижению цен на облигации. Так как рынки развиваются, этот канал трансмиссионного механизма усиливается при одновременном усложнении характера взаимосвязей.

Другие способы, при которых цены на активы изменяют условия проведения денежно-кредитного регулирования и могут влиять на совокупный спрос, описаны Джеймсом Тобиным, в так называемой «*q*-теории инвестиций». С точки зрения либеральной денежной политики, курсы акций могут расти, увеличивая рыночную цену фирм относительно стоимости возмещения их капитала. Это снижает реальную стоимость капитала, так как эмитированный капитал определяется по более высокой цене относительно стоимости реальных зданий и оборудования с учетом износа и морального старения. Следовательно, даже если ставки по банковским кредитам вяло реагируют на ослабление денежной политики, тем не менее она затрагивает стоимость капитала и, следовательно, инвестиционные расходы. Регулируемые изменения в ценах на активы могут также затрагивать спрос, изменяя чистую стоимость домашних хозяйств и предприятий. Кроме того, администра-

тивные изменения в стоимости активов изменяют количество ресурсов, доступных для инвестиций.

Снижение цен на активы может иметь особенно сильное воздействие на сбережения, когда изменение отношения «*обязательства к активам*» освобождает домашние хозяйства и фирмы от выплат по погашению встречных облигаций. Существенное падение в ценах на пакетированные акции и облигации может уменьшить стоимость ликвидных активов, способных к замещению. Поскольку домашние хозяйства и фирмы становятся таким образом более уязвимыми к финансовым неприятностям, они могут попытаться восстановить балансовые позиции, сокращая объемы расходов и займов. Эффекты воздействия денежной политики на совокупный спрос через цены на активы и прочие балансовые статьи усиливаются в зависимости от степени соответствия экономической активности. Например, увеличение процентных ставок давит на ставки по ценным бумагам, что ослабляет прочие балансовые статьи, и все это может породить снижение объемов производства и сокращение доходов.

Это снижение экономической активности в свою очередь сокращает поток наличности домашних хозяйств и фирм, усиливая их уязвимость к финансовым потрясениям, что ведет к следующему кругу сокращения вложений. Согласно этому пути, изменения монетарных условий пролонгируют колебания экономической активности, даже если начальный курс денежной политики впоследствии меняется. Резкое падение цен на товары, акции и

недвижимость сопровождается слабым внешним и внутренним спросом. Результатом становится сокращение потока наличности многих предприятий, сопровождающееся снижением дохода, обвалом стоимости активов и увеличением затрат по обслуживанию задолженности.

Особую значимость при проведении денежной политики в развивающихся странах имеет влияние обменной ставки (*канал обменного курса*). Действительно, во многих таких странах — особенно с неразвитыми рынками товаров, капитала и недвижимости — обменный курс является наиболее значимой ценой актива² и объектом воздействия денежной политики. Когда процентная ставка плавающая, сжатие денежной политики стимулирует увеличение процентных ставок, повышает спрос на внутренние активы и, следовательно, ведет к удорожанию номинала и — по крайней мере, сначала — реального валютного курса.

Это удорожание может проводиться двумя различными методами. Первый — это **ценовое воздействие**, оно имеет тенденцию уменьшать спрос на внутренние товары, которые становятся более дорогими по отношению к импортным товарам и, таким образом, менять совокупный спрос. Второй — **изменения в обменном курсе** также могут оказывать важное воздействие на балансовые статьи. Во многих странах домашние хозяйства и фирмы имеют задолженность в иностранной валюте по зарубежным контрактам или в расчетах с внутренней банковской системой. Если такая задолженность не полно-

стью выражена авуарами в иностранной валюте, изменения в обменном курсе могут значительно затрагивать как чистую стоимость задолженности, так и отношение задолженности к активам, тем самым регулируя расходы и заимствования. Когда внутренние резиденты проводят операции только в инвалюте, то повышение обменного курса ведет к улучшению их позиций балансовых статей, и, следовательно, дает расширение совокупного спроса. Таким образом, этот балансовый эффект имеет тенденцию компенсировать относительное ценовое воздействие.

В небольших открытых экономиках с гибкими обменными курсами канал обменного курса особенно важен, потому что в отличие от других каналов, описанных выше, он воздействует не только на совокупный спрос, но также и на совокупные предложения. Послабление денежной политики, например, может вести к обесценению обменного курса, увеличению стоимости импорта местной валюты, и, следовательно, стимулировать фирмы повышать внутренние оптовые цены даже при отсутствии какого-либо расширения совокупного спроса. Поскольку изменение валютного курса рассматривается во многих странах как сигнал будущего изменения цен, особенно в странах, имеющих опыт высокой и меняющейся инфляции, заработная плата и цены могут меняться даже раньше изменений цен на импортную продукцию.

Когда обменный курс фиксированный или труднопрогно-

зируемый, эффективность мер денежно-кредитного регулирования сокращается. Часто (как в Израиле) существуют относительно широкие амплитуды возможных колебаний обменного курса. Кроме того, если только внутренние и внешние активы не полностью замещаются, существуют некоторые пределы для отклонений внутренних процентных ставок от международных. Даже если номинальный обменный курс фиксированный, денежная политика может иметь возможность влиять на реальный обменный курс, воздействуя на уровень цен. Этим способом денежная политика сохраняет свои способности затрагивать чистый экспорт, хотя в гораздо меньшей степени и с большими лагами. Однако в тех случаях, когда внутренние финансовые активы замещаются, как в случае введения режима *currency board* (как в Аргентине или Гонконге) или где есть длительные традиции долларизации (как в Аргентине или Перу), возможности денежной политики строго ограничены.

Кредитный канал воздействия при условии слабых фондовых рынков имеет определяющее значение в национальных моделях трансмиссионного механизма развивающихся стран. При этом особое значение при рассмотрении кредитного канала имеет фактор доступности кредита³ для потенциальных заемщиков.

В тех странах, где частные рынки кредита плохо развиты или ограничены в свободе действий государственным регулированием, денежная политика влияет на совокупный спрос

² Обменный курс проявляется в уровне процентных ставок по валютным активам.

³ Доступность кредита — совокупность условий, по которым заемщик обращается за кредитом и получает его.

путем изменения объемов кредитования или регулирования доступности кредита благодаря прямому или косвенному воздействию на цены кредитов. Кроме того, ограничительные потолки на процентные ставки (или нормативно установленные ставки, как в Китае) заставят банки использовать неценовые способы нормирования кредитов и таким образом увеличат важность воздействия механизма кредитной доступности. Наконец, прямое вторжение правительства на кредитный рынок, как через официальные банки развития, так и через субсидирование коммерческих банковских кредитов, будет иметь аналогичный эффект.

Либерализация финансового рынка не обязательно устраняет фактор доступности кредита. Исследования новых финансовых рынков указывают на важность неполной информации и проблем контрактного принуждения, которые изменяют способы осуществления расчетов на развивающихся кредитных рынках. С усложнением условий денежного рынка банки полагаются не только на повышение процентных ставок в рамках установленных правил нормированной доступности кредита, поскольку это не только поощряет более опасное инфляционное давление на часть заемщиков, не включенных в данную схему кредитования, но и может привлечь в кредитный процесс заемщиков с большей вероятностью риска. В ответ на общее увеличение стоимости кредитов, банки могут отреагировать двумя способами (повышением процентных ставок по кредиту и снижением нормативов кредитоспособности), что ведет к снижению предложения кредита

вместе с увеличением его цены. Даже заемщики, на кредитоспособность которых не оказывалось прямое воздействие, столкнутся с менее благоприятными сроками предоставления кредитов во время экономического спада и во время финансовых затруднений.

В результате действия специальных кредитных отношений в условиях относительно либеральных экономик несколько центральных банков (Индии, Израиля, Перу, Венесуэлы) отслеживают динамику кредита при оценке результатов денежной политики. В Корее центральный банк должен отслеживать альтернативные индикаторы, такие как объемы банковских кредитов, которые могут оказать воздействие на суммарные (агрегированные) расходы.

Нормирование кредита особенно тяжело отражается на мелких заемщиках, как правило, в результате сложностей со сбором информации об их кредитоспособности.

Опыт показывает, что в периоды сокращения денежной массы стоимость альтернативных фондов (не банковских кредитов) для малых предприятий повышалась значительно больше, чем для крупных фирм, а рост финансовых обязательств мелких и средних фирм был значительно ниже. Когда для финансирования недостаточен только банковский кредит (или доступ к нему ограничен определенным числом заемщиков), влияние нормирования кредита усиливается традиционным воздействием процентной ставки в условиях рестриктивной денежной политики.

На доступность кредита также может оказывать влияние способность перелива средств с одного рынка на другой. Тео-

ретически, при рассмотрении канала банковского кредита, существует мнение, что с ужесточением денежной политики банки теряют наиболее дешевые источники кредитных ресурсов. Согласно этой теории, это применительно прежде всего к мелким банкам, которые зависят от депозитов и не могут так же легко, как крупные, переключиться на другие каналы ресурсов (например, на международный рынок ссудного капитала). В той степени, в какой некоторые фирмы зависят от банковского финансирования, переключения в кредитных ресурсах от банков к другим рынкам может оказывать влияние на совокупный спрос, что является следствием увеличения процентных ставок.

Наконец, денежная политика может изменять доступность кредита непосредственно путем воздействия на стоимость активов как заемщиков, так и кредиторов. Поскольку изменения состояния денежного рынка ведут к изменениям в ценах на активы, стоимость залога (обеспечения) по банковским кредитам может быть задействована и в схеме доступности кредита для заемщиков. Например, ссуды на приобретение жилых домов в Сингапуре не должны превышать 80% стоимости или оценки дома. Кроме того, значительные объемы банковских активов, вложенных в акции и недвижимость, снижают цены на эти активы, понижая норматив капитала к активам, и тем самым вынуждают банки сокращать предоставление кредитов.

Изменения в кредитоспособности банковских заемщиков и финансового положения самих банков порождают нормирование кредита, только в том случае, если банки попадают в ситуа-

цию жестких бюджетных ограничений. Денежно-кредитные ограничения в системах с высоким уровнем правительственного участия на рынке приводят к

тому, что банкиры не могут придерживаться тех же принципов управления (рационализация кредитов), каким они следовали бы в более либеральной среде.

Банковские кризисы появляются в том числе, как результат бездействия банкиров, нежелания прогнозировать и реагировать на меняющиеся условия.

ФАКТОРЫ ВОЗДЕЙСТВИЯ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ

Аспекты функционирования трансмиссионного механизма

Существуют два аспекта воздействия денежной политики на реальную экономику. **Первый** состоит в зависимости трансмиссии как от инструментов, находящихся под прямым контролем центрального банка, — например, краткосрочных процентных ставок и резервных требований, — так и от переменных, которые напрямую определяют условия в нефинансовом секторе: процентных ставок по ссудам, ставок по депозитам, цен на активы и обменного курса. Это сочетание определяется, прежде всего, структурой финансовых систем. **Второй** аспект процесса обеспечения функционирования трансмиссионного механизма — связь между финансовыми условиями и расходами домашних хозяйств и фирм. В этом отношении, исходное финансовое состояние домашних хозяйств, фирм и банков будет играть решающую роль, включая степень использования заемного капитала, состав и достоинство активов и обязательств, степень зависимости от внешних источников финансирования.

Оба аспекта трансмиссионного механизма оказали влияние на ход процесса финансовой либерализации во многих странах. Снижение степени участия правительства в регулировании финансовой системы уменьшило важность канала кредитной доступности в де-

нежной политике по сравнению с каналом процентной ставки в рамках модели трансмиссионного механизма.

Однако увеличение нестабильности финансового сектора после финансовой либерализацией выделяет другие аспекты канала доступности кредита (особенно после кризисов). В то же самое время становление и расширение финансовых систем в странах с развивающимися рынками сделали статьи активов и пассивов балансов небанковского финансового сектора более разнообразными, увеличивая таким образом роль цен на активы (в особенности обменный курс) в процессе денежной трансмиссии.

Факторы воздействия трансмиссионного механизма на экономику разнообразны и зависят от конкретных экономических условий, поведения экономических агентов, структуры финансовой системы страны, в которой осуществляется трансмиссионное регулирование, но наиболее значимые факторы, характерные для большинства развивающихся стран, необходимо выделить особо и рассмотреть более подробно. Они определяются условиями и порядком проведения денежно-кредитного регулирования, использованием в качестве инструментария не только методов косвенного регулирования, но и прямых административных методов воздействия. Слабая экономика со своей стороны воз-

действует на характер денежно-кредитного регулирования и определяет наиболее приемлемый инструментарий с тем, чтобы достичь целей, намеченных стратегией денежно-кредитного регулирования. Поэтому в качестве основных условий, определяющих характер денежно-кредитного регулирования и национальных моделей трансмиссионного механизма, можно особо выделить следующее.

- Официальные административные интервенции на финансовых рынках.

- Контроль за уровнем процентных ставок (лимиты по кредитным и депозитным ставкам).

- Определение лимитов на объемы банковского кредитования.

- Государственное субсидирование определенных приоритетных кредитных проектов.

- Краткосрочный характер финансовых рынков и кредитных договоров. Отсутствие долгосрочных рынков капитала и механизмов, регулирующих взаимосвязь краткосрочных и долгосрочных процентных ставок.

- Реакция денежно-кредитной политики на перелив капитала и долларизацию экономики.

- Слабое начальное финансовое состояние экономических агентов и их сниженная реакция на принимаемые меры денежно-кредитного регулирования.

- Неоднородность балансовых показателей различных

фирм затрудняющая процесс регулирования, базирующийся на усредненных показателях,

- Слабость национальных банковских систем, их уязвимость к стрессам в результате действий внутренних и внешних банковских рисков.

Рассмотрим подробнее каждый из перечисленных факторов.

Официальные интервенции

В развивающихся странах правительственное вмешательство на финансовых рынках может осуществляться в ходе трансмиссии тремя способами: при установлении контроля за процентной ставкой или других ограничений на цены финансового рынка; при установлении лимитов (потолков) по банковскому кредитованию; при обеспечении государственного кредитования селективных секторов экономики.

В последние 10 лет XX в. почти повсюду отмечалась тенденция к либерализации экономики. Ранее действовавшие методы прямого контроля по регулированию объемов и направлений размещения кредита практически во всех случаях заменялись более надежными с точки зрения денежно-кредитного регулирования косвенными механизмами – денежным контролем и операциями на открытом рынке.

По сравнению с началом 1980-х гг., когда использование нормирования кредита и денежное регулирование при помощи обязательных резервов было в развивающихся странах практически повсеместным, в 1990-е г. стали широко использоваться операции на открытом рынке и методы тонкого регулирования ликвидности. Некоторые цент-

ральные банки (такие как центральные банки Бразилии, Чили, Гонконга и Израиля) полагались в первую очередь на собственные кредитные и депозитные отношения рефинансирования при проведении денежно-кредитного регулирования; при этом, в первых трех странах эта практика осуществлялась путем установления коридора процентной ставки для процентных ставок денежного рынка.

Центральные банки других стран (Колумбии, Индонезии, Кореи, Малайзии, Перу, Саудовской Аравии, Сингапура, Таиланда и Венесуэлы) стремятся изменить состояние ликвидности, главным образом, путем проведения аукционов ценных бумаг казначейства или своих собственных ценных бумаг, а также через проведение валютных операций.

Хотя использование такого инструмента регулирования как резервные требования значительно сократилось в последнее время, они до сих пор широко используются в Бразилии и Колумбии. Резервные требования часто устанавливаются дифференцированным способом. Чили и Перу поддерживают более высокие резервные требования по депозитам, номинированным в иностранной валюте, чтобы ограничить избыточное воздействие притока капитала на обменный курс.

Контроль за уровнем процентных ставок

Очень немногие развивающиеся страны до сих пор устанавливают лимиты по кредитным и депозитным процентным ставкам. В Китае есть значительное число депозитных ставок, устанавливаемых нерыночно. В Бразилии власти до сих пор используют определенный

прямой контроль над процентными ставками: так называемая «рекомендуемая ставка», которой придерживаются отдельные ставки по депозитам и кредитам, отклоняясь от свободно устанавливаемых ставок на межбанковском рынке на определенную маржу, установленную центральным банком. В Чили процентная ставка регулируется по краткосрочным депозитам до востребования. В Индии лимиты наложены на процентные выплаты по сберегательным депозитным счетам и по проценту, установленному для некоторых селективных кредитов (в основном по экспортным кредитам и кредитам малому бизнесу). Потолок по кредитным ставкам (которые однако допускают конкурсное ценообразование) существует в Малайзии. Ниже рыночных устанавливаются ставки по кредитам для сельского хозяйства в Венесуэле.

Установление лимитов на объемы банковского кредитования

Не только денежные власти (правительство или ЦБ) определяют конкретные цели или лимиты на банковское кредитование, в практике развивающихся стран используются также добровольные соглашения и пруденциальные нормы регулирования банковской ликвидности. В Китае кредитный контроль остается наиболее важным инструментом денежной политики. Бразилия, Индия и Венесуэла сохраняют в своей практике предписания распределения кредитных ресурсов. Кроме того, Бразилия установила кредитные потолки с 1995 г., чтобы остановить быстрый рост кредитных вложений, вызванных Real Plan; причем налоги по кредитным операциям продолжали взимать.

маться. В Малайзии кредитование регулируется по селективным секторам, но в то же время отдельно применялся краткосрочный кредитный контроль (главным образом при автомобильных покупках, приобретении кредитных карт и по операциям с недвижимостью); причем с учетом циклических колебаний экономики при необходимости корректировались принципы регулирования.

В Таиланде от финансовых институтов требуют предоставления кредитных планов на следующий семестр, что позволяет центральному банку лучше анализировать рост кредитования. Ежегодные кредитные планы предоставлялись индонезийскими банками в 1996 и 1997 гг.

В некоторых азиатских экономиках (Гонконг, Индия, Индонезия, Малайзия, Таиланд и, в меньшей степени, Корея) центральный банк время от времени использует моральное воздействие (рекомендации), чтобы регулировать объемы банковского кредитования. В Сингапуре денежные власти направляют рекомендации банкам относительно кредитов и инвестиций. В Израиле и Перу метод управления кредитом как средство денежного регулирования использовался в начале 1990-х гг. Контроль по кредитам частному сектору был одним из главных инструментов денежной политики в Венесуэле до 1990-х гг.

В некоторых странах признано, что пруденциальное регулирование может также играть роль поддержки в проведении денежной политики. Вместе с тем имеются некоторые возражения относительно использования методов пруденциального регулирования при проведении денежно-кредитного ре-

гулирования. Правила банковского кредитования отражают специфические категории, касающиеся стоимостной оценки ссуд или стоимости залогового обеспечения ссуд, которые ограничивают риски колебания в циклах спада и подъема банковского кредитования. Кроме того, изменения в денежно-кредитном регулировании могут потребовать изменений в пруденциальных нормах регулирования. С переходом от потолков по банковским кредитам к механизму контроля, основанному на процентных ставках, требуется более тщательный пруденциальный контроль. В режиме фиксированного обменного курса, который ограничивает возможности независимой денежной политики, пруденциальные нормы регулирования могут при необходимости ужесточаться.

Государственное субсидирование приоритетных кредитных проектов

Правительство может само предоставить кредит нефинансовому частному сектору, как прямо через официальные институты развития, так и косвенно — через гарантии и субсидии определенных кредитов, предоставляемых коммерческими банками. Специальные институты развития привлекают и предоставляют фонды по льготным ставкам или на льготных условиях. Такие отношения были установлены в Бразилии, Индии и, в меньшей степени, в Израиле (в специальных ипотечных банках). Институты развития в Малайзии осуществляют долгосрочное финансирование реального сектора через центральный банк и федеральное правительство, обычно в форме совместного

участия и предоставления ссуд по низкой процентной ставке.

Специальные кредитные институты в Венесуэле предоставляют льготные кредиты малому бизнесу, финансируемому частично из национального бюджета. Другим важным каналом поступления являются средства из специальных бюджетных инвестиционных фондов. Во всех этих случаях роль кредитной доступности в трансмиссионном механизме очевидно усиливается относительно других каналов, в том числе и канала процентной ставки.

Хотя роль правительства как источника кредита уменьшается с течением времени, значительная часть банковского сектора в некоторых развивающихся странах все еще принадлежит правительству (например, в Бразилии, Индии, Индонезии). Однако идет быстрый процесс приватизации этих институтов. Участие государства в кредитовании реального сектора с использованием системы коммерческих банков тем не менее остается значительным для большинства развивающихся стран. В развитых странах сфера альтернативных ресурсов кредитования гораздо шире.

Слабость финансовых рынков. Неофициальные рынки кредита

В либерализованной финансовой среде ключевой признак монетарных трансмиссионных процессов — реагирование процентных ставок заемщиков и кредиторов на ставку краткосрочного денежного рынка, находящуюся под непосредственным влиянием центрального банка и отражающую направленность денежной политики. На

этот процесс оказывают влияние несколько факторов: уровень конкуренции в банковской сфере; доступ к альтернативным финансовым источникам, объемы ресурсов финансовых рынков.

Значительное и более быстрое реагирование ссудных и депозитных ставок на изменения ставок денежного рынка приводит к более быстрой и эффективной трансмиссии показателей денежно-кредитной политики к реальной экономике. Ключевым фактором этих взаимоотношений является степень развития конкуренции в банковском секторе. Когда имеются несколько конкурентоспособных банковских институтов (развитие которых может отразиться на снижении конкурентоспособности других участников рынка, в том числе и иностранных), изменения в ценах на фонды быстро отражаются на ставках по ссудам и депозитам. И наоборот, в высококонцентрированном банковском секторе возможно олигополистическое ценообразование. Кроме того, присутствие принадлежащих государству или подконтрольных ему банков может снижать степень влияния денежной политики на уровень рыночных ставок по кредитам и депозитам.

Воздействие банковской конкуренции на уровень процентных ставок по кредитам и депозитам можно проанализировать на опыте нескольких стран. В Колумбии соревнование среди банков на депозитном рынке намного выше, чем на кредитном (частично потому, что Колумбия остается страной со слабой банковской системой). Колумбийский ссудный рынок более консолидирован, так как большинство банков принадле-

жит конгломератам, процентные ставки чаще регулируются по запросам клиентов этих конгломератов и меньше согласно рыночным условиям. В Индонезии и Таиланде коммерческие банки корректируют ставки ссудного процента чаще, чем ставки по депозитам. Иногда корректировка процентов в банковском секторе зависит от инициативы крупнейших банков, наиболее значимых в долевом участии на рынке депозитов или ссуд. В Гонконге мелкие банки обычно ориентируются на уровень ставок, устанавливаемых крупными банками. В Индонезии очевидно лидерство крупных государственных банков.

Процентные ставки по депозитам и кредитам, установленные внутренней банковской системой, могут также зависеть от доступа домашних хозяйств и фирм к альтернативным внутренним источникам финансирования, включая рынки ценных бумаг и неофициальные рынки. Кроме того, некоторые страны получили достаточно широкий доступ к иностранным фондам. Ключевые принципы воздействия этих альтернативных источников финансирования на эффективность проводимой денежной политики – степень интеграции их с внутренним банковским рынком и состояние развития этого рынка.

В принципе, участие внутренних рынков ценных бумаг ускоряет передачу импульсов денежной политики. Хорошо развитые и конкурентоспособные рынки финансового капитала имеют тенденцию более гибко реагировать на изменения в политике установления ставок, чем банковское управление ставками по кредитам и депозитам. В качестве примера можно привести опыт Израиля. После

проведения финансовой либерализации в трансмиссионном механизме изменилась роль институциональных инвесторов. Так как портфели таких инвесторов содержат государственные ценные бумаги различных сроков погашения, включая краткосрочные (которые являются наиболее важным инструментом регулирования денежной политики), изменения в устанавливаемой центральным банком ставке рефинансирования могут быстро отражаться на экономике через внутренний рынок ценных бумаг. Некоторые ставки этих рынков могут оказывать большее влияние на расходы, чем ставки по краткосрочным банковским депозитам или ссудам.

Кроме того, если банковский сектор и рынки ценных бумаг тесно связаны, банки могут активно влиять на изменения процентных ставок. Пример Израиля достаточно показателен в этом отношении. Поскольку институциональные инвесторы также держат банковские депозиты, они представляют собой важный элемент сцепления между сегментами частного финансового рынка, гарантируя воздействие изменения в ставке рефинансирования на всем спектре процентных ставок.

Ограничения, вводимые в некоторых странах на финансовых рынках, вели к появлению неофициальных рынков кредита. В некоторых странах эти черные рынки стали настолько широкими, что денежные власти потеряли возможность их контроля, и показатели этих рынков используются только как индикаторы проводимой центральными банками политики. При условии, что официальный и черный рынки достаточно отделены друг

от друга (т.е. имеют свой круг заемщиков и кредиторов), воздействие проводимой центральными банками денежной политики на экономику значительно уменьшается. Политика сокращения денежной массы, например, повысит процентные ставки и уменьшит доступность кредита для заемщиков в официальном секторе, но может иметь минимальное влияние на состояние черного рынка.

Трансмиссия денежной политики более сложна, когда официальные и черные рынки в некоторой степени объединены. Жесткая денежная политика, повышающая банковские ставки по депозитам, может заставить домашние хозяйства перевести свои сбережения с черного рынка на официальные банковские вклады. Поскольку заемщики на черном рынке часто испытывают на себе недостаток доступа к официальным банковским ресурсам, это ограничение в ресурсах сказывается на объемах кредитования тех секторов, которые обслуживаются черным рынком. Неравное воздействие денежной политики на отдельные сегменты рынка означает, что ее влияние сложнее прогнозировать, чем в условиях единого официального рынка.

Слабый или неконкурентоспособный финансовый рынок может быть основной причиной неустойчивости процентных ставок на денежном рынке. Поскольку достаточно дорого постоянно регулировать процентные ставки по депозитам и ссудам как по административным причинам, так и в отношении клиентов банки не могут корректировать свои ставки в ответ на движение ставок денежного рынка, если рыночные ставки постоянно меняются.

Ответные изменения процентных ставок на слабых рынках капитала по отношению к изменениям в административно регулируемых ставках могут быть достаточно непредсказуемыми. Хотя ставки изменяются относительно времени, рынки ценных бумаг во многих развивающихся странах остаются мелкими и изменчивыми на ранних стадиях развития рынка долгосрочного ссудного капитала, поэтому трансмиссия показателей денежно-кредитной политики может быть слабой и непоказательной.

Суммируя различные факторы, включая уровень конкуренции в банковской системе, доступность альтернативных источников финансирования, объемов и стабильности внутренних финансовых рынков, можно определить условия для степени и скорости корректировки банковских ставок по депозитам и кредитам при проведении денежной политики.

Имеется некоторая статистическая закономерность, что ответ банковских ставок на действия денежного регулирования медленнее в большинстве развивающихся экономик, нежели в крупных индустриальных странах, может быть, это отражение более ограниченной конкурентоспособности, объемов и гибкости финансовых рынков. Это различие менее очевидно в реагировании трехмесячных ставок денежного рынка на изменения в ставках овернайт, возможно, потому, что наиболее легко гарантировать конкурентные условия на краткосрочном межбанковском рынке. С другой стороны, реагирование ставок банковских депозитов и кредитов к ежемесячным изменениям в

трехмесячных ставках денежного рынка в развивающихся странах медленнее по сравнению с аналогичными показателями развитых стран. Реакция рыночных банковских ставок на изменения ставок денежного рынка в развивающихся экономиках также слабее, чем в развитых.

Краткосрочный характер финансовых рынков и кредитных договоров. Отсутствие долгосрочных рынков капитала

Как отмечалось ранее, важным средством воздействия денежно-кредитной политики на деловую экономическую активность является изменение состояния денежного потока заемщиков. Это зависит не только от степени, с которой изменения в назначаемой процентной ставке ведут к изменениям в краткосрочных депозитных и ссудных ставках, но так же и от того, как быстро изменения в этих новых ставках приводят к изменениям уровня средних рыночных ставок. Один из наиболее важных определяющих факторов — срочность финансовых контрактов. Чем короче срок погашения, чем чаще ссуды и депозиты будут оборачиваться по новым процентным ставкам, тем более быстро изменения в регулируемых ставках скажутся на изменениях в средних процентных ставках по депозитам и кредитам.

Как показывает банковская практика, доля долгосрочных кредитов в портфеле банков развивающихся стран значительно ниже, чем у банков развитых стран. Кредиты в странах Латинской Америки на общем фоне развивающихся стран имеют еще более короткие сроки погашения, что связано с высокой степенью неуверенности в

прогнозах будущей инфляции и процентных ставок по основным финансовым рынкам. Например, в Бразилии большинство кредитов предприятиям имеют срок погашения меньше трех месяцев, а ценные бумаги выпускаются со сроком погашения не более года. В Перу до начала 1990-х гг. никаких долгосрочных инструментов не существовало. Поэтому денежная политика в развивающихся странах осуществляет более краткосрочное воздействие на поток наличности и на совокупный спрос, чем в индустриальных странах.

Другой фактор, определяющий воздействие устанавливаемых ставок на средние процентные ставки, — степень, с которой процентные ставки по кредитам и депозитам могут быть отрегулированы исходя из сроков их погашения. Чем более точно урегулированы и определены договорные процентные ставки (что находит отражение в изменениях ставок денежного рынка), тем быстрее будет воздействие этих изменений на средние ставки по кредитам и депозитам.

Следующая особенность финансовых контрактов, которую необходимо рассмотреть, — индексация основной суммы к некоторой номинальной переменной, обычно представляющей собой ценовой уровень или обменный курс. В таких странах как Чили и Израиль с длительной историей высокой инфляции, большинство долгосрочных контрактов индексируются, и наоборот, индексация практически не проводится в Гонконге, Корее, Малайзии, Сингапуре и Таиланде. Наличие индексируемых ссуд и депозитов требует рассмотрения несколько положений.

Во-первых, процентная ставка по таким контрактам может интерпретироваться как реальная процентная ставка, в зависимости от определенного способа индексации. Это может служить сигналом финансовым рынкам со стороны проводимой центральным банком денежной политики, а также может помочь центрального банку интерпретировать колебания в свободных рыночных ставках по индексируемым долговым инструментам. Во-вторых, когда депозиты и ссуды индексируются, колебания в предполагаемой инфляции и/или снижение обменного курса не приведут к колебаниям в депозитных и ссудных процентных ставках и, следовательно, не затронут денежный поток.

Денежно-кредитная политика и перелив капитала, долларизация экономики

Помимо фактора доступности ресурсов для потенциальных заемщиков в пределах национальной финансовой системы на трансмиссионный механизм оказывает значительное воздействие фактор использования потенциала иностранных финансов. В отличие от многих других аспектов процесса денежной трансмиссии в развивающихся странах проводились значительные исследования роли влияния движения капитала на формирование условий проведения денежной политики. Два наиболее важных явления, влияющих на порядок проведения денежной политики, — перелив капитала и долларизация требуют особого анализа.

Потоки капитала и денежная политика. Теоретически, при отсутствии контроля над капи-

талом, эффективность внутренней валютной политики определяется режимом обменного курса и степенью замещаемости внутренних и внешних финансовых активов друг другом. При плавающем обменном курсе денежная политика работает по двум каналам.

Во-первых, так как денежное предложение контролируется центральным банком, денежная политика может проводиться через традиционную процентную ставку и путем регулирования ликвидности.

Во-вторых, денежная политика воздействует через обменный курс на совокупный спрос и цены. Чем больше замещение между внутренними и международными активами, тем сильнее реакция обменного курса на изменения в процентных ставках, вызванные денежно-кредитным регулированием, и следовательно, степень воздействия денежной политики через этот канал усиливается.

При режиме фиксированного обменного курса влияние замещаемости активов на воздействие денежной политики обратное. Когда внутренние и международные активы абсолютно замещаются, любое действие валютной политики немедленно компенсируется через потоки капитала, так что денежные условия остаются неизменными. Меньшая степень замещаемости способствует тому, что денежные власти будут иметь больше возможностей управлять внутренними процентными ставками независимо от внешних ставок.

Оффшоры. Важной особенностью увеличения подвижности капитала стала возрастающая способность многих фирм в развивающихся экономиках получать средства за границей. Например,

международные рынки капитала стали главным источником средств, привлекаемых израильскими фирмами. Сингапурская экономика доминирует в многонациональных корпорациях с активами, финансируемыми из-за границы. Внешнее финансирование тайских предприятий возросло за период с 1989 г по 1995 гг. с 16% до 27% валового национального продукта. Оффшорные заимствования достаточно эффективно снижают зависимость таких фирм от внутренних условий кредитования и снижают влияние денежной политики на совокупный спрос. Денежное сжатие, повышающее внутренние кредитные ставки, заставит фирмы переключиться на иностранные заимствования, что ограничит возможности дальнейшего денежного сжатия и снизит возможности местных банков в повышении кредитных ставок. Если различие между внутренней и международной ставкой не возмещается равноценно ожидаемому изменению в обменном курсе, влияние денежно-кредитного регулирования на процессы размещения средств ограничивается путем введения режима плавающего обменного курса (другое не менее значимое воздействие, чем влияние денежной политики, проводящееся непосредственное через изменение обменного курса).

На практике только незначительное число крупных фирм – чаще всего с доходами, выраженными инвалютными потоками, – способны непосредственно выйти на международные кредитные рынки. Некоторые центральные банки ограничивают доступ предприятий к оффшорному финансированию или связывают эти отношения с обязательным резервированием (как в Чили и Тайланде). Совокуп-

ное влияние денежной политики на совокупный спрос в этом случае не будет иметь существенного влияния. Вместо этого, сфера действия денежной политики будет снижаться, прежде всего, в отношении мелких фирм и домашних хозяйств. Трансмиссия денежной политики становится более неопределенной, так как фирмы, на которые в основном направлено воздействие денежно-кредитного регулирования, могут быть с самыми слабыми балансовыми позициями и наиболее финансово уязвимыми к нормированию кредитов.

Долларизация. Большинство стран, испытывавших высокую инфляцию, – особенно в Латинской Америке и в России – могли наблюдать существенное усиление использования иностранной валюты. Термин «долларизация» применялся несколько без разбора, предписывая использование доллара как счетной единицы, средства сбережения, средства проведения расчетов или чего-то подобного. Для нашего исследования представляет интерес влияние процесса «долларизации» кредитов и депозитов (выраженных в долларовом исчислении во внутренних банковских системах), которые в большей степени служат средством сбережения, и в меньшей – средством проведения расчетов.

В некоторых развивающихся странах сфера использования иностранной валюты шире, чем в развитых странах, что обусловлено многолетним наследством нерешенных макроэкономических проблем.

Активы могут быть денонмированы в иностранной или в местной валюте (например, доллар и рубль соответственно); другой аспект рассмотрения –

активы могут быть местные или зарубежные. Трансмиссионный механизм в долларизированной системе будет зависеть не только от замещаемости внутренних активов, выраженных в национальной валюте на долларовые активы, но и в степени замещаемости внутренних и зарубежных долларовых активов. Из-за присутствия риска неплатежа, риска конвертируемости и странового риска, внутренние и зарубежные национальные долларовые активы развивающихся стран могут не совпадать в номинале. При этом одинаковые суммы средств на счетах фирм развивающихся и развитых стран также могут иметь разные значения. Как доказательство этого, процентные ставки по долларовым активам и пассивам в долларизированных финансовых системах зачастую превышают международные уровни.

В экономически открытых странах введение ограничений на обменные операции и рост процентных ставок по операциям в национальных валютах стимулирует заемщиков переходить на внутренние долларовые кредиты и размещать свои средства на депозитах в национальных валютах, что стимулирует одновременное увеличение ставок по внутренним долларovým депозитам и кредитам. Поэтому влияние денежного регулирования в этом случае гасится встречными процессами. Наоборот, когда внутренние и заграничные долларовые активы полностью замещаемы (равноценны), канал денежной трансмиссии будет больше похож на недолларизированную систему с безупречной мобильностью капитала, за исключением того, что популярность долларовых кредитов

является показателем скорее долларизированной системы, чем недолларизированной.

Таким образом, очевидно, что родственные вклады в национальных валютах и в долларовых депозитах реагируют на изменения в одностипных ставках возмещения. Однако немногие исследователи сосредоточились на степени замещаемости между внутренними и зарубежными активами, номинированными в долларах. Проведение денежной политики в частично долларизованных финансовых системах вопрос еще менее изученный.

Слабое финансовое состояние экономических агентов. Реакция на принимаемые меры денежно-кредитного регулирования

Начальное финансовое положение домашних хозяйств, фирм и банков, вовлеченных в трансмиссионный процесс, увязывается с проводимой денежной политикой тремя важными способами.

Во-первых, воздействие денежной политики на потребление и инвестиции будет зависеть от степени финансирования этих расходов финансовой системой.

Во-вторых, изменения в ставках по активам, вытекающие из действий денежной политики, будут иметь различное влияние на собственный капитал фирм в зависимости от структуры их финансовых портфелей.

В-третьих, начальные сильные или слабые статьи балансов повлияют на то, каким образом действия денежной политики вызовут изменения в статьях балансов с целью достижения устойчивых приемлемых показателей.

Источники финансирования. В слабых экономиках с недостаточным уровнем развития финансового посредничества и преимущественным финансированием инвестиции из внутренних источников (личных сбережений и накопленных доходов) влияние действий денежной политики на совокупный спрос может быть относительно скромным.

По мере развития экономики доступность дополнительных средств со временем расширяется, и большая часть инвестиций (в некоторых случаях и потребительских расходов) финансируются за счет банковского кредитования. В последнем десятилетии XX в. это долгосрочное развитие усиливалось процессом финансовой либерализации, что улучшило эффективность финансового сектора и доступность привлечения дополнительных средств (сбережений) – как иностранных так и внутренних – для заемщиков. Совершенствование процессов финансового регулирования позволяет направлять частному сектору те дополнительные ресурсы, которые прежде шли на финансирование бюджетного дефицита. Эти изменения со временем повышают чувствительность совокупного спроса к денежной политике в развивающихся странах.

Порядок финансирования домашних хозяйств и предприятий также играет важную роль в механизме воздействия денежной политики на экономику по секторам. В индустриальных странах, сектор строительства крайне чувствителен к изменениям процентных ставок, так как слишком «громоздкий» и дорогостоящий, чтобы финансироваться разными способами. Долгосрочные потребительские

расходы также очень чувствительны к процентным изменениям. Кроме того, сектора экономики, по которым требования по основному и оборотному капиталу (из-за циклического спроса или поставок) являются высокими, очевидно будут напрямую зависеть от банковского кредита и будут чувствительными к изменениям ставок банковского процента.

В развивающихся странах меньше изучены по секторам экономики процессы, отражающие изменения спроса в результате воздействий денежно-кредитной политики, однако в таких странах строительство и расходы по товарам длительного пользования также особенно чувствительны к изменениям денежно-кредитных условий. Кроме того, в зависимости от национальных особенностей развития экономики в развивающихся странах процентно чувствительными к условиям денежной политики могут быть такие сектора как сельское хозяйство и ткацкое производство (Колумбия).

В некоторых странах с развивающимися рынками финансовая либерализация и приток капитала вызвали особенно бурный рост в ипотечном кредитовании и потребительском кредите, включая кредитные карточки. В Аргентине, например, потребительские ссуды обусловили рост объемов кредитования на последующие годы.

Процентная чувствительность жилищных кредитов и потребительских кредитов на приобретение товаров длительного пользования гарантирует дальнейшее усиление влияния денежной политики в развивающихся странах, а также подчеркивает неравномерное ее воздействие в различных секторах экономики.

Состав финансовых портфелей. Поскольку денежная политика может менять качественный состав активов и обязательств, направления ее воздействия на совокупный спрос кардинально зависят от начальной структуры портфеля. На исходных стадиях финансового развития экономик большинство операций во размещению сбережений проводились через внутреннюю банковскую систему и относительно небольшие средства домашних хозяйств и корпоративных портфелей инвестировались в ценные бумаги, чья стоимость изменялась в соответствии с рыночными условиями. Причем иногда объемы вложений в операции, номинированные в инвалюте, превышали объемы аналогичных операций в национальной валюте.

Поскольку финансовые рынки развиваются, совершенствуется структура портфелей и повышается их чувствительность на действия, монетарных властей по изменению стоимости активов.

Наличие иностранных валютных активов и обязательств может быть наиболее значимым признаком состояния балансов, учитывая уровень цен на активы (в том числе валютный курс), в том случае, когда происходят колебания обменных курсов. В большинстве стран законодательно регулируются объемы чистого иностранного участия в банковских капиталах. Однако поскольку банковские заемщики могут держать открытые валютные позиции в инвалюте, на качество портфелей банков и банковскую способность и готовность предоставлять кре-

диты действиями денежно-кредитного регулирования можно воздействовать путем корректировки обменных курсов.

В Мексике, например, иностранное валютное участие было ограничено долями капитала (и иностранные обязательства как часть совокупных обязательств), но девальвация 1994 г. серьезно повредила финансовому положению многих внутренних клиентов с пассивами, номинированными в долларах, способствуя увеличению объема непогашенных кредитов, что серьезно отразилось на статьях банковских балансов. Банки, в свою очередь, ответили сжатием объемов кредитования, которое в дальнейшем усилило тенденции снижения деловой активности. Обесценение значительного числа азиатских валют с середины 1997 г. привело к аналогичным результатам, особенно в тех странах, где имелись крупные объемы заимствований в иностранной валюте, направленные на финансирование внутренних активов.

Соотношение между собственными и заемными средствами. Устойчивость статей баланса – наиболее важный детерминант заимствований и расходования средств, поскольку это затрагивает сразу две переменные – доход и финансовую устойчивость. Отношения между состоянием отдельных балансовых статей и общей финансовой устойчивостью чаще всего нелинейные. Когда сильны начальные позиции балансового отчета – т.е. когда активы обеспечены ресурсами и погашение активов превосходит

сроки погашения долговых обязательств⁴, – вероятность будущего финансового кризиса может остаться низкой даже после изменения структуры баланса и рыночного сокращения стоимости некоторых частей активов баланса, поэтому на распределение средств можно воздействовать незначительно. Но если положения балансового отчета слабы, то же самое сокращение в стоимости активов может значительно повысить вероятность неплатежеспособности и неликвидности и в результате привести к острой и внезапной корректировке заимствований и размещения средств.

Начальное финансовое состояние домашних хозяйств и фирм, таким образом, представляет ключевой детерминант воздействия денежной политики. Чем более сильно начальное состояние балансовых отчетов, тем слабее будет степень воздействия денежной политики в этом направлении на расходы (на потребление и инвестиции). Кроме того, чем меньше доля чистого долга (процентные обязательства минус процентные активы) в портфелях домашних хозяйств и фирм, тем меньшим будет воздействие потока наличности в результате изменений денежных условий.

Различные индикаторы финансового состояния фирм и домашних хозяйств могут уловить уязвимость нефинансового сектора к различным способам денежного регулирования, в результате которых происходят изменения балансов, что отражается и на совокупных

⁴ Согласно классической западной экономической теории активы формируют ресурсы банка, поэтому от состояния активов зависит будущее состояние ресурсной базы банка.

расходах. Одним из важнейших показателей в этом вопросе остается *собственный капитал*, который оказывает влияние на объемы расходов фирм, даже при отсутствии у них интереса к погашению долгов в условиях финансовых спадов. Вторым индикатором является *отношение задолженности к активам*, которое измеряет *девередж*. Исследование использования (размещения) заемного капитала может помочь определить вероятность, при которой домашние хозяйства и фирмы будут иметь трудности погашения долговых обязательств.

Поскольку процентные выплаты по задолженности больше зависят от изменений в политике регулирования процентных ставок, чем от размеров прибыли по активам, степень *левереджа* также показывает степень влияния потоков наличности, вызванных действиями денежно-кредитного регулирования. Однако это воздействие можно еще рассмотреть, используя третий индикатор, определяющий *отношение чистых процентных платежей к совокупным доходам* (со стороны эффективности размещения активов).

В результате финансовой либерализации частный нефинансовый сектор расширил свои возможности получения кредитов, так как сократилось использование государственного сектора банковского кредитования, а потоки капитала в частный сектор возросли. Это означает, что, как и в индустриальных странах в прошлом десятилетии, различные способы воздействия на балансы фирм в результате принимаемых мер денежно-кредитного регулирования оказывают большее воздействие и в развивающихся странах.

Неоднородность балансовых показателей различных фирм

Показателем нелинейных отношений между статьями бухгалтерского баланса фирм и расходами является то, что влияние денежной политики будет зависеть не только от агрегированных балансовых статей нефинансового сектора, но и от их распределения между домашними хозяйствами и фирмами. Если общее финансовое состояние предприятий в экономике очень нестабильно и разнородно (есть сильные и слабые), нелинейные отношения между статьями баланса и направлениями размещения средств делают результаты воздействия денежной политики более непредсказуемыми, чем в том случае, когда большинство фирм имеют однородные балансовые показатели. Сводные показатели финансового состояния фирм могут быть непоказательными для анализа.

Финансовое состояние банковской системы

Финансовое состояние банковской системы – важнейший показатель, отражающий цены и доступность банковских ссуд. Снижение значений отношения капитала к активам, взвешенных с учетом риска, может привести банки к сокращению кредитования с одновременным увеличением процентных ставок и ужесточению нормативов по квалификации банковских ссуд. Когда большинство фирм и домашних хозяйств имеют слабое финансовое положение, банки вынуждены снижать объемы кредитов, предоставляемых заемщикам, и денежная политика становится жестче. Когда показатели банковского капитала высокие по отношению к активам, снижения в стоимости активов (из-за снижения в сто-

имости ценных бумаг или увеличения непогашенных ссуд) могут оставлять отношение капитала к активам на приемлемом (с точки зрения пруденциальных норм регулирования) уровне. Когда исходные отношения капитал/активы низкие, административное регулирование вопросов увеличения стоимости фондов, снижения цен на активы и погашения ссуд может подтолкнуть банки к ограничению доступности кредитов для заемщиков. Это ведет к общему снижению объемов банковского кредитования, и в свою очередь усиливает влияние денежной политики через повышение стоимости кредитов для домашних хозяйств и фирм.

Различные тенденции экономического развития отдельных стран в течение прошлого десятилетия показали уязвимость банков к финансовым потрясениям, и следовательно, усилили чувствительность банковского кредитования к проводимой денежной политике. Макроэкономические колебания и их несвоевременная корректировка – главные источники финансовых волнений. Уменьшение зависимости банковской системы от правительственной поддержки, как через проведение приватизации, так и путем сокращения субсидий, усилило роль норматива отношения капитала к активам для банков. Финансовая либерализация и сокращение бюджетного дефицита стимулировали рыночные изменения в банковском кредитовании, переход управления от государственного к частному сектору. Поскольку банки во многих развивающихся странах на начальных этапах своего развития не имели достаточного опыта оценки частных ссуд и их мониторинга, то пруденциальные над-

зорные механизмы не были достаточно эффективными, что отразилось на качестве банковских ссуд. Наконец эти тенденции сопровождались крупномасштабными потоками капитала, которые вызвали увеличение притока кредитных ресурсов быстрее, чем банки могли их разместить.

Различные вводимые административные кредитные ограничения, также как и снижение кредитного спроса и предложения, выступающие в качестве основных причин сокращения объемов кредитования, обычно сопровождаются экономическими спадами. Подробные исследования по этим вопросам были проведены в США и Японии в 1990-е гг. Анализ снижения банковского кредитования в Мексике в 1995 г. проводился достаточно формально. Поэтому до

конца не разрешены некоторые разногласия – как снижение непогашенных остатков ссудной задолженности, сокращающее возможность предоставления банковского кредита, соотносится с финансовой устойчивостью экономики в целом и банковского сектора в частности, и как сильна взаимозависимость спроса на банковский кредит, высоких процентных ставок, спада в экономике и слабых балансов. Это актуально и для России, где значительная часть неработающих активов в балансах банков возникает в результате финансовых проблем предприятий и значительных объемов просроченной задолженности. Разграничение причин финансовой неустойчивости банков и их заемщиков при рассмотрении причин снижения объемов кредитования характер-

но для многих развивающихся стран.

Последствия сокращения кредита (снижения кредитного предложения), вызванного ослаблением балансов банков, зачастую трудно определить в полном объеме. В этом случае даже здоровые банки будут противодействовать ужесточению денежной политики и замедлению экономической активности, повышая ставки по кредитам и усложняя кредитные условия, что на практике стирает различие между кредитным предложением и кредитным спросом. Однако экономики развивающихся рынков больше подвержены административным кредитным ограничениям, чем экономики развитых стран, в том числе и потому, что гораздо больше привязаны к банковскому финансированию.

ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ТРАНСМИССИОННЫХ МЕХАНИЗМОВ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

В настоящее время существуют четыре аспекта процесса денежной трансмиссии, где неуверенность или разногласия экономистов по поводу снижения погрешностей в моделях проявляются особенно остро:

- трансмиссия решений денежной политики на долгосрочные процентные ставки и цены на активы;
- определение степени влияния условий денежно-кредитного регулирования;
- пределы воздействия денежной политики в условиях фиксированного обменного курса и финансовой неустойчивости; и результаты денежно-кредит-

ного регулирования в условиях высокоинфляционных экономик.

Во всех случаях эффект ожиданий в значительной степени оказывает воздействие на проведение денежной политики, порождая состояние неуверенности.

Влияние денежной политики на долгосрочные процентные ставки и рынок активов

Важной частью процесса денежной трансмиссии развивающихся стран является воздействие административных изменений в краткосрочных процентных ставках на долгосрочные процентные ставки и ставки по

активам. С учетом теории ожиданий применительно к временной структуре процентных ставок, долгосрочные процентные ставки представляют среднее значение прогнозных краткосрочных ставок плюс премиальный риск.⁵ В то же время курсы акций могут интерпретироваться как отражение дисконтированной текущей стоимости ожидаемого дохода предприятий и цен на недвижимость, рассчитываемой на основе ожидаемых будущих арендных плат. Согласно принципу открытого процентного паритета, обменные курсы определяются изменениями в дифференциалах междунаро-

⁵ Согласно выводам *макроэкономической школы рациональных ожиданий* (rational expectations school in macroeconomics/ Robert Lucas, Thomas Sargent), см.: Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика, М.: Дело ЛТД. 1993 г. С. 452.; Миллер Р. Л., Ван-Хуз Д. Д. Современные деньги и банковское дело. Гл. 22 // Теория рациональных ожиданий и современная теория денег М.: ИНФРА-М, 2000. С. 591-621.

ных процентных ставок. Поэтому изменения в краткосрочной процентной ставке (с учетом плавающего валютного курса) будут влиять на долгосрочные ставки и цены на активы в зависимости от действий денежной политики, направленных преимущественно на регулирование курса ожидаемых краткосрочных ставок, доходов или рентных платежей.

На практике реакцию долгосрочных ставок и цен на активы на вызванные денежной политикой изменения в краткосрочных ставках трудно предсказать даже в условиях экономически развитых стран. Во-первых, это зависит от того, как ожидаемый курс краткосрочных процентных ставок подвержен влиянию политических решений. Многое зависит от того, как принимаемое решение меняет рыночные ожидания. Во-вторых, цены на активы также определяются ожиданиями таких макроэкономических действий, которые влияют как на будущие краткосрочные процентные ставки, так и на будущие доходы и арендные выплаты. Трудности прогнозирования макроэкономических переменных делают реакцию долгосрочных процентных ставок и цен на активы неточными, так как действие причинной связи между ценами на активы и макроэкономическими решениями прослеживается в обоих направлениях. И наконец, поведение рынка активов может отклоняться от базисной модели ожиданий. Большинство изменений в ценах на активы прогнозно отражают изменяющуюся рисковую премию, спекулятивные пузыри или другие факторы, не связанные напрямую с ожидаемыми доходами.

Реакция рынка активов на денежную политику, вероятно, будет обладать большей погрешностью в странах с развивающимися рынками, где рынки активов имеют тенденцию быть более мелкими и менее конкурентоспособными. Часто определенные группы игроков могут управлять рынком. Колебания в рыночных ценах на активы могут быть усилены большой доступностью кредита или наличием альтернативного источника финансирования при проведении финансовых реформ. Участники рынка также могут иметь меньше опыта в оценке активов и меньше доступа к своевременной и точной информации относительно финансового состояния фирм, стремящихся привлечь средства.

Кроме того, многие из этих фирм могут быть новыми, без достаточного опыта составления отчетов, что значительно осложняет их оценку. Все эти факторы вносят свой вклад в ситуацию неуверенности относительно соответствующего уровня цен на активы и предполагаемой реакции цен на активы к действиям денежной политики. Непредсказуемость реакции финансовых рынков во многих развивающихся экономиках дополняется значительной неустойчивостью макроэкономических преобразований – включая объемы производства и инфляцию – в сравнении с индустриальными странами. Это расширяет диапазон возможных последствий при изменениях в краткосрочных процентных ставках.

Одна из особенностей большинства высоконестабильных экономик, особенно в Латинской Америке, связана с чередованием периодов как высокой, так и низкой инфляции,

которые обычно связаны с установленными режимами фиксированных и плавающих обменных курсов. В таких странах рыночные ожидания узко сосредоточены на вероятности будущего изменения в режиме и меньшее внимание уделяется возможным предельным изменениям, которые могут происходить в рамках действующего режима валютного курса. Соответственно денежная политика воздействует на долгосрочные процентные ставки и цены активов узко – через рыночные ожидания возможного изменения режима или более широко – через рыночные оценки вероятности результатов денежной политики. В Венесуэле, например, цены на недвижимость имели тенденцию определяться в основном в зависимости от изменения обменного курса (поскольку собственность (property) рассматривалась как хорошее вложение против обесценения средств в результате колебаний обменного курса), а не колебаниями внутренних процентных ставок.

В неустойчивой среде даже ограниченное изменение денежной политики может иметь большое и не обязательно направленное воздействие на рынки активов и совокупный спрос. Ослабление денежной политики, если это порождает опасение нового витка инфляции, может вести к резким скачкам по многим показателям, но особенно по краткосрочным процентным ставкам, а также к резким снижениям курсов акций и падению обменного курса. Наоборот, в условиях высокой и возрастающей инфляции резкое сжатие денежной политики может снижать долгосрочные процентные ставки, способствовать восстановлению финансовых рынков и эко-

номической активности. Конечно, рынки активов развивающихся стран могут действовать по направлениям, компенсирующим прямой эффект действия денежной политики, как и в более стабильных индустриальных странах, но опыт подсказывает, что степень такой компенсации в нестабильных экономиках значительно меньше. Следовательно, и возможности денежных властей для маневра более ограничены, чем в развитых странах.

Рынок активов, реагирующий на денежную политику в развивающихся странах, является слабым и неустойчивым. Возникает вопрос относительно того, может ли эта неустойчивость экономических отношений оказать влияние на экономику в целом. В принципе, когда рынки активов подвержены значительным колебаниям, информационный объем изменений в ценах на активы узок. Это должно заставить инвесторов учитывать изменения в ценах на активы с некоторой погрешностью, таким образом сокращая воздействие колебаний цен на активы в потребительских и инвестиционных проектах, что затем находит отражение в экономической активности.

Неустойчивость рынка активов тесно связана с макроэкономической неустойчивостью. Определенное число непрофессиональных инвесторов и клиентов допускают банкротство, тем самым влияя на колебания рынка активов. Кроме того, колебания в ценах рынка активов могут хорошо коррелироваться с учетом возможности привлечения кредитов или средств из других источников финансирования. Если некоторые категории домашних хозяйств и фирм отстранены от доступа к кредитному рынку

во время финансовых спадов, то для них имеет смысл привлекать средства в максимальном объеме во время экономических подъемов. Это будет особенно показательно, если плохо развитая юридическая система создает трудности для кредиторов по возвращению ссуд, таким образом, сокращая риски, связанные с чрезмерным заимствованием в период доступности кредитов.

Определение степени влияния условий денежно-кредитного регулирования

Когда денежно-кредитное регулирование происходит в экстремальных условиях, цели денежной политики очевидны: инфляция приводит к ужесточению денежной политики, в то время как серьезный спад или ценовая дефляция диктуют необходимость соответствующего денежно-кредитного послабления. В большом количестве промежуточных переменных не всегда очевидно, соответствуют ли текущие денежные условия подходящими для данного момента времени, т.е. являются ли они слишком жесткими или очень свободными.

К сожалению, нет никаких простых однозначных решений для измерения напряженности состояния денежных условий. Центральные банки полагаются на статистические индикаторы состояния экономики в результате проведения денежно-кредитного регулирования, но ни один из них не показал себя полностью надежным по фактическим результатам изменений в совокупном спросе или динамике инфляционного давления. Общим недостатком статистических показателей денежно-кредитного регулирования является то, что их отношение к

конечным целям денежной политики – совокупному спросу и ценам – во многом определяется приоритетом развития одного канала трансмиссии денежной политики.

Денежные власти во многих индустриальных странах в значительной степени отказались от денежного таргетирования, так как факторы формирования спроса на деньги (отношения между денежными агрегатами, совокупным спросом и ценами) изменялись с течением времени. Этот переход в способах регулирования в развитых странах был менее заметен, чем в развивающихся. Бразилия и Корея все еще формулируют денежно-кредитные ориентиры, хотя они только индикативные и дают очень приблизительные результаты. Вспомогательный промежуточный ориентир денежного таргетирования МЗ используют в Малайзии. По контрасту в Китае и России, где по утверждениям западных аналитиков, финансовая рыночная реформа еще не продвинулась достаточно далеко, пригодность денежного таргетирования кажется более полезной.

Несмотря на экстенсивную либерализацию в последние годы, Индонезия и Перу также продолжают использовать денежные агрегаты, по крайней мере, в качестве отправной точки (при непосредственном мониторинге изменений процентной ставки). В Венесуэле контролируемая МВФ программа включает ориентир М2. В Индии функция денежного спроса остается устойчивой в течение длительного периода, несмотря на произошедшие институциональные изменения и развитие финансового рынка. Однако, поскольку процентная ставка имеет все еще незначительное воздействие

на денежный спрос, Резервный банк Индии анализирует содержание различных индикаторов, в том числе таких как уровень цен по финансовому и реальному сектору.

Некоторые центральные банки отдадут предпочтение реальной процентной ставке. Однако сложной остается проблема эмиссии, определяющей тот уровень инфляции, который устанавливает значение реальной ставки процента. Особенно сложный вопрос – сопоставление цен на активы с ценами на товары, поскольку быстрые изменения в пределах финансовой системы часто приводили к колебаниям этих двух индикаторов.

Связь между денежной экспансией и ценами на активы имеет определенную значимость в экономиках стран Восточной Азии, таких как Корея и Тайвань. Нежизнеспособный бум цен на недвижимость, подпитываемый расширением банковского кредита, способствовал нарастанию финансового кризиса, развившегося в последние годы.

В экономиках развивающихся стран неуверенность в эффективности каналов трансмиссии денежной политики, соединенная с быстрым структурными изменениями, делает расчет денежно-кредитных показателей особенно сложными. Кроме того, даже если каналы денежной трансмиссии устойчивы и хорошо понятны, непостоянство финансовых рынков и сложное макроэкономическое положение ослабляют связь между индикаторами денежных условий и будущими экономическими результатами. При высоких и изменчивых инфляционных ожиданиях бывает очень трудно выделить ту часть процента, которая отражает реальную процентную ставку, и ту часть, кото-

рая представляет премию за инфляционный риск.

Как показывает бразильский опыт, наиболее приемлемой реальной процентной ставкой является номинальная процентная ставка за минусом показателя устойчивого уровня инфляции, что превосходит прогнозную стоимость на размер премии за «изменчивость». Следовательно, высокая реальная процентная ставка не обязательно сопровождается жесткой денежной политикой, если премия изменчивости достаточно высока. В Бразилии экономисты считают, что канал процентной ставки усиливается, когда стабилизационная политика порождает менее изменчивую инфляцию. Чтобы избежать таких проблем, некоторые центральные банки (например, Чили) устанавливают денежную политику в пределах реальных процентных ставок.

В некоторых случаях различные показатели могут одновременно указывать на очень различные денежные условия. После периода инфляционной стабилизации, например, некоторые развивающиеся страны испытали одновременные увеличения реальных процентных ставок (отражение сжатия денежно-кредитного регулирования) и быстрый рост кредита (как отражение денежно-кредитных послаблений). Это имело место в Мексике после того как стабилизировалось песо в 1988 г., и в Бразилии после выполнения Real Plan в середине 1994 г. Эти процессы получили развитие в результате восстановления притока банковских депозитов и доступа к международным активам, что позволило банкам снизить кредитное нормирование. В совокупности со снижением обменного курса эти про-

цессы заставляют номинальные процентные ставки снижаться медленнее темпов фактической инфляции. Вообще, всякий раз, когда и ценовое и количественное нормирование используется для регулирования рынка, могут происходить разнонаправленные количественные и ценовые изменения, что влияет на результаты денежной политики особенно с большими погрешностями.

Денежная политика при фиксированном обменном курсе и финансовой неустойчивости

Многие страны установили обменный курс в качестве номинального якоря. Это в значительной степени отражает тот факт, что фиксированные обменные курсы обеспечили, по крайней мере первоначально, дешевый способ снизить высокие ставки инфляции.

Главный недостаток этого политического выбора состоит в том, что ограничивается проведение независимых денежно-кредитных действий. Теоретически, твердый валютный курс вынуждает центральные банки принимать международный уровень процентных ставок, предотвращая увеличение ставок настолько, насколько это необходимо, чтобы поглотить чрезмерный кредит и рост спроса. Аналогично этому фиксированный обменный курс может привести к очень большим дефицитам по текущим операциям. Автоматические механизмы регулирования режима фиксированного обменного курса могут быть также разрушительными. Снижение номинальной жесткости внутренних цен подразумевает, например, что дефициты по текущим операциям должны быть отрегулирова-

ны через отток денежных средств и сжатие спроса, а не через обесценение реального валютного курса.

На практике, однако, может быть использована до некоторой степени независимая денежная политика даже при фиксированном обменном курсе. Это возможно пока внутренние и внешние инвалютные активы неполностью замещаются, пока потоки капитала полностью не регулируются. Очевидно, что внутренние и внешние активы в развивающихся экономиках действительно меньше, чем их настоящие представители (инвалютные активы развитых стран). Статистические исследования показывают, что ставки дохода по активам действительно меньше в развивающихся странах и никак не привязаны к аналогичным ставкам в развитых странах. Кроме того, меры воздействия денежной политики обычно не полностью корректируются при изменениях движения капитала. Наконец, исторический опыт стран, которые имели фиксированный обменный курс и стерилизованные потоки капитала, говорит, что эта политика обычно имела успех при повышении внутренних процентных ставок (или ограничении их падения), по крайней мере, временно. Однако такое воздействие вряд ли будет постоянно, и стране неожиданно придется справляться с внезапным оттоком капитала после его длительного притока.

Отсутствие настоящего замещения между внутренними и международными активами, а следовательно, снижение доходов до нуля по регулируемым обменным курсам может частично быть отражением принятого порядка валютного регулирования. Участники рынка могут терять в результате от-

клонений внутренних ставок дохода от международных настолько, насколько финансовые рынки устроены в соответствии с неценовым механизмом нормирования. Например, внутренний денежный рынок может быть хорошо интегрирован с международным рынком капитала, но изменения в ставках денежного рынка происходят не сразу, корреспондируя изменения в депозитных или кредитных ставках. Сегментация рынка служит фактором поддержания некоторой денежно-кредитной независимости в странах Восточной Азии, которые имели фиксированные или квазификсированные обменные ставки до июля 1997 г.

Другим фактом является то, что отклоняющаяся премия за риск по изменениям в обменном курсе может предотвращать уравнивание доходов между странами. В зависимости от индивидуальных оценок возможностей поддержания режима фиксированного обменного курса, установленный внутренний обменный курс может рассматриваться как высоко привлекательный для некоторых участников и очень невыгодный другим. Это может дать денежным властям некоторую возможность для маневра при таргетировании процентных ставок, хотя чем больше эти ставки отклоняются от международных уровней, тем больше риск вызвать смещение потоков капитала.

На практике стремление сохранить некоторую степень политической независимости часто принимало форму *стерилизации потоков или оттоков капитала*. К сожалению, стерилизация несет с собой существенные риски. Стерилизация потоков капитала может быть дорогостоящей процедурой, по-

скольку требуется выпуск внутренних валютных обязательств, по которым доходы выплачиваются по более высокой ставке, чем у аналогичных зарубежных валютных активов. Если повышение притоков капитала выше, чем ожидалось в ответ на стерилизацию, финансовые затраты стерилизации становятся неприемлемыми. С другой стороны (что наблюдалось в Израиле), стерилизация снижает риск обменной ставки в глазах рядового внутреннего заемщика.

Другая проблема, которая недавно привлекла значительный интерес, — *сфера действия денежной политики по защите искусственно поддерживаемых обменных курсов при непостоянстве финансовых условий*. В некоторых условиях финансовой нестабильности центральный банк может принудительно не допускать процентную ставку на понижение. Это было особенно наглядно в тех случаях, когда происходило заимствование иностранной валюты в больших объемах внутренними инвесторами. Денежные власти могут чувствовать напряжение при регулировании повышения процентных ставок, направленное на защиту искусственно поддерживаемого обменного курса, если банки уже находятся в бедственном финансовом состоянии. Ограничения денежной политики, вызванные финансовой нестабильностью, не исчезают как только обменные курсы переходят на плавающий режим регулирования. При нормальных обстоятельствах обесцененная валюта имеет тенденцию снижать проблему финансовой нестабильности, стимулируя экономический рост. Однако значительная задолженность резидентов в иностранной валюте может подорвать этот

эффект, потому что обесценение увеличивает бремя долга в местной валюте.

Нескольким валютным кризисам в развитых и развивающихся странах предшествовало значительное в объемах заимствование иностранной валюты на финансирование внутренних инвестиционных проектов по недвижимости. Валютные кризисы обычно происходили при условии депрессивного состояния местных рынков недвижимости. Обесценение увеличивало стоимость дебиторской задолженности, но в то же самое время стоимость активов падала. Этот двойной эффект увеличивает риск банкротства и ставит серьезные проблемы перед местной банковской системой.

Существование такого экономического положения часто приводило денежные власти к необходимости слишком долго воздерживаться от принятия решения, искажая таким образом денежную политику. Это подтверждает необходимость структурных преобразований в целях усиления банковской системы, чтобы денежная политика могла свободно концентрироваться на поддержании макроэкономической стабильности. Причем эта потребность особенно очевидная в условиях фиксированного валютного курса, актуальна и при более гибких режимах валютной политики.

Денежная политика в высокоинфляционных экономиках

Воздействие денежной политики в высокоинфляционных экономиках отличается от стран с более устойчивой экономикой в двух отношениях:

- 1) воздействием денежной политики на совокупный спрос;
- 2) особенностями переноса

изменений в совокупном спросе на изменения в объемах выпуска продукции и изменениях в ценах.

При рассмотрении этих аспектов на примере Бразилии очевидно, что в высокоинфляционном окружении денежная политика будет иметь меньше влияния на совокупный спрос, чем имела бы при низкой инфляции.

Во-первых, когда инфляция высока и непостоянна, уровень реальной процентной ставки становится очень ненадежным ориентиром, уменьшая важность канала процентной ставки в трансмиссионном механизме.

Во-вторых, в высокоинфляционной окружающей среде срок погашения/возмещения финансовых инструментов сжимается и долгосрочные неиндексированные активы исчезают. В этом контексте влияние материальных ценностей и цен на активы на изменения в денежной политике станет гораздо менее значимым.

В-третьих, в высокоинфляционных экономиках и сокращение банковских депозитов, и желание банков, чтобы депозиты и активы соотносились по срокам, ведут к общему ограничению роли банковского посредничества в финансировании потребления и инвестиций. Поскольку зависимость совокупных расходов от банковских ссуд низка, для оказания воздействия на них достаточно незначительных, минимально эффективных механизмов регулирования.

Инфляционные экономики отличаются не только связями между денежной политикой и уровнем совокупного спроса, но и влиянием изменений в совокупном спросе на объемы производства и инфляцию. Среди индустриальных стран с низ-

ким уровнем инфляции изменения в денежной политике с самого начала полагаются на воздействие инфляции при условии меняющихся уровней совокупного спроса и занятости, которые впоследствии ведут к изменениям в заработной плате, себестоимости и в конечном счете цен на потребительские товары. Наоборот, во многих экономиках развивающихся стран с недавними историями высокой инфляции имеется очевидное свидетельство положительной связи между экономической активностью и инфляцией. В Аргентине, Мексике и Перу пики роста инфляции были связаны с острыми экономическими сокращениями, в то время как программы дезинфляции связывались с восстановлением объемов выпуска производства. Это говорит о том, что в некоторых случаях краткосрочная кривая Филлипса может быть вертикальной или даже отклоняться в другую сторону – т.е. более высокие уровни инфляции могут вести экономическую активность к сокращению. Вертикаль кривой Филлипса в таких обстоятельствах является результатом гиперчувствительности инфляционных ожиданий и порядка ценообразования к изменениям условий денежного регулирования. Эта гиперчувствительность, в свою очередь, является отражением факторов недавней высокой инфляции и денежной нестабильности.

Во время высокоинфляционных периодов и в условиях нестабильности совокупного уровня цен обменный курс доминирует над формированием ожиданий и установлением цен. Владельцы магазинов в высокоинфляционных экономиках

знают, что обесценение обменного курса может быстро отразиться на общем повышении цен, и это стимулирует их привязывать собственные цены к обменному курсу. Инфляционные процессы 1980-х гг. сопровождались тем, что цены на многие товары во многих латиноамериканских экономиках и других экономиках развивающихся стран указывались в долларах. Следовательно, инфляционные всплески, даже вызванные первоначально денежными экспансиями, обуславливали взаимно усиливающиеся волны в инфляционном ожидании и обесценении обменного курса, без последующих увеличений в совокупном спросе в условиях перегретой экономики. Фактически все успешные программы дезинфляции в прошедшее десятилетие были сосредото-

ны на стабилизации обменного курса, без сокращения совокупного спроса и объемов выпуска продукции.

Как показывают зарубежные статистические исследования, в краткосрочной перспективе инфляция более чувствительна к уровню реального обменного курса чем к реакции на колебания внутренней деловой активности. Как правило, в странах, прошедших длительный путь эволюции с высоким уровнем инфляции, денежная политика может влиять на уровень цен прежде всего через воздействие на обменный курс. Кроме того, в таких странах денежная политика может оказаться практически бессильной в воздействии на совокупный спрос. Денежно-кредитное ослабление может напугать финансовые рынки, вызывая падение стоимости активов и совокупного спроса, в

то время как ужесточение денежной политики, понижающее инфляционные ожидания, может повысить цены на активы и стимулировать экономическую активность. Опыт нескольких стран, успешно осуществлявших программы дезинфляции, дают разные итоговые результаты. В Чили и Израиле, успешно снизивших уровень инфляции с трехзначных до средних международных значений, денежная политика проводится в настоящее время стандартными противочиклическими методами на основе прогнозных данных без того, чтобы повторно ожидать рост инфляционных ожиданий. В Латинской Америке даже после нескольких лет низкой инфляции инфляционные ожидания остаются на достаточно высоком уровне, влияя на все изменения в денежно-кредитной и финансовой среде.

ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ РЕГУЛИРОВАНИЯ В ЭКОНОМИЧЕСКИ РАЗВИТЫХ СТРАНАХ

Трансмиссионный механизм развитых стран может опираться на развитый фондовый рынок (США) или базироваться преимущественно на банковской системе (Германия). Модели передаточного механизма, составляемые аналитиками центрального банка, позволяют отслеживать влияние проводимой денежно-кредитной политики на экономические процессы, происходящие в их стране.

Модель трансмиссионного механизма США

Рассмотрение каналов трансмиссионного воздействия проще анализировать на примере модели трансмиссионного механизма США.

Если ФРС хочет оказать влияние на изменение объемов производства, она может сделать это с помощью трансмиссионного механизма путем про-

ведения нескольких последовательных операций:

- Сокращение ФРС банковских резервов путем регулирования операций на открытом рынке.

- Уменьшение банковских резервов вызывает эффект мультипликации сокращения наличных денег и денежной массы.

- Сокращение денежной массы на денежном рынке приводит к смещению кривой предложения денег относительно неизменной кривой спроса на деньги, что влечет за собой увеличение процентных ставок, а также снижение кредитной доступности и объемов кредитования, ухудшение условий кредитования и удорожание денег.

- Повышение стоимости денег снижает инвестиции и другие чувствительные к проценту компоненты расходов, такие

как закупки потребительских товаров длительного пользования и объемы экспорта.

- Уменьшение инвестиций и других расходов приводит к сокращению совокупного спроса посредством все того же механизма мультипликации. Более низкий уровень совокупного спроса вызывает уменьшение объемов производства, снижение уровня цен или темпов инфляции.

Несмотря на общие экономические изменения последних лет (расширение финансовых инноваций, изменение порядка и расширение источников финансирования жилищного строительства, изменения в степени влияния фактора состояния и прочее), Федеральная резервная система сохранила свою способность влиять на уровень процентных ставок овернайт и фак-

Схема 4



тически стала более точно проявлять свое участие при воздействии на фонды. Однако изменения на рынке резервов могут иметь повседневное влияние, но они не уменьшают левередж по краткосрочным процентным ставкам. Кроме того, тенденции финансовой консолидации и глобализации оказали воздействие на отрасли финансового сервиса, но в целом не отразились на денежной трансмиссии.

Отличительной особенностью денежно-кредитного регулирования экономики в США является приоритетность операций на открытом рынке, что находит свое отражение в национальной модели трансмиссионного механизма.

Процесс трансмиссии начинается с воздействия операций на открытом рынке на рыноч-

ные процентные ставки: или через рынок резервов или более широко через спрос и предложение на деньги. Затем трансмиссия происходит по одному из представленных на схеме каналов.

Канал процентной ставки – первичный механизм при работе во многих традиционных макромоделях. Основная идея, заложенная в нем: задана некоторая степень ценовой жесткости, а увеличения в номинальных процентных ставках находят отражение в росте реальной ставки процента и издержек использования капитала. Эти изменения ведут в свою очередь к отсрочке потребления или к сокращению инвестиционных расходов. Это точный механизм, воплощенный в схемах IS кривой из так называемых старой кейнсианской разновидности,

или предварительное условие центральных уравнений новокейнсианских макромоделей, разрабатываемых с конца 1990-х гг. (Rotemberg, Woodford, 1997 г., Clarida, 1999 г.). Но, кроме того, Bernanke и Gertler выявили (1995 г.), что макроэкономическая реакция в ответ на изменения административно установленной процентной ставки значительно больше, чем подразумеваемая в обычных прогнозах процентная эластичность потребления и инвестиций. Это наблюдение говорит о том, что механизмы, более узкие, чем канал процентной ставки, также могут быть использованы в работе трансмиссионного механизма денежной политики США.

Один из таких альтернативных путей воздействия трансмиссионного механизма –

канал благосостояния, построенный на модели цикла потребления, разработанного Ando и Modigliani в 1963 г., в котором благосостояние домашних хозяйств является ключевым детерминантом потребительских расходов. Согласованность денежной политики обеспечивается через связь между процентными ставками потребительского рынка и ценами на активы: административное увеличение процентных ставок уменьшает прирост инвестиций и совокупную стоимость долгосрочных активов (акций, облигаций и закладных), сокращая вложения домашних хозяйств и приводя к падению в потреблении⁶.

Цены на активы также играют важную роль в *канале широкого кредита*, рассмотренного Bernanke и Gertler в 1989 г., отличного от канала благосостояния. В канале широкого кредита цены на активы особенно важны, так как по ним определяется стоимость залога, который фирмы и предприниматели предоставляют при получении ссуд. На более свободных кредитных рынках снижение стоимости залога заемщиков не будет затрагивать инвестиционные вложения, но при наличии информации или наличии некоторых затрат отклонение стоимости обеспечения увеличивается за счет премии, которую заемщики должны выплатить дополнительно и которая затем уменьшает потребление и инвестиции. Таким образом, влияние административных изменений процентных ставок может усиливаться в результате влияния этого «финансового акселератора».

Подобно широкому каналу кредита *узкий кредит, или ка-*

нал банковского кредитования основан на отношениях кредитного рынка, но в этом случае банки играют ключевую роль. Эта теория возникла как результат трудов Roosa (1951 г.), но в последнее время дополнялась исследованиями, проведенными Bernanke и Blinder (1988 г.). Важность этого канала заключается в том, что банки полагаются на резервные депозиты до востребования как на важный источник фондов, в то время как жесткая денежная политика при снижении совокупной стоимости банковских резервов будет понижать доступность банковского кредитования. Так как значительное число фирм и домашних хозяйств полагаются на банковское финансирование, сокращение кредитного предложения понизит совокупные расходы.

Канал обменного курса — важный элемент макроэкономической модели любой открытой экономики. Цель трансмиссии здесь заключается в передаче импульса воздействия от процентных ставок к обменному курсу через условия открытого паритета процентных ставок, привязывающего границы колебаний процентной ставки (дифференциалы) к ожидаемым изменениям валютного курса. Таким образом, увеличение внутренней процентной ставки относительно иностранных ставок приводит к усилению местной валюты, сокращению чистого экспорта и к понижению общего уровня совокупного спроса.

Наконец можно выделить отдельно *«монетарный»* канал в том смысле, что его направленность на изменения относительных объе-

мов активов проявляется быстрее, чем на изменения процентных ставок. Логика этого положения основывается на том, что различные активы не могут полностью замещать друг друга в инвестиционных портфелях, поэтому изменения в составе нереализованных активов, вызванные денежной политикой, будут вести к изменениям относительных цен, которые в свою очередь окажут реальное воздействие на экономику. В этом случае процентные ставки не играют какой-либо особой роли, отличной от других цен на активы.

Хотя представленный вариант макроэкономической модели трансмиссионного механизма США в настоящее время совершенствуется с учетом новокейнсианских экономических теорий, тем не менее, он четко показывает его приоритетность при рассмотрении финансового рынка относительно кредитного рынка, что объясняется существующими макроэкономическими особенностями в США и их отличием от европейских условий. Основные каналы трансмиссионного воздействия в той или иной степени также присущи трансмиссионной модели в США, как и в большинстве стран Европы, что позволяет руководствоваться общими экономическими положениями, характерными для большинства экономически развитых стран.

Европейские модели трансмиссионного механизма

Последние исследования, проводимые европейскими экономистами, показывают, что меры, принимаемые централь-

⁶ Процентные ставки по активным операциям коммерческих банков включают в себя ставки по вложениям в ценные бумаги, так как процентные ставки по кредитам, выданные коммерческими банками, рассматриваются в кредитном канале трансмиссионного механизма.

ными банками в области денежно-кредитного регулирования, оказывают воздействие на реальный экономический рост с временным лагом в полгода, а на ценовую стабильность – в полтора года.

Причем в проводимых исследованиях приоритетность **процентного канала** в трансмиссионном механизме не оспаривается. В европейской экономической литературе влияние этого канала иногда разбивают на два канала воздействия – канал замещения (капитала) и канал дохода.

Канал замещения построен на потребности экономических агентов вкладывать свои средства на данный момент в зависимости от динамики рыночной ставки. Реальные процентные ставки – важный фактор определения стоимости капитала. Например, когда реальная процентная ставка по банковским кредитам или облигациям увеличивается, затраты фирм, имеющих материальные запасы или инвестирующих средства в оборудование, машины, недвижимость путем получения банковских кредитов или приобретения банковских ценных бумаг увеличиваются, что делает инвестиции менее выгодными. Это также порождает ожидание вложения капитала до тех пор, пока реальные процентные ставки не снизятся до более приемлемого уровня. На объемы инвестиций, таким образом, обычно отрицательно воздействует увеличение реальной процентной ставки. Опытным путем, однако, трудно проследить изменения реальной процентной ставки в результате циклических изменений. Сила и временные лаги влияния изменений процентной ставки будут различаться по секторам промыш-

ленности. Например, капиталоемкие отрасли промышленности, которые имеют потребности в значительных инвестициях, подвергаются большему воздействию, чем менее капиталоемкие отрасли сферы услуг.

Такое воздействие стоимости капитала может быть также важным определяющим фактором расходов домашними хозяйствами на потребительские товары длительного пользования, типа автомобилей и жилых строений. Зачастую такие статьи расходов финансируются потребительскими ссудами и ипотеками. Кроме того, изменения в реальной процентной ставке влияют на доходы по сбережениям. Снижение процентных ставок делает сбережения менее привлекательными и подталкивают домашние хозяйства к увеличению потребления. Однако в Европе такие эффекты замещения (между потреблением и сбережением средств) крайне незначительны.

Недостаток последовательного ряда данных по различным категориям потребления и инвестиционных расходов не позволяет в Евросоюзе систематически отслеживать реакцию различных категорий расходов на импульсы денежной политики. Эконометрические исследования, проведенные по широкому кругу стран, свидетельствуют, что инвестиционные расходы более чувствительны к изменениям стоимости капитала, в то время как потребительские расходы домашних хозяйств меньше реагируют на изменения процентных ставок.

Изменение процентных ставок также передается с потоками доходов в виде процентов, полученных кредиторами,

и процентных платежей, оплаченных дебиторами, что позволяет рассмотреть отдельно воздействие *канала дохода* в рамках трансмиссионного механизма стран Евросоюза. Большинство представленных в нем экономик характеризуются наличием домашних хозяйств в виде нетто – кредиторов, в то время как общественный и корпоративный сектора представляют собой нетто – дебиторов. Увеличение процентных ставок поэтому увеличит совокупный доход после вычета налогов домашних хозяйств, но уменьшит прибыль корпоративного сектора и увеличит дефицит государственного сектора. Воздействие канала дохода в этом случае зависит от объемов и структуры балансов нефинансовых агентов и особенно от срочности погашения/возмещения их активов и обязательств. Кроме того, временные лаги влияния дохода будут зависеть от того, как установлены процентные платежи – с гибкими краткосрочными процентными ставками или с фиксированными.

Финансовые расчеты домашних хозяйств и корпоративного сектора в зоне евро в целом все еще не до конца отражены. Финансовые расходы корпоративного сектора (обязательства, состоящие на 1/3 сроком погашения меньше одного года) немного повышаются после увеличения процентных ставок, в особенности это затрагивает краткосрочные обязательства, переведенные и финансируемые по более высоким ставкам. Снижение потока наличности укрепляет влияние канала капитала в инвестициях и ослабляет финансовое положение предприятий, увеличивая необходимую страховую премию за риск.

В секторе домашних хозяйств большая доля процентных активов и обязательств имеют долгосрочные процентные ставки, хотя способы установления фиксированных или плавающих ставок финансирования различаются по странам. Изменения в доходах не сразу отразятся на изменениях в процентных ставках. Перераспределение дохода среди фирм или домашних хозяйств будет иметь воздействие только на совокупный спрос, если доходы нетто – дебиторов изменяются больше обычных значений по сравнению с нетто – кредиторами. Это имеет место, когда заемщики жестко связаны необходимостью получения кредитных ресурсов.

Результаты исследований, проведенных в нескольких европейских странах, показывают, что один процентный канал не в состоянии влиять на совокупный спрос в условиях современной экономики. Это отражает значение других каналов трансмиссионного механизма в процессе экономического регулирования.

В некоторых исследованиях европейских экономистов отдельно особо выделяется концепция *кредитного канала*, придающая большое значение роли банков в трансмиссионном воздействии на экономику. Эта точка зрения основана на несовершенстве финансовых рынков, возникающем в результате асимметричного распределения информации между заемщиками и кредиторами при очевидных преимуществах первых. Банки выступают в этом случае в роли финансовых посредников, сглаживая последствия этой асимметрии. Приобретение ими информации связано с издержками, отражающимися в получении премии за риск.

В рамках кредитного канала в Европе различают два способа воздействия – узкий кредитный канал и широкий кредитный канал. *Узкий кредитный канал (банковский канал)* основывается на кредитной политике банков и допускает, что ограничительное воздействие денежно-кредитной политики сокращает объемы банковских кредитов, поскольку повышение процентных ставок заставляет экономических агентов искать альтернативные источники вложений. Общее сокращение вкладов приводит к снижению объемов предоставляемых кредитов, а тем самым и инвестиционных возможностей компаний, зависящих от банковских кредитов и не имеющих выхода на рынки капитала. Предполагается, что для некоторых компаний банковские кредиты неполностью заменяются альтернативными формами финансирования.

Описанная концепция несколько упрощает механизм регулирования денежной массы, так как центральные банки определяют размеры денежной базы, а монетарное воздействие отражается в изменениях ликвидности банковской системы. Однако на практике европейскими центральными банками в настоящее время делается акцент на управление краткосрочными ставками денежного рынка, а денежная база определяется исходя из потребности банковской системы в ликвидности. Поэтому возникает вопрос, сокращают ли меры денежной политики в рамках узкого кредитного канала средства банков до такой степени, что последние действительно вынуждены ограничить предоставление кредитов?

Более полную картину происходящего способен отразить

широкий кредитный канал (балансовый канал), для которого центральное значение имеет воздействие денежной политики на имущество (стоимость) и активы компаний. Отправной точкой широкого кредитного канала является решение банков о предоставлении кредитов, при котором доминирующая роль отводится активам компаний, выступающих в качестве залогового обеспечения кредитов. При снижении центральным банком уровня процентных ставок снижается и текущая стоимость будущих денежных поступлений, а тем самым и стоимость компаний. Ухудшение балансовых показателей заемщиков заставляет банки снижать объемы кредитования, что ведет к общему сокращению инвестиций. Получаемые таким образом результаты трансмиссионного воздействия выходят за сферы влияния традиционного процентного канала.

Как и узкий кредитный канал, широкий канал влияет на изменения в кредитной политике банков. Однако он не ограничивается банковскими кредитами, а охватывает помимо этого инструменты других финансовых посредников, влияя на поведение разных экономических агентов.

Значимость этих каналов на практике зависит от многих факторов и поэтому не бесспорна, однако представляет несомненный интерес для дальнейшего изучения.

В трансмиссионном механизме Евросоюза значительное место уделяется влиянию *канала обменного курса*, однако оно различается по странам-участницам в зависимости от особенностей национальных экономик. Изменения в едином обменном курсе оказывают влия-

ние на инфляцию розничных цен через влияние на импортные цены. Изменения в импортных ценах товаров, которые используются в процессе внутреннего производства, влияют на затраты фирм и поэтому ведут к разным изменениям оптовых цен по странам. Таким образом, канал обменного курса зависит от степени открытости национальной экономики, от объемов импорта каждой страны.

Изменение обменного курса также отражается на торговле. Например, реальное обесценение обменного курса евро делает экспортную продукцию и услуги менее дорогими при исчислении в иностранной валюте. Вообще, это ведет к более высокому иностранному спросу на товары и услуги из Евросоюза и к увеличению объемов экспорта. В этом случае реальное обесценение делает импортные изделия, оцененные в иностранной валюте, более дорогими в исчислении в евро, поэтому будет снижаться импорт. Повышение стоимости национальной валюты, как известно, имеет противоположный эффект. Однако воздействие мелких изменений в нетто – экспорте на общий совокупный спрос в Евросоюзе не должно завывшаться. Евросоюз в целом – относительно закрытая экономика, которая сопоставима с США, с объемом экспорта вне еврозоны около 16,8% ВВП, в то время как доля импорта составляет около 15,2%.

Изменения в процентных ставках могут затрагивать и стоимость финансовых активов, таких как обыкновенные акции и облигации, и реальных активов, а поэтому могут иметь прямое влияние на стоимость домашних хозяйств, которые имеют такие активы в своих

портфелях. Все эти формы воздействия можно отследить при изучении *канала благосостояния* в рамках трансмиссионного механизма. Степень влияния изменений стоимости имущества будет зависеть от склонности расходовать это имущество на потребление, как по размеру и составу имущества, так и под воздействием постоянных изменений в ценах активов. Изменения в ценах на активы будут иметь существенное макроэкономическое воздействие на общие расходы, если такие изменения цен значительны и происходят по активам, которые имеют широкое распространение у населения. Несмотря на рост значимости, капитализация фондового рынка в Евросоюзе составляла 90,2% от ВВП на конец 1999 г., это – приблизительно половина того, что есть в США, т.е. вложение имущества в фондовый рынок не так широко распространено. В результате вероятные изменения стоимости акций не способны существенно повлиять на потребительские расходы. Кроме того, в свете неустойчивости биржевых цен экономические агенты могут не принимать в расчет некоторые из происходящих восходящих и нисходящих тенденций.

В Евросоюзе влияние на имущество домашних хозяйств будет иметь более важное значение, когда затронет другие цены на активы. Закладные, которыми обычно располагают домашние хозяйства или непосредственно, или косвенно по объемам приблизительно сопоставимы с ВВП. Однако с учетом того, что большинство таких обязательств держатся внутренними резидентами, влияние в этом направлении в большей степени является распределенным.

В этом смысле можно отметить, что более важное значение среди активов домашних хозяйств имеет *недвижимость*. Отношение собственников, имеющих дома в своем распоряжении, к общему населению в Евросоюзе в среднем составляет около 50%. В этой связи такой рынок можно считать перспективным, поскольку в Евросоюзе имеется значительное число стран с быстро развивающимися рынками. Однако в настоящее время рассматриваемое воздействие в рамках трансмиссионного механизма действует пока в пределах отдельно взятых стран и не может рассматриваться как элемент воздействия Евросоюза в целом.

Гораздо эффективнее изменения в процентных ставках в пределах единой экономики Евросоюза могут затрагивать стоимость основных фондов фирм, включая машины, оборудование и недвижимость, принадлежащую фирме. Степень использования этих средств отражается в залоговом обеспечении кредитных договоров, т.е. изменение стоимости этого имущества может затрагивать условия кредита и косвенно влиять на расходы фирм.

Скорость, с которой изменения в расходах транслируют ценовое давление, зависит от степени номинальной ценовой жесткости и гибкости экономики в целом. В конечном счете, уровень промышленного производства определяется сторонними факторами, такими как технологии, акционерный капитал, объемы используемой рабочей силы. Этот вариант рассмотрения промышленного производства (или потенциальный (прогнозный) уровень промышленного производства) может ме-

няться с течением времени в результате действия многих факторов, таких как изменения в ставках заработной платы, инвестиций в капитал, инвестиции в новые технологии или изменений в налоговом режиме. Кроме того, при ближайшем рассмотрении рабочая сила может использоваться более или менее интенсивно, включая сверхурочное время и другие варианты. Акционерный капитал также может использоваться более или менее интенсивно. Однако в нормальных обстоятельствах увеличение в совокупном спросе сверх прогнозного выпуска промышленности имеет тенденцию создавать узкие места в экономике, которые разогревают инфляционное давление.

Это инфляционное давление может возникать по различным каналам. Поскольку фирмы производят дополнительные мощности, они увеличивают занятость и требуют дополнительного трудового участия от персонала (в том числе и в сверхурочное время). Когда рынок труда работает на пределе, это ведет к повышению заработной платы. Насколько увеличивается заработная плата и уровень производительности, настолько увеличиваются затраты производства. Кроме того, недостаток вводимых ресурсов и выпуск сверх производственных возможностей на неэффективном уровне ведут к давлению себестоимости единицы продукции. В конечном счете, такие финансовые прессы будут отражены в ценовой инфляции, поскольку фирмы пытаются сохранить свой уровень доходности.

Медленное регулирование реальной заработной платы и других относительных цен приводит, в целом, к более дли-

тельным воздействиям на реальную экономику. Эконометрически доказано, что для Евросоюза при жесткости номинальных цен, сопоставимой с США, *скорость корректировки реальной заработной платы к изменениям занятости и производительности труда была намного медленнее*. В отсутствие структурной реформы наличие значительной доли в экономике Евросоюза структурной безработицы ведет к дисбалансам. Возникает опасность, что любое изменение занятости при отсутствии компенсаций в виде роста производительности труда ведет к тенденциям увеличения цен, что может негативно сказаться на уровне их стабильности. Решение проблем структурной безработицы и увеличения неинфляционного роста, а также, в конечном итоге, поддержания ценовой стабильности Евросоюза возможно осуществить за счет внедрения новых технологий.

Основная цель денежно-кредитной политики Евросоюза заключается в поддержании стабильности цен. Эта первичная цель достигается за счет приоритетной роли денег как ориентира роста денежной массы при использовании диапазона экономических индикаторов, отражающих динамику цен и риски ценовой стабильности в Евросоюзе.

Денежная политика может непосредственно управлять динамикой цен Евросоюза, но основывается при этом на сложном трансмиссионном процессе. Процесс трансмиссии включает финансовую систему, финансовые рынки и реальный сектор экономики и определяется несколькими каналами воздействия, действие каждого из которых длительно, изменчиво

и не полно предсказывает временные лаги между инструментами денежно-кредитного регулирования и ценами. Затем денежная политика анализирует перспективу будущей динамики цен и тщательно оценивает выбор времени и размеры влияния, которые оказывают меры денежно-кредитного регулирования на изменение динамики цен. Под конец центральные банки анализируют и проводят мониторинг множества денежно-кредитных, финансовых и других экономических индикаторов, которые помогают обеспечивать более точные прогнозы воздействия окружающей экономической среды, перспективу будущей динамики цен и других показателей трансмиссионного механизма.

Среди переменных, которые являются наиболее важными в описанном процессе, **деньги играют ключевую роль**. Денежно-кредитные тенденции отражают полезную информацию относительно будущей динамики цен и таким образом могут служить своеобразным компасом проведения денежно-кредитного регулирования и корректировки трансмиссионного регулирования в целом. Зарубежные эмпирические исследования доказывают, что тенденции уровня цен можно отнести к денежно-кредитным проявлениям в среднесрочном и долгосрочном аспекте рассмотрения. Денежные агрегаты обычно определяют переменными, измеряющими экономическую активность и состояние экономики. Учитывая, что реакция денежных агрегатов к определенным воздействиям экономики зависит от композиционного состава активов, анализ денежных агрегатов помогает лучше понять ход событий, происходящих в банковс-

кой сфере, на финансовых рынках и в целом в экономике.

Мониторинг событий денежно-кредитного регулирования помогает идентифицировать характер экономических шоков, и таким образом дополняет общую картину экономического развития. В то время как денежный агрегат М3 обычно несет в себе информацию о тенденциях уровня цен в среднесрочном и долгосрочном аспекте, эта связь может быть искажена действием множества экономических факторов в краткосрочном аспекте. Ежемесячные темпы роста денежных агрегатов не дают однозначно и ясного сигнала относительно динамики будущих цен. Такие сигналы могут следовать в результате экономических шоков, которые затрагивают денежный спрос, т.е. институциональные изменения в банковской системе, введение финансовых инноваций, изменения в налогах и резервных требованиях или использование значительного объема валютных средств при расчетах с другими странами. Свойство денег выступать индикатором уровня цен может быть подорвано непосредственным воздействием на уровень цен в результате налоговых изменений, административного регулирования цен или колебаний товарных цен. Чтобы в модели трансмиссионного механизма избежать погрешностей необходимо четкое понимание тех экономических процессов, которые действуют в данный момент во взаимоотношениях между деньгами, реальной экономической деятельностью, процентными ставками и ценами. Это позволяет центральным банкам использовать информационные возможности денежных агрегатов наиболее полно.

Динамика роста денежной массы и конкретных денежных агрегатов должна обеспечивать ценовую стабильность в среднесрочной перспективе и должна выдерживать стабильный уровень цен в Евросоюзе на перспективу. Стабильность цен в среднесрочной перспективе оценивается в контексте функции спроса на денежные средства, где определенный денежный агрегат связан с уровнем цен и другими макроэкономическими переменными, типа реального дохода и процентных ставок.

Существенные или длительные отклонения денежной массы от рекомендуемых значений в обычных условиях являются сигналом снижения ценовой стабильности в среднесрочной перспективе с учетом того, что рост денежной массы является опережающим индикатором развития событий при изменении ценовой стабильности. Денежные агрегаты Евросоюза не регулируются в краткосрочном аспекте корректировкой краткосрочных процентных ставок. Наиболее точным показателем ценовой стабильности являются широкие денежные агрегаты, отражающие тенденции динамики цен, но не управляемые с помощью изменений краткосрочных процентных ставок. Учитывая это, основным денежным агрегатом Евросоюза считается агрегат М3. Кроме того, установлено, что для обеспечения ценовой стабильности необходимо, чтобы:

- индекс потребительских цен (ИЦП) в течение года не превышал 2%;
- тенденции роста ВВП находились в пределах интервала 2-2,5% в год;
- в среднесрочной перспективе снижение скорости обра-

щения М3 не выходило за пределы 0,5-1% ежегодно.

Учитывая установленный индекс потребительских цен на уровне «ниже 2%» и фактическое снижение скорости обращения М3 несколько ниже диапазона 0,5-1%, Центральный банк Евросоюза установил ежегодный реальный рост показателя М3 в пределах 4,5%.

Параллельно с анализом денежной массы для определения стабильности цен на перспективу главную роль играют **прогнозы динамики роста цен и учет потенциальных рисков ценовой нестабильности**. Для этого используется обширное число переменных, обладающих свойствами опережающего индикатора при определении прогнозной динамики цен. Эти переменные включают в том числе показатели темпов роста средней заработной платы, обменный курс, курсы акций и кривую доходности, различные показатели реального сектора, результаты налоговой политики, ценовые и товарные индексы и обзор деловой и потребительской активности. При этом Европейский центральный банк помимо собственных расчетов будущего уровня инфляции, отслеживает прогнозы инфляции, произведенные другими экономическими ведомствами, прочими участниками финансового рынка, а также и международными финансовыми организациями. Помимо общего прогноза, определенный интерес представляет анализ индивидуальных индикаторов инфляции, которые могут осветить некоторые вопросы окружающей макроэкономической среды и состояния экономики.

Центральный банк Евросоюза, подобно всем центральным банкам, не может управлять

уровнем цен непосредственно, используя только инструменты денежно-кредитного регулирования. Вместе с тем центральные банки (по сравнению с другими органами финансового регулирования) располагают более обширной информацией и ближе к процессу воздействия трансмиссионного механизма (передача решений денежно-кредитного регулирования на механизм определения и установления рыночных цен в экономике). Поскольку действие трансмиссионного механизма представляет собой сложный и длительный процесс, необходимо вырабатывать определенную структуру разъяснений. Эту роль и выполняет стратегия денежной политики, разрабатываемая центральным банком совместно с другими органами финансового регулирования.

Однако помимо выработки единой стратегии Евросоюза, в процессе денежно-кредитного регулирования страны-участницы столкнулись с *неоднородностью экономических условий*, что усложняет выполнение намеченных ими целевых ориентиров.

При основании Европейского союза существовали опасения, что унифицированная денежная политика может привести к разным реально-экономическим результатам в государствах-участницах и издержки ее проведения могут неравномерно распределяться по странам.

Одно из самых больших опасений по отношению к основанному в 1999 г. Европейскому валютному союзу состояло в том, будет ли применима унифицированная денежная политика единого Европейского центрального банка к такому разнородному экономическому пространству.

Эти опасения основывались на том, что унифицированный европейский уровень процентной ставки не может быть одинаково выгодным для всех стран-участниц, поскольку конъюнктурные циклы различных государств ЕС находятся в различных фазах. С другой стороны, существовала опасность неравномерного распределения издержек импульсов единого денежно-кредитного регулирования на разные страны. Угроза асимметричной трансмиссии существовала и между странами – участницами ЕС. До настоящего момента не разработан единый трансмиссионный механизм, применимый к большинству европейских стран и остается нерешенным ряд вопросов – асимметричные эффекты воздействия денежно-кредитной политики определяются влиянием гетерогенных структур финансового рынка или решающее значение имеют такие факторы как эластичность процентной ставки и степень открытости экономики каждой конкретной страны? Кроме того, открытым остается вопрос, насколько сильными окажутся процессы конвергенции существующих структур финансового рынка и насколько эффективную роль в этом процессе может сыграть трансмиссионный механизм.

Национальные особенности финансовых систем и кредитное регулирование

Различия трансмиссионного механизма в современной Европе в существенной степени определяются банковской или финансовой ориентацией экономики. При этом со временем роль банков будет ослабевать в результате развития других источников финансирования. Таким образом, с уче-

том общей тенденции сокращения участия коммерческих банков в финансировании экономики меняется их роль в передаче импульсов денежно-кредитного регулирования в трансмиссионном механизме. В настоящее время в европейских странах при разработке унифицированных правил денежно-кредитного регулирования необходимо учитывать разную степень денежного воздействия на ВВП, это также находит свое отражение и в ответной реакции.

Таким образом, возникает вопрос – **можно ли объединить условия всех существующих финансовых рынков Европы в одну макроэкономическую модель трансмиссионного механизма?** При этом необходимо иметь в виду, что в рамках единого трансмиссионного механизма некоторые противоположные тенденции могут погасить друг друга. Несмотря на то, что почти все страны имеют свои особенности, наибольшие расхождения по отношению к другим странам наблюдаются у Великобритании. Помимо этого, существенные различия представляются и на низовом уровне, в реальных экономических показателях, в национальных механизмах установления уровня заработной платы, степени конкурентоспособности национального производства и степени открытости экономики.

В ходе унификации стандартов денежно-кредитного регулирования все перечисленные различия финансовых систем можно условно сгруппировать по указанным ниже признакам:

- Организационные аспекты финансовых секторов (характер финансовых систем, степень зависимости от банковского уча-

стия). Особенно это различие очевидно на примере таких стран как Великобритания и Германия. Эта разнородность проявляется в наборе инструментов денежно-кредитного регулирования.

- Средние и типичные сроки заключения финансовых контрактов в европейских странах, зависящие не столько от тенденций исторического развития, сколько от выбранного курса денежной политики. Этот показатель больше определяется уровнем инфляции в данной стране, а не объемами кредитования. Так, и Германия, и Нидерланды имели самую высокую долю среднесрочного и долгосрочного кредита частому сектору (свыше 80% объема его кредитования на конец 1990-х гг.), в то время как в Италии и Испании уровень инфляции был выше, а доля кредитов составляла около 50%.

- Различия в типах применяемых процентных ставок, которые тесно связаны, как показывает практика, со срочностью финансовых контрактов. Если фиксированные процентные ставки больше приемлемы для долгосрочных финансовых контрактов, то плавающие устанавливаются для краткосрочных ставок.

- Пропорциональное участие нескольких источников финансирования реального сектора различается не только в соответствии с циклическим развитием национальной экономики, но и по отдельным странам. Вообще, собственные средства и чистая прибыль – наиболее важные источники финансирования. В пределах внешних источников все большую значимость приобретает рынок ценных бумаг, а в некоторых странах (Франция, Испания) торговый кредит активно влияет на

характер финансовой структуры своей страны.

- Различие финансовых систем проявляется и в различных платежных системах. Степень использования в расчетах наличности оказывает существенное воздействие на всю денежно-кредитную политику.

Несомненно, что все перечисленные национальные особенности финансовых систем влияют на проведение денежно-кредитного регулирования и в конечном итоге оказывают благоприятное или ограничительное воздействие на весь трансмиссионный механизм. Для того чтобы **ограничить влияние негативных факторов на процесс денежно-кредитного и трансмиссионного регулирования** из пяти указанных факторов центральным банкам необходимо иметь в виду следующее.

1. Рыночные системы без приоритетного влияния банковской системы, где финансирование экономики осуществляется несколькими различными участниками, оставляют меньше возможности оказания давления на процесс денежно-кредитного регулирования. В то время как банковские системы могут значительно компенсировать воздействие денежно-кредитного регулирования со стороны центрального банка.

2. Краткосрочные процентные ставки активов и обязательств ближе к ставкам центрального банка, поэтому в условиях преобладания краткосрочных ставок в национальных финансовых системах центральный банк может играть более значимую роль в трансмиссионном регулировании экономики. Долгосрочные процентные ставки формируются, как правило, при участии других финансовых институтов – фондов страхова-

ния кредитов, паевые и инвестиционные фонды и прочее.

3. Условия финансовых контрактов (срочность) прямо влияют на характер выбора процентных ставок. Поэтому в условиях приоритета краткосрочных ставок они преимущественно будут плавающими, а не фиксированными, как в долгосрочных проектах. Это позволяет усилить темп процентных изменений на рынке в результате предпринимаемых центральным банком мер денежно-кредитного регулирования.

4. При рассмотрении источников финансирования денежная политика центрального банка может оказать более эффективное воздействие, непосредственно влияя на условия финансового рынка, и в значительно меньшей степени способна контролировать ситуацию по другим источникам.

5. Платежные системы с высокой степенью наличных сделок снижают скорость обращения денег для центрального банка, что отрицательно сказывается на обеспечении проведения бесперебойных расчетов в экономике. Чем уже денежная база, тем меньше степень влияния ЦБ на денежный рынок и экономику в целом.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Для многих развивающихся стран, прошедших процессы либерализации экономики и вхождения на мировые рынки, плавающий обменный курс стал на некоторое время главным якорем денежной политики. Также как в условиях гиперинфляции твердый валютный курс может быть единственной возможностью быстрого снижения инфляции. Фиксированный валютный курс применялся с тем, чтобы стимулировать прилив

капитала, однако, несмотря на все попытки стерилизации, многие страны сумели предотвратить существенное последующее расширение банковского кредита. В большинстве случаев, увеличение дефицитов по текущим операциям на протяжении нескольких лет, в конечном счете, вели к очень резкому снижению обменного курса, что иногда становилось причиной значительных диспропорций в экономике. Это стимулировало более внимательное отношение к внутренним каналам трансмиссионного регулирования.

Опыт развивающихся стран выделил необходимость отслеживания процессов роста объемов банковского кредитования и регулирования балансовых статей в качестве канала денежной трансмиссии. Многим недавним финансовым кризисам как в индустриальных, так и в развивающихся странах предшествовали периоды быстрого роста объемов банковского кредитования. Относительно высокие реальные процентные ставки, служившие для денежных властей индикатором того, что проводимая денежная политика достаточно жесткая, препятствовали чрезмерной кредитной экспансии. Кроме того, финансовая либерализация и инновации дали фирмам и домашним хозяйствам большую свободу заимствований не только банковских средств, т.е. появилась возможность существенного расширения статей пассивов балансов. Банки противодействовали по-

нижению маржи дерегулированием, принимая повышенные риски (например, пролонгированием кредитов).

Во многих странах вместе с либерализацией финансовых рынков это породило резкий рост цен на активы. Какое-то время повышение цен на активы создавало иллюзию укрепления балансов. Спекулятивный пузырь в капитале в этом случае становится почти неизбежным итогом, что порождает взрыв, балансовые позиции и банков и их заемщиков быстро ухудшаются, вынуждая банки сокращать кредитование и пересматривать инвестиционные программы. Эти события заставили многие центральные банки развивающихся стран более внимательно учитывать факторы расширения банковского кредитования. Больше внимание теперь сосредоточено на том, как колебания в ценах на активы отражаются на балансовых показателях фирм, домашних хозяйств и банков. Однако каналы трансмиссионных механизмов в развивающихся странах подвержены более значительным трансформациям с течением времени, чем в условиях стабильных экономик. Кроме этого, взаимное влияние поведения многих экономических агентов в условиях развивающихся экономик сложнее просчитать, что вносит значительные погрешности в модели.

С учетом всех перечисленных различий трансмиссионный механизм развивающихся стран

по своей структуре отличается от развитых стран. При наличии слабого финансового рынка основную роль в развивающихся странах играет кредитный канал воздействия, превалируя над основным каналом воздействия (для трансмиссионных моделей развитых стран) – процентным каналом.

Вместе с тем, при построении модели трансмиссионного механизма как в развитых, так и в развивающихся странах необходимо руководствоваться основными принципами трансмиссионного регулирования:

- Модель должна учитывать инфляционные изменения в экономике.

- В модели находят отражение основные микроэкономические процессы, происходящие в экономике.

- Использовать в трансмиссионном регулировании простую модель, не усложняя ее значительным числом переменных.

- В модели необходимо определить основную целевую переменную.

- При построении и использовании модели следует определиться с соответствующими ей инструментами денежно-кредитного регулирования.

- Использовать одну утвержденную гибкую модель построения трансмиссионного механизма, которая допускает корректировку устаревших элементов, не изменяя последовательности в отношении как общей теории построения, так и рассматриваемых переменных.