

МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНОЙ ТРАНСМИССИИ В РОССИИ В ПЕРИОД ДЕЙСТВИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ БАНКА РОССИИ

Фролов А.В., Сафонова О.Н.

ФГБОУ ВПО «Пензенский Государственный Университет», Пенза, Россия, e-mail: vard848@yandex.ru

Настоящее исследование посвящено функционированию трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в экономике Российской Федерации в период действия ключевой ставки Банка России. Проводимый анализ основан на дескриптивном подходе и исследовании корреляционной зависимости между макроэкономическими переменными. Результаты свидетельствуют об улучшении функционирования канала процентных ставок за последние два года по сравнению с первым десятилетием двадцатого века, а также о наличии предпосылок для функционирования канала валютного курса и канала банковского кредитования. Выявлены факторы, оказывающие влияющие на отклонения в работе каналов банковского кредитования и валютного курса, к которым можно отнести рост уровня просроченной задолженности в связи с нестабильной макроэкономической ситуацией в государстве и снижении реальной процентной ставки в ответ на изменения денежно-кредитной политики Банка России соответственно.

Ключевые слова: монетарная политика, механизм денежной трансмиссии, Банк России.

MONETARY POLICY TRANSMISSION MECHANISM IN RUSSIA DURING THE OPERATION PERIOD OF KEY-RATE OF THE BANK OF RUSSIA

Frolov A.V., Safonova O.N.

Penza State University, Penza, Russia, e-mail: vard848@yandex.ru

This article is devoted to the analysis of monetary policy transmission mechanism in Russian economy after the introduction of the key-rate of Bank of Russia. In the research we use correlation analysis of the macroeconomic variables. As the result the improvement of interest rate channel in the last two years in comparison with the first decade of the twentieth century is confirmed. We also reveal the background of bank lending channel and exchange rate channels functioning and some significant aspects of their operation procedure. To these aspects the growth of problem debt and the fall of the real interest rates in the economy are related.

Keywords: monetary policy, transmission mechanism, Bank of Russia.

В связи с переходом Банка России к политике инфляционного таргетирования возрастает актуальность исследований структуры и особенностей функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в российской экономике. Понимание основных этапов денежной трансмиссии, которая представляет собой последовательное взаимодействие экономических агентов после изменения инструментов монетарной политики, может способствовать принятию взвешенных политических решений в области денежного регулирования, призванных стимулировать экономический рост с минимальными инфляционными издержками. Следует подчеркнуть тот факт, что под таргетированием инфляции традиционно понимается не строгая последовательность политических и экономических решений, позволяющих создать определенную институциональную структуру, но набор рекомендаций, в рамках которых власти могут обеспечить определенную ценовую стабильность посредством монетарных методов регулирования [4]. Подобный подход позволяет осуществлять независимую денежно-

кредитную политику, контролируя выполнение целевых среднесрочных и долгосрочных показателей уровня цен.

Обзор литературы

Исследования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в России традиционно проводятся с использованием эконометрического и дескриптивного методов анализа. Например, в работе Леонтьевой Е.А. [2] проводится исследование механизма денежной трансмиссии с использованием регрессионных оценок наряду с дескриптивным анализом факторов, оказывающих значительное влияние на работоспособность того или иного канала монетарной трансмиссии. Нельзя не отметить и исследования Бадасен П.В., Дробышевского С.М., Юдаевой К.В, Вдовиченко А.Г. и многих других исследователей, занимавшихся вопросом эффективности политики Банка России, воздействующей на экономику через каналы банковского кредитования, валютного курса и процентных ставок. В общем и целом, в отношении мониторинга функционирования каналов денежной трансмиссии в период с 2000 по 2008 годы исследователи сходятся в следующем [2]:

- канал процентных ставок эффективен только на первом этапе – этапе воздействия Банка России на рыночные процентные ставки, в то время как зависимость ВВП или его отдельных компонентов от рыночных процентных ставок отсутствует;
- Банк России оказывает влияние на валютный курс, от укрепления которого положительно зависят потребление и инвестиции в государстве, и отрицательно – чистый экспорт;
- Центральный Банк не может манипулировать объемом банковского кредитования посредством инструментов процентной политики, что компенсируется воздействием изменений денежной базы. Объемы банковского кредитования влияют на динамику потребительских и инвестиционных расходов.

Задача исследования и анализируемые данные

В сентябре 2013 года Центральный Банк Российской Федерации осуществил введение в действие ключевой ставки Банка России, которая является универсальным индикатором, определяющим направление монетарной политики. Другими словами, повышение ключевой ставки демонстрирует рост стоимости денежных средств в экономике, а ее снижение свидетельствует о проведении т.н. стимулирующей денежно-кредитной политики. В связи со значительными изменениями, а также постепенным переходом в указанном периоде к плавающему курсу национальной валюты, возникает потребность в исследовании возможных изменений структуры денежной трансмиссии в государстве. С целью анализа особенностей функционирования указанного механизма и выявления последствий

проведенных реформ на денежную трансмиссию проводится исследование, основанное на корреляционном анализе следующих макроэкономических переменных¹:

- ключевая ставка Банка России как главный инструмент, отражающий стимулирующее или сдерживающее направление процентной политики (далее – ключевая ставка);
- сальдо операций по предоставлению и абсорбированию ликвидности Центральным Банком (далее – сальдо операций БР) – прокси переменная, демонстрирующая направление политики Банка России в области регулирования ликвидности банковского сектора;
- Объем интервенций на валютном рынке (далее – интервенции БР), выраженный в рублевом эквиваленте по среднемесячному курсу соответствующего периода интервенций;
- Средние ставки по межбанковским кредитам Мiасг сроком на 1 день (далее – mіасг);
- Средняя ставка по банковским кредитам реальному сектору экономики без учета ОАО «Сбербанк» (далее – кредитная ставка);
- Объем кредитов реальному сектору экономики, выданный кредитными организациями (далее – кредиты ЮЛ);
- Индекс реального эффективного курса рубля (далее – геег);
- Индекс выпуска по базовым отраслям экономики (далее – индекс выпуска), который отражает физический объем произведенной продукции и выступает в качестве прокси-переменной уровня выпуска в экономике.

Анализ проводился на месячных данных за период с сентября 2013 года – месяц введения в действие ключевой ставки Банка России, по май 2015 года – последняя дата средних показателей индекса базовых отраслей и некоторых других исследуемых переменных по состоянию на конец августа 2015 года. Всего рассматривается 21 наблюдение. Основным инструментом исследования выбран корреляционный анализ с использованием непараметрического метода Пирсона [5], что обосновано недостаточным количеством наблюдений для получения качественных регрессионных оценок, а также ненормальностью исследуемых переменных.

Результаты исследования

Результаты оценки корреляций, а также их значимости для первого этапа денежной трансмиссии, характеризующего воздействие инструментов монетарной политики на макроэкономические показатели, представлены в следующей таблице:

¹ Данные Банка России и Федеральной Службы Государственной Статистики.

Таблица 1

Корреляция инструментов Банка России с экономическими переменными на первом этапе денежной трансмиссии

Переменные	Міасг	Кредитная ставка	Валютный курс	Кредиты ЮЛ
Ключевая ставка	0,99*	0,91*	-0,91*	0,96*
Сальдо операций БР	0,45*	0,60*	-0,33	0,53*
Интервенции	0,08	0,14	0,13	0,01

* корреляция значима на 90% уровне

На данном этапе денежной трансмиссии обнаружены основания, подтверждающие функционирование канала процентных ставок: корреляция ключевой ставки со ставками на межбанковском рынке и ставкой по банковским кредитам нефинансовому сектору экономики значима и положительна. Объем кредитования положительно связан с уровнем процентных ставок. Данный факт может свидетельствовать о том, что предприятия в значительной степени нуждаются в финансировании текущей деятельности, что даже рост кредитной ставки не может привести к отказу от привлечения заемных средств. Валютный курс, выраженный реальным эффективным валютным курсом, имеет отрицательную связь с динамикой ключевой ставки: рост процентных ставок в России коррелирует с обесценением национальной валюты. Обратим внимание на динамику реальных процентных ставок, рассчитанных на основании ставок на межбанковском рынке, и сопоставим их с номинальными:

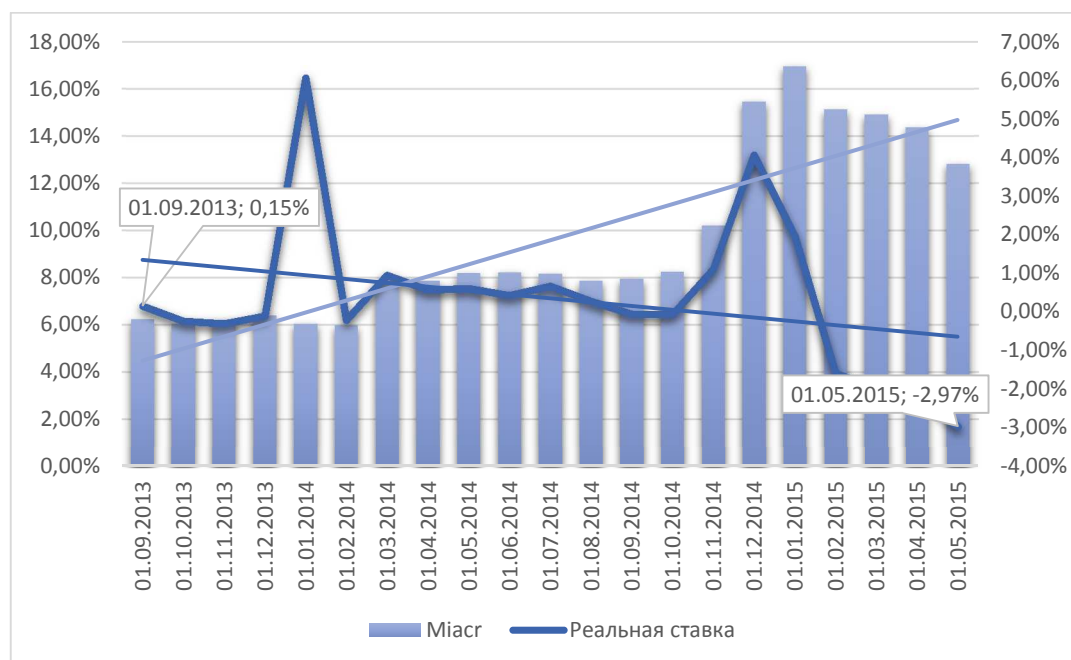


Рисунок 1. Динамика реальной (правый график) и номинальной (левый график) процентных ставок за рассматриваемый период времени (Источник: данные Банка России, расчеты авторов)

На рисунке 1 проиллюстрирована разносторонняя динамика реальной и номинальной процентных ставок: линии тренда для каждого из показателей имеют разные углы наклона,

наблюдается значительное снижение реальной ставки за рассматриваемый промежуток времени – с 0,15% до -2,97%, в то время как за аналогичный период времени ставка на межбанковском рынке выросла с 6,25% до 12,83%. Снижение реальной процентной ставки, в полном соответствии с макроэкономической теорией, приводит к увеличению привлекательности осуществления финансовых вложений за рубежом, что оказывает значительное давление на курс национальной валюты [6].

В части функционирования канала банковского кредитования имеет место положительная зависимость сальдо операций Банка России, процентных ставок и портфеля банковских кредитов. Данная связь может объясняться следующим образом: предоставление ликвидности Центральным Банком является не причиной изменения указанных показателей, а следствием ввиду того, что увеличение стоимости привлечения ресурсов, а также значительные темпы наращивания ссудного портфеля кредитными организациями может создавать у них ситуацию дефицита денежных средств. Банк России, используя краткосрочные источники финансирования лишь восполняет дневную потребность банков в денежных средствах с целью предотвращения кассового разрыва. Гипотеза о необходимости регулярной поддержки банковского сектора подтверждается срочной структурой требований Центрального Банка к банковскому сектору: по состоянию на 01.08.2015 67% всех заемных средств предоставлены со сроком исполнения от 1 до 90 дней [1].

Отсутствие корреляции объема интервенций Банка России на валютном рынке с указанными экономическими показателями подтверждает постепенный переход монетарной власти к плавающему валютному курсу.

Обратим внимание на второй этап денежной трансмиссии, отражающий реакцию уровня выпуска в экономике на воздействие промежуточных факторов:

Таблица 2

Корреляция инструментов экономических переменных на втором этапе денежной трансмиссии

Переменные	Кредитная ставка	Валютный курс	Кредиты ЮЛ	Индекс выпуска
Міасг	0,93*	-0,91*	0,96*	-0,37*
Кредитная ставка	1,00*	-0,80*	0,93*	-0,58*
Валютный курс	-0,80*	1,00*	-0,93*	0,31
Кредиты ЮЛ	0,93*	-0,93*	1,00*	-0,39*

* корреляция значима на 90% уровне

На основании проведенных расчетов можно сделать вывод о наличии очередного подтверждения функционирования канала процентных ставок: корреляция стоимости заемных средств на межбанковском и кредитном рынках значима с каждой из рассматриваемых переменных. Обратная связь объема кредитования юридических лиц, не относящихся к финансовым и банковским организациям, свидетельствует о наличии

проблем в реальном секторе экономики. В связи с неожиданным ростом процентных ставок и девальвацией национальной валюты предприятия вынуждены привлекать заемные средства на финансирование текущих расходов, что позволяет поддерживать объемы производства, предоставляя временную отсрочку в платежах по заработной плате, расчетах с контрагентами, пополнении оборотных средств. Однако, далеко не все предприятия могут воспользоваться кредитными средствами с выгодой для собственного бизнеса, что приводит к возникновению значительного объема просроченной задолженности по кредитным средствам. На следующем графике проиллюстрирована динамика объема просроченной кредитной задолженности и ее доли в общем кредитном портфеле банковского сектора, сформированного за счет предоставления кредитов в национальной валюте за период с сентября 2013 года по май 2015:

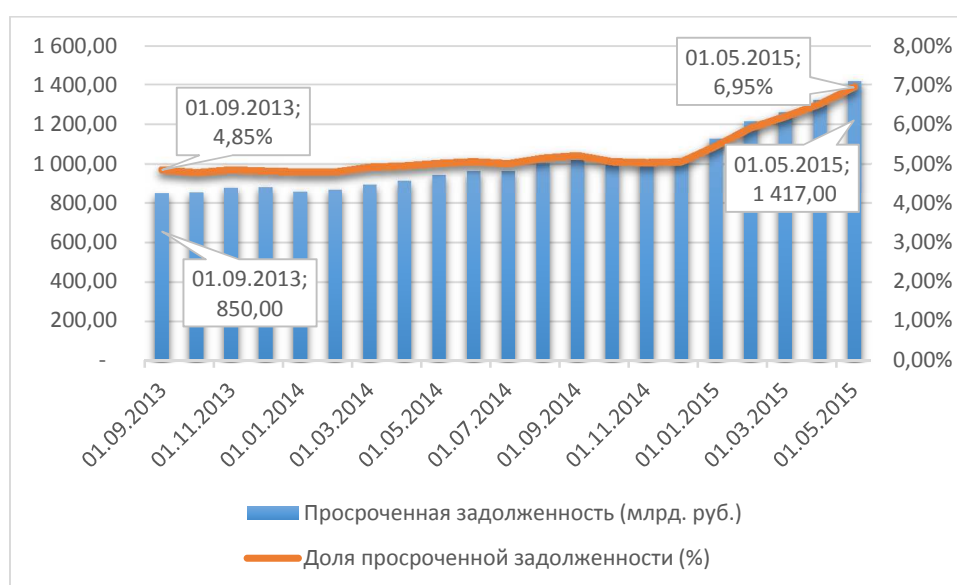


Рисунок 2. Динамика просроченной задолженности (млрд. руб., левый график) и ее доли (% , правый график) в кредитном портфеле банковского сектора России (Источник: данные Центрального Банка)

На протяжении рассматриваемого периода времени доля просроченной задолженности в кредитном портфеле банковского сектора увеличилась на 2,1% и составила 6,95% при росте кредитного портфеля на 16% или 2,9 трлн. руб. Абсолютный прирост проблемной задолженности за указанный период равен 567 млрд. руб. В отношении функционирования канала валютного курса следует отметить отсутствие значимости корреляции между обменным курсом и индексом выпуска. Таким образом, работоспособность данного канала на втором этапе его реализации корреляционным анализом не подтверждается.

Выводы и заключение

В общем и целом, на основании проведенного анализа можно сделать следующие выводы. По сравнению с докризисным периодом 2000 – 2008 годов наблюдается улучшение функционирования канала процентных ставок, что обосновано эффективностью данного канала как на первом, так и на втором этапах его реализации, а именно значимом воздействии процентных ставок на уровень выпуска. Работоспособность канала банковского кредитования подтверждается лишь на первом этапе, ввиду значимой связи между сальдо операций Банка России и объемом кредитного портфеля банковского сектора. Однако на втором этапе имеет место несоответствие динамики кредитного портфеля и реальных показателей выпуска в экономике, что может быть обосновано необходимостью предприятий в финансировании текущих расходов для поддержания безубыточной деятельности. В результате наблюдается ситуация снижения объема выпуска при вероятном наступлении проблемной ситуации со ссудной задолженностью и дополнительным привлечением оборотных средств для осуществления текущих платежей юридических лиц. Функционирование канала валютного курса на первом этапе согласуется с макроэкономической теорией [6]: ввиду действий монетарной власти происходит падение реальной ставки в экономике, что сопровождается повышенным давлением на национальную валюту и отражено в обратной зависимости между номинальной процентной ставкой и валютным курсом. На втором этапе работоспособность данного канала не подтверждается, что может быть обосновано постепенным переходом государства к плавающему валютному курсу.

В заключение следует отметить, что актуальность исследования механизма денежной трансмиссии в настоящее время обоснована как потребностью монетарных и государственных властей в детальном понимании сути экономических процессов с целью повышения эффективности проводимой внутренней монетарной политики, так и обеспечением экономической безопасности государств, значительные риски для которой несет высокий уровень оттока капитала и зависимость ключевых отраслей экономики от зарубежного финансирования [3].

Список литературы

1. Денежно-кредитная и финансовая статистика // данные Банка России. URL: http://cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtid=dv (дата обращения: 17.08.2015);
2. Леонтьева Е.А. Механизм кредитно-денежной трансмиссии в России // РАНХиГС при президенте Российской Федерации. М: 2013. С. 96;

3. Сергеева И.А. Промышленная политика и экономическая безопасность России // Пенза. Известия высших учебных заведений. Поволжский регион. Общественные науки. 2015. № 1 (33). С. 258 – 267.
4. Хэммонд Д. Практика инфляционного таргетирования // Лондон. 2012. ЦИДЦБ № 29. С. 48;
5. Hollander M., Wolfe D. Nonparametric Statistical Methods // New York: John Wiley & Sons. 1973. pp. 185–194;
6. Mishkin F.S., The economics of Money, Banking and Financial Markets // The Addison-Wesley Series in economics. HG 173.M632. 2004. pp. 850;

Рецензенты:

Володин В.М., д.э.н., профессор, декан Факультета Экономики и Управления Пензенского Государственного Университета, г. Пенза;

Бахтеев Ю.Д., д.э.н., профессор, кафедры менеджмента и экономической безопасности Факультета Экономики и Управления Пензенского Государственного Университета, г. Пенза.