

УДК 336.7 DOI: 10.14451/1.235.315

Трансмиссионный механизм ДКП в России. Анализ процентного канала трансмиссии

© 2024 **Иванов Борис Андреевич**

Аспирант. Московский финансово-промышленный университет Синергия.

E-mail: ivanov.boris99@gmail.com

Ключевые слова: Банк России, денежно-кредитная политика, трансмиссионный механизм, таргетирование инфляции, процентный канал, ключевая ставка, ставки денежного рынка.

В данной статье рассматривается степень влияния решений Центрального Банка Российской Федерации на национальную экономику через канал процентных ставок денежно-кредитной трансмиссии. Рассмотрена теория трансмиссионного механизма в современном его понимании Банком России. Проведен корреляционный анализ взаимозависимости макроэкономических переменных в рамках процентного канала трансмиссии.

Введение

ЦБ РФ является институтом, обладающим уникальным юридическим статусом, правомочным проводить национальную денежно-кредитную политику в согласовании с государственными органами власти. Основываясь на Федеральном Законе «О Банке России» и нормативно-правовых актах, регулирующих деятельность Центрального Банка, можно выделить следующие главные цели и зоны ответственности Банка России: стабильность цен в российской экономике, устойчивость курса рубля, регулирование деятельности банковского сектора [4].

С середины XX века по настоящее время Центральные Банки различных государств придерживались трех основных режимов денежно-кредитной политики: таргетирование валютного курса, таргетирование денежной массы, таргетирование инфляции. С конца XX – начала XXI века большинство развитых стран полноценно перешли на режим таргетирования инфляции,

которого придерживаются и по сей день. Банк России официально объявил о начале таргетирования инфляции во второй половине 2014 года.

Инфляционное таргетирование подразумевает установление целевого показателя годового уровня инфляции в Российской Федерации, и целенаправленное воздействие Центральным Банком на национальную экономику с целью достижения поставленного плана. Основным инструментом проведения денежно-кредитной политики, согласно многочисленным исследованиям, а также заявлениям руководящих лиц ЦБ РФ, является управление ключевой ставкой. Банк России имеет многочисленный репертуар прямых и косвенных инструментов воздействия на национальную экономику и в основном на сектор финансовых организаций, однако наибольший эффект достигается именно через управление ставкой рефинансирования.

Резюмируя вышеописанные вводные данные, можно кратко и упрощенно охарактеризовать

текущую картину денежно-кредитной политики Российской Федерации. Центральный Банк придерживается режима таргетирования инфляции, что определяет главной целью ДКП ценовую стабильность в стране. Для достижения целевого показателя по инфляции (начиная с 2016 года цель установлена на уровне 4% в год) ЦБ РФ пользуется рядом инструментов, позволяющих прямо и косвенно воздействовать на национальную экономику, основной упор делается на наиболее эффективном инструменте – управление ключевой ставкой. Отсюда вытекает прямая необходимость следующего условия – изменение ключевой ставки должно в конечном итоге влиять на уровень роста цен. Для изучения степени данного влияния, а также более детального установления каким именно образом происходит влияние ключевой ставки на уровень инфляции, необходимо рассмотреть такую сущность, как трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики.

Трансмиссионный механизм

В современной экономической теории под трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики принято понимать цепочку макроэкономических показателей, по которым импульс от действий денежных властей передается к целевому показателю [2]. В экономическую теорию данный термин был введен Дж. М. Кейнсом, он определял механизм трансмиссии как цепочку переменных, по которой передается влияние денежной массы на хозяйственную активность.

Трансмиссионный механизм в целом можно условно разделить на различные части, отличающиеся друг от друга набором макроэкономических переменных – каналы трансмиссии. Несмотря на десятилетия изучения трансмиссионного механизма научным экономическим сообществом, на данный момент не существует консенсуса относительно классификации и количества каналов трансмиссии.

Согласно актуальной классификации Банка России [3, с. 94] можно выделить следующие каналы трансмиссионного механизма:

1. Процентный канал;
2. Балансовый канал;
3. Узкий кредитный канал;
4. Канал благосостояния;
5. Валютный канал;
6. Канал ожиданий;
7. Внешние факторы.

К внешним факторам относятся такие факторы воздействия на российскую экономику, как санкции, международный финансовый рынок, внешний спрос, пошлины и квоты, бюджетный расходы, урожайность, льготное кредитование. Данная часть трансмиссии не выделяется в отдельный полноценный канал воздействия, однако определено имеет весьма существенное влияние на экономическую активность в Российской Федерации.

Канал ожиданий представляет собой процесс переноса эффекта воздействия средств массовой информации (коммуникация Центрального Банка, а также иное информационное воздействие, касающееся вопросов деловой активности в стране) к целевым показателям посредством изменения ожиданий экономических агентов относительно будущего развития экономики и в особенности инфляции. Например, при сложившихся в информационном поле ожиданиях будущего существенного роста цен домохозяйства склонны к высокой потребительской активности (выгоднее приобретать товары и услуги в текущий момент, так как в будущем они будут стоить дороже), юридические лица заблаговременно повышают цены на товары, банки повышают ставки на кредитном рынке. Таким образом, ожидания экономических агентов конвертируются в реально предпринимаемые действия, являющиеся проинфляционными факторами, следовательно, уровень ожидаемой инфляции конвертируется в уровень реальной инфляции. Наиболее важным инструментом для воздействия через канал ожиданий является внешняя коммуникация – заявления председателя ЦБ, пресс-конференции, периодические издания, и прочие способы массовой коммуникации. В последние годы Банк России заметно

усиливает качество коммуникации, что повышает престиж данного института и увеличивает доверие экономических агентов к прогнозам Банка России (немаловажным условием доверия является высокое качество прогнозных заявлений).

Каналом валютного курса называется влияние денежно-кредитной политики на инфляцию через изменение курса рубля к иностранным валютам. Процентные ставки по рублевым финансовым инструментам, образующиеся под влиянием ключевой ставки ЦБ РФ, влияют не только на предпочтения участников финансового рынка в выборе активов в рублях или иностранной валюте, но и на решения экономических агентов о сбережении. По оценкам Банка России изменение однодневной ставки МБК на 1 п.п. ведет к изменению курса рубля на 0,2%. Столь слабое влияние связано с ограничением трансграничной мобильности капитала вследствие внешних санкций, вплоть до начала 2022 года изменения ключевой ставки имели более существенный эффект на курс национальной валюты.

Курс рубля напрямую влияет на стоимость импорта и экспорта, что, в свою очередь, оказывает влияние на спрос и предложение товаров и услуг на внутренних рынках. Например, при ослаблении курса рубля импорт становится более дорогостоящим, что ведет как к повышению цен на импортируемые товары, так и дает возможность отечественным производителям поднимать цены. Также ослабление курса рубля ведет к росту рублевой стоимости экспорта, что стимулирует экспортеров либо повышать объем экспорта, либо увеличивать цены на внутреннем рынке.

Балансовый канал трансмиссионного механизма ДКП характеризуется влиянием ставок МБК на ставки по кредитам и депозитам, в совокупности оказывающие влияние на котировки ценных бумаг. Например, повышение котировок ценных бумаг делает более доступным обеспеченное кредитование для их обладателей, тем самым стимулируя рост кредитования. Также стоимость ценных бумаг, находящихся во владении

кредитных и банковских организаций, повышает прибыль от роста стоимости данных активов, формируя дополнительный банковский капитал. Такое повышение благосостояния кредитных организаций также стимулирует рост уровня кредитования, обеспечивая проводимость импульсов ДКП через узкий кредитный канал. На данный момент балансовый и узкий кредитный канал трансмиссии не являются значимыми элементами денежно-кредитной трансмиссии ввиду низкой доли ценных бумаг как при обеспеченном кредитовании, так и в структуре банковских активов.

Канал благосостояния функционирует через воздействие стоимости финансовых активов на решения по потреблению и сбережению их собственников. При увеличении стоимости финансовых активов их держатели склонны к увеличению потребления товаров и услуг, оказывая проинфляционное воздействие на экономику. При снижении стоимости финансовых активов, их владельцы склонны в большей степени к сбережению, они пытаются покрыть тем самым понесенные потери. Данный канал трансмиссии также имеет ограниченное влияние на настоящий момент в связи с низкой долей ценных бумагах в структуре сбережений населения.

По официальной позиции Банка России процентный канал ТМ ДКП является наиболее важным в процессе трансмиссии. Через процентный канал передается влияние процентных ставок на решения экономических агентов о сбережениях, потреблении и инвестициях. Ставки на МБК переносятся в ставки по кредитам и депозитам для населения и организаций, в доходность ОФЗ и прочих финансовых инструментов, тем самым напрямую влияя на доступность заемных средств. Дешевые заемные средства ведут к увеличению привлекательности финансирования текущих расходов за счет заемных средств, а также увеличивают инвестиционную активность. Таким образом, повышается внутренний спрос на товары и услуги, оказывая серьезное ценовое давление. Когда стоимость заемных средств, наоборот, является высокой – происхо-

дит обратная ситуация, а именно предпочтение экономических агентов в пользу сбережений и уменьшения деловой активности, оказывая тем самым дефляционное влияние.

По оценкам Банка России, импульс ДКП воздействует на уровень ставок по депозитам и кредитам посредством процентного канала трансмиссии с лагом примерно в 3 месяца, на протяжении последующего периода вплоть до года данный эффект усиливается, так как все большее количество экономических агентов окончательно подстраивается под влияние сигналов ДКП. В период с 2013 по 2024 год влияние процентного канала трансмиссии усилилось в связи с повышением инвестиционной привлекательности внутри Российской Федерации, а также с ростом популярности у населения к банковским кредитным и депозитным продуктам.

Таким образом, трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики является сложным и многосоставным объектом. Импульс от изменений Центральным Банком уровня ключевой ставки передается по нескольким цепочкам основных макроэкономических переменных к целевым показателям, прежде всего к уровню изменений Индекса Потребительских Цен. Данной многоступенчатостью трансмиссионного механизма обуславливается также высокая сложность анализа эффективности трансмиссии, так как целевой показатель инфляции зависит от множества факторов, в том числе и немонетарных, и достоверно выделить уровень влияния того или иного канала трансмиссии представляется нетривиальной задачей. В следующей части данного исследования будет проведен анализ эффективности передачи денежно-кредитного импульса через процентный канал трансмиссии.

Анализ проводимости процентного канала

Первой ступенью влияния уровня ключевой ставки на национальную экономику через процентный канал трансмиссионного механизма является перенос импульса ДКП на однодневные ставки межбанковского кредитного рынка. Для наиболее достоверного и объективного анализа взаимосвязи ключевой ставки и однодневной

ставки межбанковского кредитования Банком России был разработан специальный индикатор – эталонная процентная ставка RUONIA (Ruble Overnight Index Average). Данная ставка отражает стоимость необеспеченного банковского кредитования в режиме овернайт. Взаимосвязь ключевой ставки ЦБ РФ и ставки RUONIA за период январь 2022 – апрель 2024 отражена на рисунке 1.

В рассматриваемом периоде ставка RUONIA находилась в пределах процентного коридора Банка России, выход за верхнюю границу наблюдался только в два дня из рассматриваемых двух лет. Верхняя граница коридора – ставка рефинансирования ЦБ РФ для коммерческих банков (ключевая ставка плюс 1 процент), нижняя граница – ставка по депозитам в ЦБ РФ для коммерческих банков (ключевая ставка минус 1 процент).

Удержание ставки овернайт в границах установленного коридора говорит о высоком уровне контроля ДКП над денежными ставками. Коэффициент корреляции Пирсона между ключевой ставкой и ставкой RUONIA равняется 0,997, он характеризует высочайшую зависимость ставки на рынке овернайт от ключевой ставки.

Следующим этапом трансмиссии по процентному каналу является перенос импульса ДКП от однодневных межбанковских ставок к ставкам МБК по кредитам более высокой срочности. Рассматривать период рынка МБК от полугодия представляется нецелесообразным из-за низкого количества заключенных сделок. Корреляция между ключевой ставкой и ставками МБК различной срочности представлена на рисунке 2.

Исходя из данных за период январь 2022 – апрель 2024 можно сделать вывод о высокой степени зависимости ставок MIACR (Moscow Interbank Actual Credit Rate) от ключевой ставки ЦБ РФ. Причем уровень корреляции снижается при повышении срока кредитования, что соответствует правилу экономической теории, при котором при кредитовании на более длительный период в ставку закладываются большие риски,

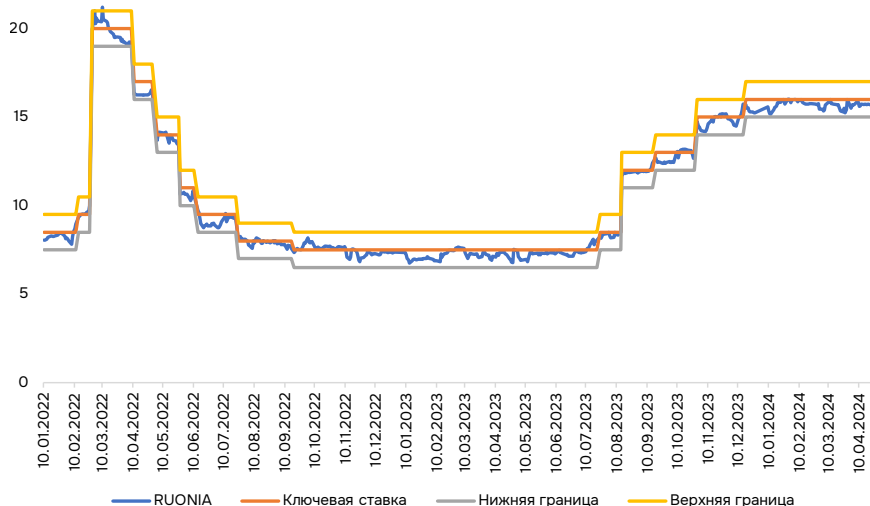


Рис. 1. Коридор ставок ЦБ РФ.

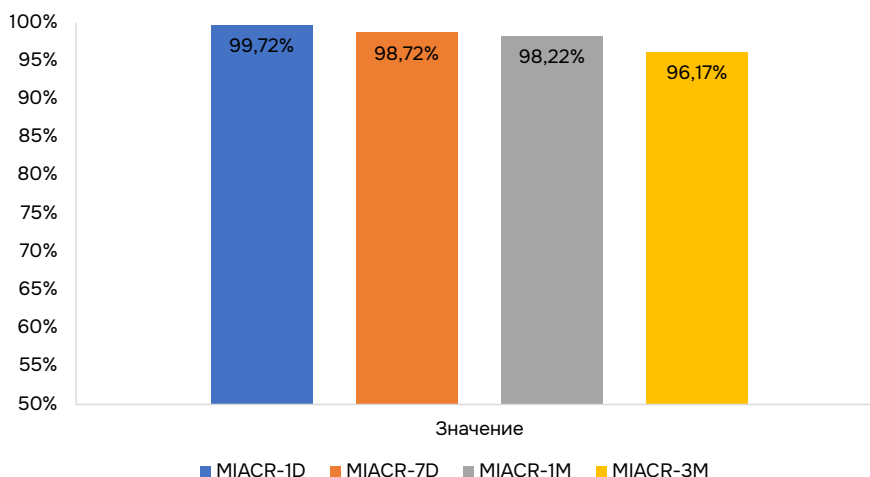


Рис. 2. Корреляция ключевой ставки и ставок МБК.

связанные с неопределенностью будущего.

Третьим этапом работы процентного канала является перенос эффекта от ставок рынка межбанковского кредитования в доходность ОФЗ. График Движения ключевой ставки и ставки доходности ОФЗ с различными сроками к погашению представлены на рисунке 3. Рисунок 4 отражает степень корреляции ключевой ставки с доходностью рассматриваемых ОФЗ.

За период с мая 2022 по май 2024 наблюдается высокая степень влияния уровня ключевой ставки на доходность ОФЗ. Степень корреляции снижается с повышением срока к погашению.

Следующей ступенью воздействия ключевой

ставки на экономику по процентному каналу трансмиссии является передача эффекта к ставкам по кредитам и депозитам для юридических и физических лиц. Рисунок 5 отражает динамику изменения ключевой ставки и ставок по кредитам для населения сроками 1 месяц, 3 месяца, 6 месяцев, 1 год и 3 года на временном отрезке январь 2022 – март 2024.

Визуально можно отметить схожесть динамики по ставкам на сроки 1 и 3 года и движением ключевой ставки, ставки же по кредитам для населения на сроки до года подвержены серьезной волатильности. Наибольшая корреляция ставок по кредитам населению с ключевой ставкой ЦБ наблюдается с учетом лага в 1 месяц, сильная прямая корреляция отмечается со ставками на

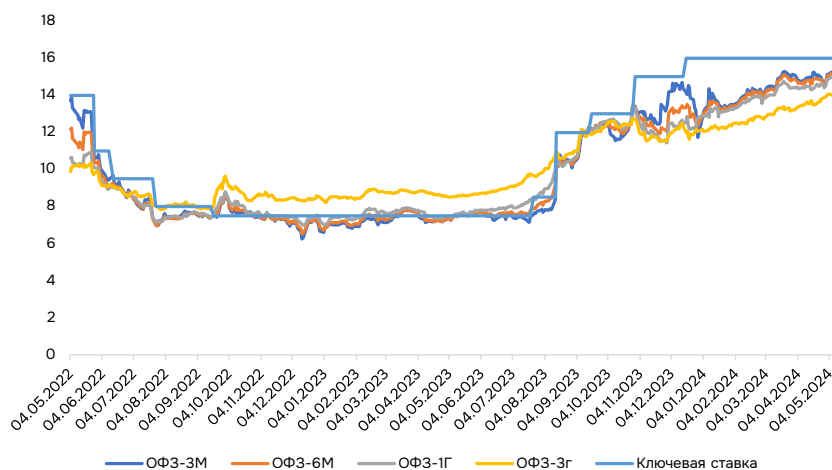


Рис. 3. Ключевая ставка и доходность ОФЗ.

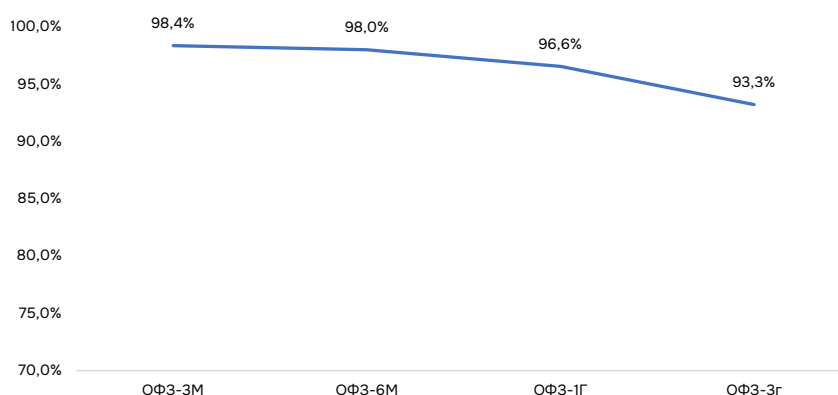


Рис. 4. Корреляция ключевой ставки с доходностью ОФЗ.

сроки 1 и 3 года, менее продолжительное кредитование практически не зависит от ключевой ставки. Результаты корреляционного анализа представлены на рисунке 6.

Ситуация со ставками по кредитам для юридических лиц выглядит более подконтрольной для Банка России. Наблюдается высокая степень зависимости ставок по кредитам для организаций по всем срокам кредитования от ключевой ставки. Ставки по среднесрочному кредитованию в меньшей степени коррелируют с ключевой ставкой, нежели ставки по краткосрочным кредитам. Динамика ставок отражена на рисунке 7, коэффициент корреляции отражен на рисунке 8. Период наблюдений – январь 2022 – март 2024. Наиболее сильная зависимость наблюдается с лагом в 1 месяц.

Таким образом, можно сделать вывод о слабом влиянии ключевой ставки на краткосрочное кредитование для населения. Первоочередной причиной является высокая степень риска подобных операций для банков, а также влияния прочих факторов, не находящихся под контролем ЦБ РФ [1, с. 253].

Ставки по депозитам за период январь 2022 – март 2024 как для юридических, так и для физических лиц в высокой степени зависят от уровня ключевой ставки ЦБ РФ. На рисунке 9 представлена степень корреляции депозитных ставок с ключевой. Степень зависимости снижается с повышением срока вкладов, что обусловлено большей неопределенностью относительно будущей ситуации в ДКП и экономике в целом.

Следующей стадией функционирования про-



Рис. 5. Движение ставок по кредитам для населения.

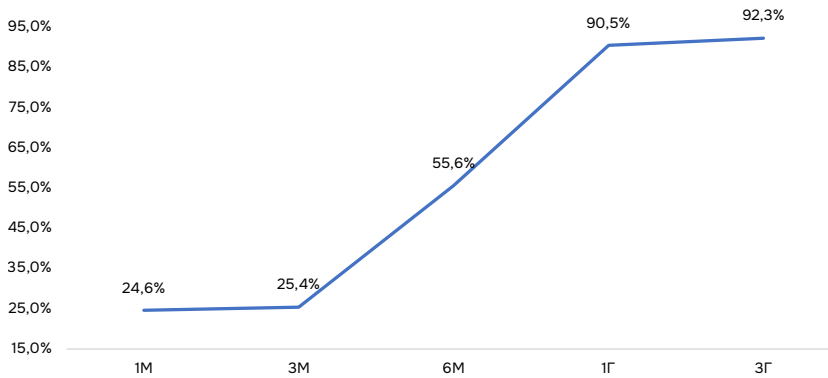


Рис. 6. Корреляция ключевой ставки и ставок по кредитам населению.

центного канала является перенос эффекта от ставок по кредитам и депозитам для физических и юридических лиц непосредственно в экономическое поведение данных субъектов, отражающееся в объеме кредитования и привлечения средств на вклады. Согласно экономической теории, повышение денежных ставок в стране приводит к большей привлекательности сбережений и меньшей привлекательности кредитования, обратная ситуация с понижением ставок – рост объема кредитования и падение объема вкладов.

За период январь 2022 – март 2024 наблюдается умеренный рост объема вкладов как юридических, так и физических лиц. Причем прирост идет вне зависимости от ключевой ставки. В пе-

риод март 2022 – март 2023 суммарный объем депозитов юридических и физических лиц вырос на 8,2 трлн руб., в то время как за период март 2023 – март 2024 суммарный прирост составил 19,1 трлн руб. В целом наблюдается увеличение темпа привлечения средств на счета банков, однако начало периода существенного прироста приходится на период нейтральной ДКП, задолго до резкого повышения ключевой ставки. Коэффициент корреляции ставок для ЮЛ по депозитам сроком 1 год с ключевой ставка равен 0,67, для ФЛ индикатор равен 0,77. Следовательно, денежные ставки являются значимым параметром при принятии решений о сбережении, однако не ключевым. Влияние ставок по депозитам для юридических лиц в большей степени определяет рост объема привлечения

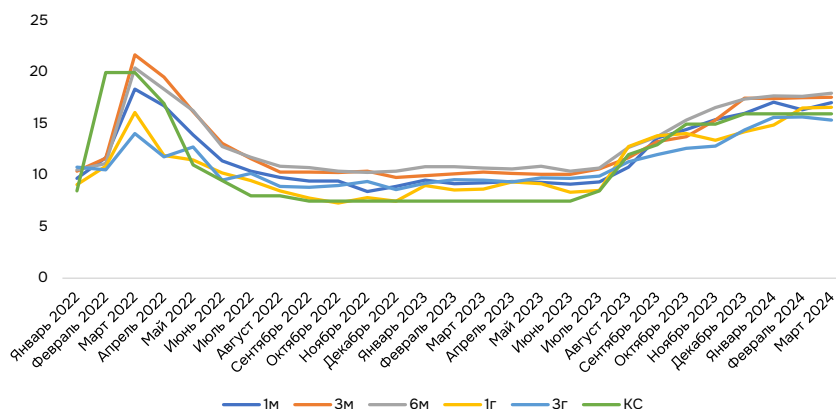


Рис. 7. Динамика ставок по кредитам для компаний.

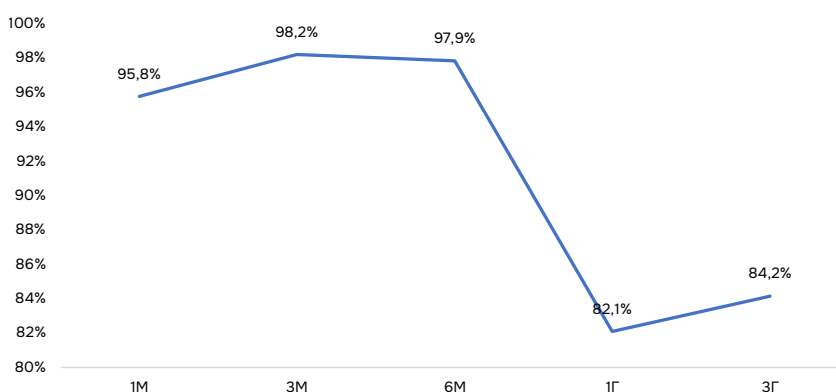


Рис. 8. Корреляция ключевой ставки и ставок по кредитам для организаций.

средств, нежели для физических лиц. На рисунке 10 приведена динамика роста объема депозитов ЮЛ и ФЛ, а также ключевая ставка и ставки по депозитам для ЮЛ и ФЛ.

Объем кредитования юридических и физических лиц подвержен заметным флуктуациям. Коэффициент корреляции между ставками по кредитам для ЮЛ и объемом кредитования равен 0,26, аналогичный индикатор для ФЛ равен -0,44.

Влияние процентных ставок на выдачу кредитов населению является слабым, но присутствует причем в стандартном направлении – увеличение ставок ведет к снижению объема кредитования. С юридическими лицами ситуация иная – корреляция ставок с объемом является слабой, при этом имеет положительное направление, то есть с ростом ставок растет объем кредитования юридических лиц. Такая ситуация обуслов-

лена прекращением легкого доступа к заграничному финансированию, соответственно фондирование происходит через российские банки несмотря на высокие ставки, так как бизнесу необходимо финансирование текущих расходов, а также с целью инновационного совершенствования. Рисунок 11 показывает динамику объемов кредитования, а также соответствующие денежные ставки.

Далее согласно модели трансмиссионного механизма Банка России объемы по депозитам и кредитам влияют на совокупный спрос на товары и услуги, что в свою очередь в совокупности с предложением определяет динамику изменения цен. На сегодняшний день не существует объективно достоверного статистического показателя, позволяющего измерить совокупный спрос в экономике. Соответственно на последнем этапе следует сравнить динамику

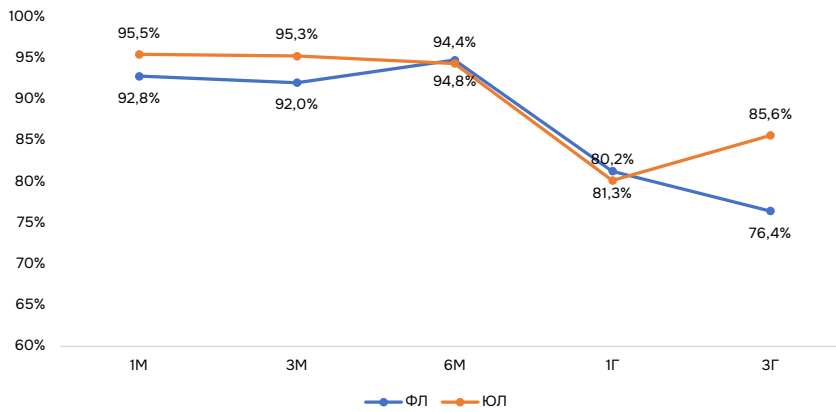


Рис. 9. Корреляция ставок по депозитам для ЮЛ и ФЛ с ключевой ставкой.

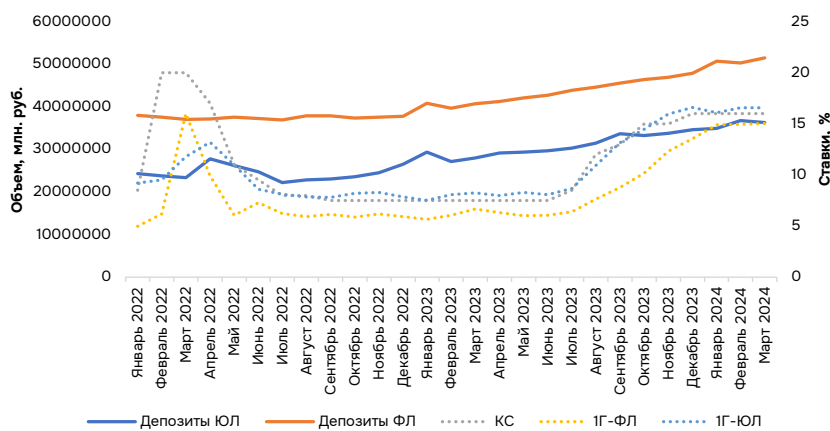


Рис. 10. Объем депозитов ЮЛ и ФЛ.

прироста объемов размещенных и привлеченных средств с динамикой инфляции (рис. 12). Коэффициент корреляции объемов кредитов и депозитов с уровнем инфляции находится в районе -0,6. Данная взаимосвязь не укладывается в логику процентного канала.

По текущему направлению таргетирования инфляции рост объема сбережений должен сопровождаться падением уровня размещения средств, что в свою очередь охлаждает общую деловую активность и ведет к снижению темпа роста цен. Однако динамика показывает стабильный рост объемов кредитов и депозитов при высоких флуктуациях уровня инфляции, периодически меняющего свое направление. Коэффициент корреляции сообщает о том, что рост кредитования приводит к снижению уровня инфляции. По совокупности корреляционного

и визуального анализа можно заключить, что взаимосвязь между уровнем инфляции и объемами размещения и привлечения средств практически не наблюдается.

Таким образом, можно отметить высокую проводимость процентного канала от ключевой ставки к прочим ставкам на денежном рынке, за исключением краткосрочного кредитования населения. На данном отрезке цепочки трансмиссии Банк России имеет существенный контроль над банковским сектором. Однако трансмиссия эффекта от денежных ставок к фактическому поведению экономических объектов относительно решений о потреблении сбережении находится не на высоком уровне. Также не обнаружена взаимосвязь динамики объемов кредитования и привлечения с уровнем прироста цен.

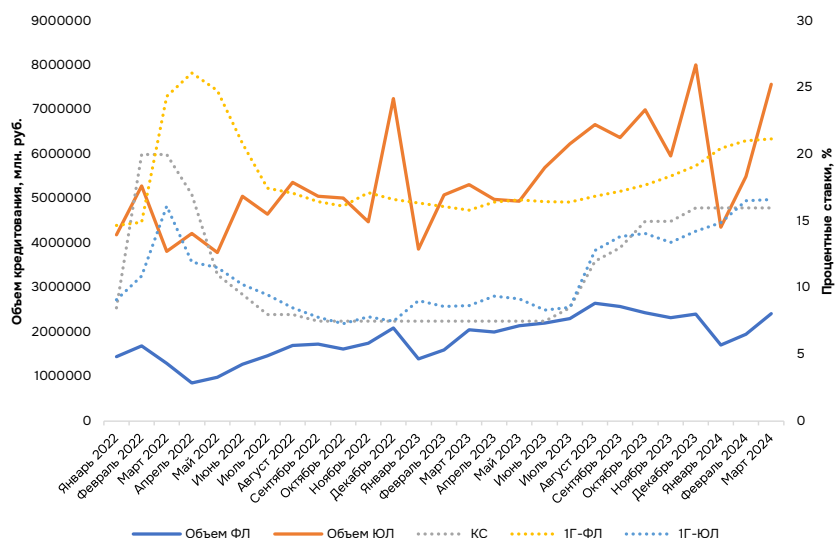


Рис. 11. Объемы кредитования ЮЛ и ФЛ.

Заключение

С 2014 года Банк России последовал примеру центральных банков развитых стран и объявил о переходе на режим таргетирования инфляции. Путем применения различных прямых и косвенных инструментов ЦБ РФ стремится привести уровень инфляции к целевому показателю. Основным инструментом денежно-кредитной политики является ключевая ставка. Импульс от изменения ключевой ставки передается по цепочке макроэкономических переменных к целевой сущности – совокупному уровню прироста цен в национальной экономике. Данная передача импульса ДКП представляет собой трансмиссионный механизм.

В рамках трансмиссии денежно-кредитной политики выделяются различные каналы, через которые передается эффект от решений центрального банка. Процентный канал представляет собой влияние ключевой ставки на ставки денежного рынка, что в свою очередь передает эффект к объемам привлечения и размещения средств, влияя на уровень экономической активности и впоследствии на инфляцию.

Процентный канал характеризуется относительно высокой проводимостью импульса от ключевой ставки к ставкам на денежном рынке для экономических агентов. Однако проводимость

процентного канала от ставок по кредитам и депозитам к непосредственному объему привлеченных размещенных средств, а далее к уровню прироста цен, находится на посредственном уровне, влияния немонетарных факторов в данном контексте оказывается намного сильнее. Следовательно, по мнению автора, Банку России следует проводить работу над повышением значимости монетарных сигналов в деятельности экономических агентов.

Несомненно, природа инфляции и поведения экономических агентов являются многосоставными сложными объектами, и делать выводы, основываясь только на кредитных/депозитных ставках и объемах привлечения/размещения средств, не является корректным подходом. Необходим масштабный эконометрический анализ с построением и тестированием регрессионных моделей для того, чтобы было возможно сделать какой-либо более-менее объективный вывод о причинно-следственных связях в отношении природы инфляции и поведении экономических агентов. Тем не менее, цель данной статьи заключалась в узконаправленном изучении денежно-кредитной трансмиссии через процентный канал, в рамках которого на последних этапах трансмиссии существенной корреляции обнаружено не было.

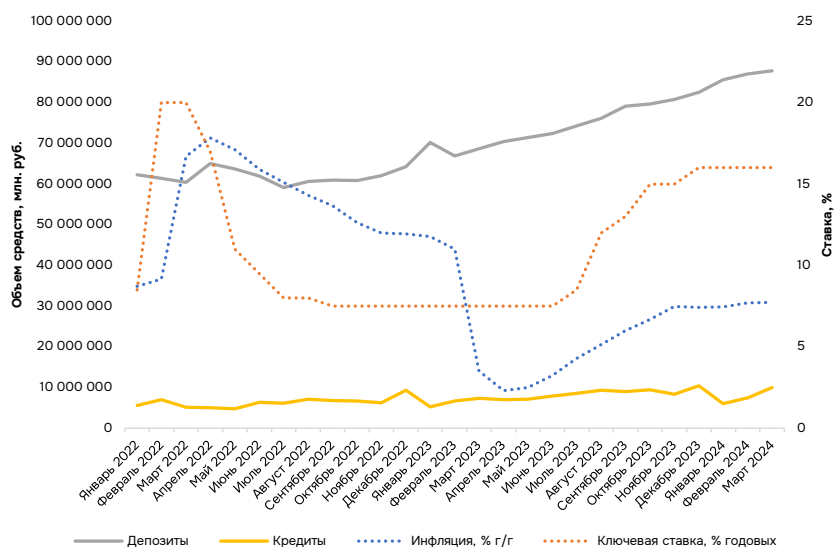


Рис. 12. Динамика объемов кредитов и депозитов, инфляции и ключевой ставки.

Однако в последние годы влияния внешних экономических и политических шоков в существенной степени «зашумляли» сигналы ДКП [3, с. 101], от чего пострадала и проводимость процентного канала. С другой стороны, после начала СВО финансовая активность заметно сместилась в «рублевую зону», сопровождаемая девальвацией кредитов и депозитов, а также растущим объемом использования рублевых финансовых инструментов. Данная тенденция создает возможность для повышения проводимости процентно-

го канала трансмиссии ДКП, а также в большей степени переводит экономическое развитие страны в зону контроля национальных властей, ограничивая возможности финансового влияния недружественных государств. В современных условиях Банк России имеет все шансы, при грамотном подходе, увеличить контроль над вверенной ему зоной экономической активности, а также повысить уровень проводимости каналов трансмиссионного механизма.

Библиографический список

1. Лапаев Д. Н., Рамазанов С. С. Процентный канал и инновационные механизмы Банка России // Экономическая безопасность. – 2024. – № 7.2. – С. 247–264.
2. Моисеев С. Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. – 2002. – 18 (108). – С. 38–51.
3. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. – URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/150582/on_2024\(2025-2026\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/150582/on_2024(2025-2026).pdf) (дата обр. 14.05.2024).
4. Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ (ред. от 23.04.2024) «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Статьи 1-4.