

## Формирование макроэкономического равновесия под влиянием современных механизмов денежной трансмиссии

© 2016 Красильников Антон Андреевич

Саратовский социально-экономический институт (филиал)  
Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова  
410003, г. Саратов, ул. Радищева, д. 89  
E-mail: kras2510@gmail.com

Проанализированы современные механизмы денежной трансмиссии и их влияние на формирование макроэкономического равновесия. Рассмотрены положительные и отрицательные стороны каждого механизма реализации денежно-кредитной политики в условиях финансовой нестабильности. Приведена критика политики, реализуемой Банком России, теоретически обоснованы причины рецессии в российской экономике.

*Ключевые слова:* денежная трансмиссия, макроэкономическое равновесие, ставка рефинансирования, финансовая нестабильность, управление.

В условиях финансовой нестабильности особое значение приобретает качество проводимой денежно-кредитной политики. Традиционно национальные центральные банки осуществляют воздействие на экономические процессы путем реализации одной из моделей монетарной политики: рестриктивной или экспансионистской.

Для планомерного роста экономики необходим постоянный, безинфляционный рост денежной массы, который может быть обеспечен экспансионистской политикой и диверсифицированной экономикой. Соответственно, без правильного понимания природы кризиса и его глубинных причин на современном этапе невозможно выработать эффективную стратегию достижения макроэкономического равновесия.

Для более глубокого понимания степени влияния совокупного объема денежной массы на макроэкономическую стабильность мы изучили актуальные механизмы денежной трансмиссии, их различия и оказываемый эффект на дестабилизацию экономического равновесия.

В зарубежной литературе в теориях различных школ рассматривается несколько каналов передачи денежного импульса в реальную экономику, или так называемых механизмов денежной трансмиссии. Проанализируем степень влияния каждого из них на макроэкономическое равновесие.

1. Передача посредством изменения ставки процента в рамках кейнсианской модели Хикса - Хансена<sup>1</sup>. Увеличение номинальной денежной массы в краткосрочном периоде вызывает адекватный рост реальной денежной массы, потому что цены не успевают реагировать. Это приводит к превышению предложения денег над спросом на реальные денежные остатки и вызывает

снижение ставки реального процента. Последнее оказывает позитивное воздействие на инвестиционные расходы и спрос домохозяйств на товары длительного пользования<sup>2</sup>. В краткосрочном периоде это вызывает увеличение совокупного спроса, что и приводит к росту реального производства.

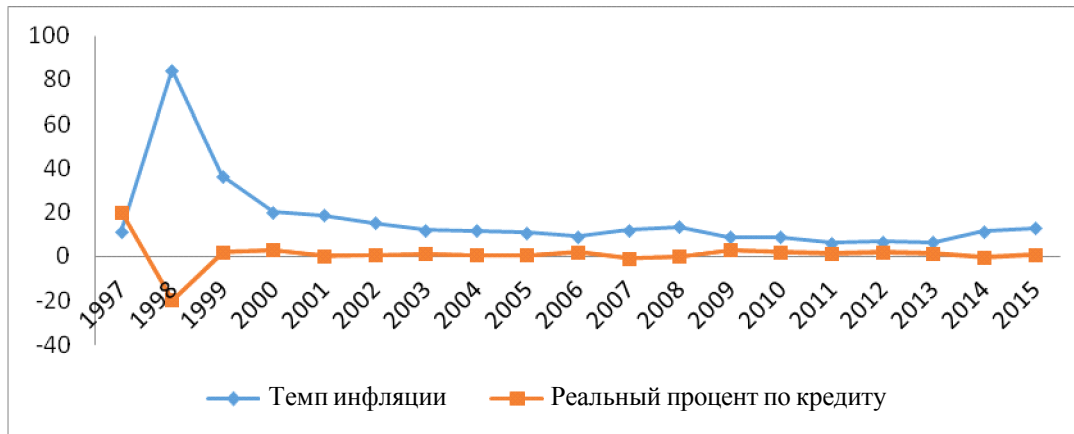
Аналогично, рестриктивная денежная политика в краткосрочном периоде должна вызывать экономический спад.

Экспансионистская денежно-кредитная политика в значительной степени снижает реальную стоимость банковских заимствований. Высокая инфляция, в свою очередь, способствует снижению реальной процентной ставки по кредитам: их коэффициент корреляции составляет  $-0,76$  (рис. 1)<sup>3</sup>.

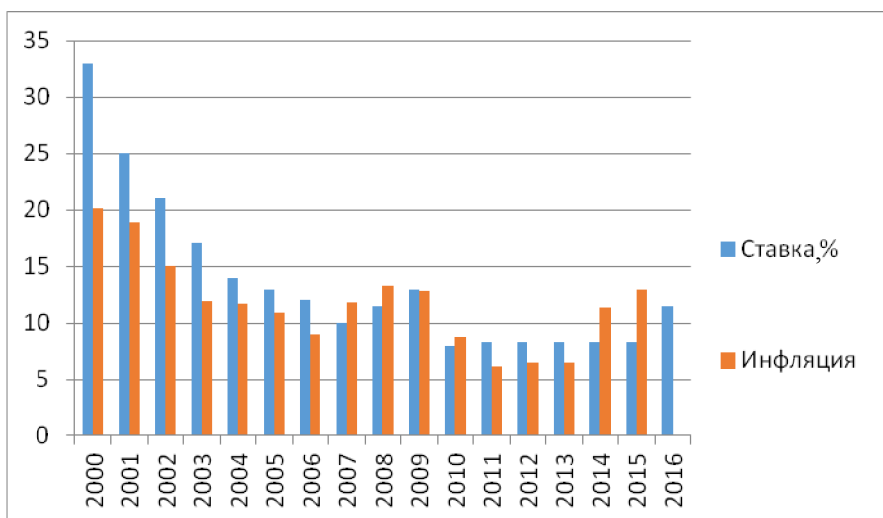
Указанное подрывает неоклассическое “правило И. Фишера”, утверждающее, что изменение темпа инфляции влечет за собой адекватное изменение номинального процента, так что реальный процент должен сохраняться неизменным.

Политика повышения ключевой ставки в России на данный момент приводит к ситуации ослабления спроса на кредиты как со стороны физических лиц, так и со стороны организаций. Компании в течение последних двух лет наращивали ликвидность, кроме того, сохраняется неустойчивый спрос на товарных рынках, высокие инвестиционные риски<sup>4</sup>. Со стороны банковского сектора можно наблюдать нерешительность вложения денег в экономику, так как большинство организаций остаются неплатежеспособными.

На рис. 2 мы можем наблюдать динамику изменения ставки рефинансирования в России за последние 15 лет<sup>5</sup>.



**Рис. 1.** Динамика темпов роста инфляции и реального средневзвешенного процента по кредиту сроком до 1 года в российской экономике



**Рис. 2.** Динамика изменения ставки рефинансирования и инфляции в России 2000-2016 гг.

Мы можем сделать вывод, что во время финансового и экономического спада Центральный банк РФ проводит рестриктивную политику увеличения ставки рефинансирования, что приводит к удорожанию кредитов, сокращает совокупный объем денежной массы на рынке, но, в теории, данные меры должны сдерживать инфляцию. Тем не менее, как мы видим на рис. 2, данный процесс не наблюдается, показатели роста инфляции зеркально повторяют показатели роста ставки рефинансирования, тогда как в теории должна наблюдаться обратная зависимость между этими показателями. Это объясняется тем, что в России имеет место инфляция предложения, тогда как меры денежно-кредитной политики направлены на борьбу с инфляцией спроса.

Для нормализации ситуации на финансовых рынках и в реальном секторе экономики монетарные власти по всему миру пошли на беспрецедентные по масштабам меры, включающие по-

полнение капитала кредитных учреждений, расширение программ страхования банковских депозитов и гарантий по банковским заимствованиям, снижение ключевых процентных ставок, учреждение двухсторонних своповых линий<sup>6</sup>.

Кардинально противоположную политику на сегодняшний день проводит Центральный банк России. В то время как почти все центральные банки ведущих стран мира сокращают ставку рефинансирования в период кризиса для подогрева экономики и увеличения денежной массы, ЦБ РФ планомерно проводит рестриктивную политику уменьшения объема денежной массы и увеличения ставки рефинансирования, которая с 1 января 2016 г. приравнивается к ключевой ставке и составляет 11,5 %<sup>7</sup>. Данные меры на практике не приводят к сдерживанию инфляции и ограничивают рост экономики.

В итоге происходит нарушение трансмиссионного механизма поступления денег в эконо-

мику, углубляется разрыв между товарным и денежным рынком, и, как следствие, сбережения не превращаются в инвестиции. Таким образом, в настоящее время главной задачей становится стимулирование внутреннего спроса.

В данной связи повышение роли процентной политики становится еще более актуальным. Это позволит снизить влияние валютных интервенций ЦБ РФ на денежное предложение, а следовательно и на уровень процентных ставок. Следует отметить, что значение долгосрочной средневзвешенной банковской процентной ставки по кредитам нефинансовым организациям в любой стране определяет скорость и глубину обновления основных средств в реальном секторе экономики. Долгосрочные процентные ставки испытывают непосредственное воздействие со стороны краткосрочных процентных ставок. Поэтому резкое колебание краткосрочных ставок негативно сказывается на изменении долгосрочных<sup>8</sup>. Следовательно, в условиях свободного движения капитала, между странами сформировав рыночные ожидания по долгосрочным процентным ставкам, центральный банк может повысить эффективность и прогнозируемость как процентной, так и курсовой политики.

В создавшихся условиях финансовой нестабильности и резкого ухудшения экономической ситуации национальными центральными банками многих развитых стран были разработаны новые подходы к регулированию банковской ликвидности. Из них можно выделить такие, как пополнение капитала кредитных учреждений, расширение программ страхования банковских депозитов и гарантий по банковским заимствованиям, учреждение двухсторонних своповых линий. Также были увеличены сроки кредитования банков, расширены залоговые списки. Однако одним из главных инструментов смягчения кризиса явилось снижение ключевой процентной ставки.

2. Передача посредством изменения валютного курса для стран с открытой экономикой. Экспансионистская денежно-кредитная политика ведет к снижению процента, как описано выше, что запускает в действие механизм процентного арбитража: начинается отток капитала за рубеж. Все это способствует падению номинального, а вслед за тем и реального курса национальной валюты, что, в свою очередь, улучшает конкурентоспособность отечественной продукции.

Рост показателя условий внешней торговли приводит к увеличению чистого экспорта, росту совокупного спроса и реального производства. В случае с рестриктивной денежно-кредитной по-

литикой происходит все наоборот: уменьшение реальной денежной массы приводит к росту реального курса национальной валюты, сокращению чистого экспорта, совокупного спроса и реального выпуска. Указанные тенденции нужно рассматривать при прочих равных условиях, чтобы исключить влияние других факторов на взаимодействующие переменные. Это позволит объяснить парадокс 2000-2007 гг. в России, когда реальная денежная масса росла, реальная процентная ставка демонстрировала тенденцию к снижению, но при этом реальный валютный курс увеличивался. Последнее происходило в силу увеличения притока валютной выручки из-за рубежа вследствие благоприятной конъюнктуры на рынках энергоносителей и активных внешних заимствований негосударственного сектора экономики<sup>9</sup>.

Необходимо также внести некоторые коррективы в представленную зависимость. При международном перемещении капиталов инвесторы часто сравнивают не реальные процентные ставки (т.е. номинальные, скорректированные на внутренний уровень инфляции в каждой из взаимодействующих стран), а номинальные процентные ставки (если вложения осуществляются в валюте инвестора) или номинальные процентные ставки, скорректированные на ожидаемое движение валютного курса (если вложения осуществляются в валюте должника). Поэтому даже при низкой реальной процентной ставке в стране, но значительном превышении номинальной процентной ставки в сравнении со ставкой в стране-экспортере капитала будет наблюдаться приток в нее капитала, поддерживающий рост реального валютного курса, уменьшение показателя условий внешней торговли и сокращение чистого экспорта.

3. Эффект "цен на другие активы". Увеличение предложения денег приводит к росту доходов и сбережений. При этом экономические субъекты увеличивают спрос на акции (Дж. Тобин). По А. Мелтцеру, спрос растет также на недвижимость и землю<sup>10</sup>. Цена акций и рыночная цена фирмы увеличиваются относительно издержек замещения основного капитала, т.е. относительно восстановительной стоимости фирмы (эффект Дж. Тобина)<sup>11</sup>. Фирмам выгодно осуществлять выпуск и размещение новых акций (IPO), так как они получают дешевые ресурсы для реальных инвестиций. Инвестиционные расходы фирм, совокупный спрос и реальное производство растут.

Согласно Дж. Тобину, вызванная денежной экспансией инфляция приводит к смещению спроса от номинальных активов в пользу реаль-

ных активов, что само по себе вызывает оживление соответствующих секторов экономики и обеспечивает экономический рост. А. Мелтцер также указывает на общий рост склонности к сбережению в ситуации, когда инфляция обесценивает часть ранее накопленного богатства, представленного номинальными активами.

Действительно, в предкризисный период российской экономики в условиях значительного повышения реальной денежной массы и реальных доходов населения наблюдалось увеличение спроса на недвижимость, которая рассматривалась как инвестиционный товар, приносящий доход больше, чем банковский процент. Это, с одной стороны, породило строительный бум, с другой - приводило к разрастанию финансового пузыря на рынке недвижимости, что снижало эффективность экспансионистской денежно-кредитной политики в долгосрочном периоде.

Эффект “цен на другие активы” усиливается за счет “эффекта богатства”. Увеличение цен на акции, недвижимость и землю в условиях денежной экспансии означает рост накопленного населением реального богатства, что, согласно модели жизненного цикла Ф. Модильяни, приводит к повышению расходов на потребление. Иными словами, совокупный спрос увеличивается как за счет роста инвестиционного, так и за счет потребительского спроса.

В условиях рестриктивной денежно-кредитной политики снижение реальных доходов населения приводит к уменьшению сбережений, спроса на реальные активы и их цен. Коэффициент Дж. Тобина становится меньше 1, что означает: фирмам выгоднее приобретать реальные активы других фирм посредством покупки их акций на фондовом рынке, нежели тратить собственные и тем более привлеченные средства на создание

реального капитала. Падение рыночной цены фирмы, рассчитанной обычным методом дисконтирования, в условиях рестриктивной монетарной политики происходит также в результате роста процента, и следствием этого является приватизация объектов по заниженной стоимости, что имело место в России в первой половине 90-х гг. XX в. Таким образом, рестриктивная денежно-кредитная политика оказывала отрицательное влияние на инвестиционные процессы и вызывала экономический спад в стране.

Если указанные каналы денежно-кредитной политики оказывают сильное воздействие на реальный выпуск, экспансионистская денежно-кредитная политика эффективна, а рестриктивная - неэффективна, так как приводит к существенному спаду производства. Если же каналы денежно-кредитной политики слабо влияют на реальный объем производства, значит, они влияют на изменение цен. В этом случае эффективной является рестриктивная денежно-кредитная политика, а экспансионистская неэффективна, так как приводит к инфляции. Поэтому при определении эффективности денежно-кредитной политики важной задачей становится выявление эластичностей во взаимодействии ее переменных.

В условиях продолжающейся финансовой нестабильности основным фактором, способствующим восстановлению экономики и стимулирующим ее развитие, становятся капитальные потоки. В результате большого объема привлеченных внешних займов по низким процентам сформировалась сильная зависимость российского рынка от состояния ликвидности мирового финансового сектора<sup>12</sup>. Как показал анализ, наибольший спрос экономические агенты предъявляют на займы сроком от 6 месяцев до 1 года.

В таблице представлены данные о динамике за 9 лет разных видов кредитов, выдаваемых ЦБ

**Динамика рефинансирования Банком России кредитных организаций, млрд руб.**

Год	Внутридневные кредиты	Кредиты овернайт	Ломбардные кредиты	Кредиты с нерыночным обеспечением
2006	11 270,968	47,024	6,121	-
2007	13 499,628	133,276	24,155	32,765
2008	17 324,353	230,236	212,678	445,526
2009	22 832,688	311,424	308,849	2 419,365
2010	28 359,579	229,939	74,993	334,557
2011	38 189,240	208,961	112,742	431,310
2012	52 673,666	172,283	211,227	1 520,368
2013	57 773,132	146,482	224,889	1 904,104
2014	60 742,863	203,873	113,255	12 144,805
2015, январь-август	35 147,169	110,908	151,665	7 569,706

*Примечание.* Таблица составлена автором на основе данных Официального сайта ЦБ РФ : Ставки привлечения средств по депозитным операциям Банка России на денежном рынке. URL: [http://www.cbr.ru/hd\\_base/?PrId=deposit\\_base](http://www.cbr.ru/hd_base/?PrId=deposit_base).

РФ в порядке рефинансирования кредитных организаций<sup>13</sup>. В структуре кредитов увеличивается доля ломбардных кредитов и кредитов с нерыночным обеспечением. Так, внутрисдневные кредиты с 2004-го по 2009 г. выросли в 5,4 раза, кредиты овернайт - в 4,3 раза, ломбардные кредиты - в 25 раз, а кредиты с нерыночным обеспечением только с 2011-го по 2014 г. увеличились в 28 раз.

Наибольший объем рефинансирования со стороны Банка России приходится на внутрисдневные кредиты. Банковские ставки по кредитам как физическим лицам, так и нефинансовым организациям отличаются высоким уровнем. Для эффективной экономики не хватает "длинных денег". Современный уровень процентных ставок по кредитным программам не позволяет предприятиям привлекать достаточное количество средств. Чтобы это сделать, банки должны иметь возможность привлекать средства на срок свыше одного года.

Основными факторами, заставляющими организации выходить на внешний рынок, являются высокие процентные ставки национального рынка и их высокая волатильность, сроки предоставления финансовых ресурсов, ограниченный доступ кредитных организаций к инструментам рефинансирования, нестабильность российского межбанковского рынка<sup>14</sup>. Валютный канал остается основным каналом денежного предложения, обеспечивая дополнительные внешние риски.

Приоритетом Центрального банка на ближайшую перспективу становится выравнивание состояния своих балансов и разработка мер по мягкому и эффективному переходу от реализующейся в настоящее время рестриктивной денежно-кредитной политики.

Все меры по стабилизации необходимо свести к решению главной задачи - восстановления необходимых для экономики темпов роста денежной массы в реальном выражении, что всегда га-

рантировано означает рост ВВП на 5 % в год. Стабилизация экономического положения наступит еще раньше, как только сокращение денежной массы прекратится и темпы ее прироста в реальном выражении начнут увеличиваться.

<sup>1</sup> Hansen A.H. (1949) *Monetary Theory and Fiscal Policy*. New York.

<sup>2</sup> Гусаров Ю.В., Гусарова Л.Ф. Обеспечение устойчивости и безопасности развития социально-экономической системы // Информационная безопасность регионов. 2012. □ 1. С. 55-65.

<sup>3</sup> Официальный сайт Центрального банка РФ. URL: [http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=int\\_rat](http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=int_rat).

<sup>4</sup> Гусаров Ю.В., Гусарова Л.Ф. Управление: динамические процессы и современные приоритеты. Москва, 2014.

<sup>5</sup> Материалы федеральной службы государственной статистики. URL: <http://www.gks.ru>.

<sup>6</sup> Малкина М.Ю., Барабашина Ю.С. Ставка рефинансирования как инструмент управления денежной массой и темпом инфляции в российской экономике // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. □ 34. С. 18-23.

<sup>7</sup> Официальный сайт Центрального банка РФ.

<sup>8</sup> Гусаров Ю.В., Гусарова Л.Ф. Развитие динамического подхода в сфере институциональных преобразований // Вестник СГСЭУ. 2004. □ 7. С. 41-46.

<sup>9</sup> Гусаров Ю.В., Гусарова Л.Ф. Управление процессом устойчивого и безопасного развития социально-экономической системы // Информационная безопасность регионов. 2012. □ 2. С. 64-72.

<sup>10</sup> Meltzer A.H. (2005) *Origins of the Great Inflation. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, March/April, 87 (2, part 2), pp. 145-175.*

<sup>11</sup> Маневич В.Е. Монетарная динамическая модель Тобина и анализ российской экономики // Вопросы экономики. 2013. □ 3. С. 41-63.

<sup>12</sup> Гусаров Ю.В., Гусарова Л.Ф. Роль инноваций в экономике // Экономические стратегии. 2012. □ 9. С. 18-23.

<sup>13</sup> Официальный сайт Центрального банка РФ.

<sup>14</sup> Гусаров Ю.В., Гусарова Л.Ф. Рациональная занятость трудовых ресурсов в условиях рыночной экономики : автореф. дис. ... канд. экон. наук. Саратов, 1994.

Поступила в редакцию 07.02.2016 г.