

ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ

Международная научно-практическая конференция

20-21 февраля 2006 г. в г. Минске Национальный банк Республики Беларусь и Белорусский государственный экономический университет провели Международную научно-практическую конференцию на тему «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в странах с переходной экономикой». Главными целями конференции были изучение теоретических основ трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и обмен опытом по построению и практическому применению моделей трансмиссионного механизма. Теоретические и эмпирические исследования механизма влияния монетарной политики на экономику, активно проводившиеся экономистами разных стран на протяжении XX века, не снизили актуальность данной темы. Напротив, в последние годы понимание практической значимости изучения данного вопроса в странах с переходным типом экономики заметно возросло. Это подтверждается большим интересом, который проявили к конференции эксперты центральных банков ряда государств и международных организаций. Всего в ее работе приняли участие более 70 ученых и специалистов из 12 стран.

С докладами выступили представители Национального банка Республики Беларусь: первый зам. Председателя Правления Ю.М. Алымов, начальник Главного управления монетарной политики и экономического анализа А.В. Лобанов, начальник отдела стратегических исследований Н.Л. Мирончик. Результаты собственных исследований механизма денежной трансмиссии в экономике Беларуси доложил профессор кафедры бизнес-менеджмента Высшей школы управления и бизнеса Белорусского государственного экономического университета В.Н. Комков.

Ниже приводится краткое резюме указанных выступлений, а также изложены основные положения докладов отдельных пред-

ставителей центральных банков иностранных государств и экспертов международных организаций. К сожалению, объем данной публикации не позволяет охватить все доклады, сделанные на конференции, не говоря уже о продолжительных обсуждениях вопросов, затронутых в них.

Ю.М. Алымов. В 2006 г. сохранится преемственность проводимой монетарной политики, которая будет направлена на достижение прогнозных показателей социально-экономического развития республики. Конечной целью денежно-кредитной политики является обеспечение с помощью монетарных инструментов снижения инфляции до уровня в 7-9%. Первоочередное внимание в качестве промежуточного ориентира денежно-кредитной политики по-прежнему будет уделяться номинальному обменному курсу белорусского рубля, наряду с которым будет использоваться показатель активной рублевой денежной массы. Достижение прогнозных параметров инфляции и дальнейшее их снижение в последующие годы является очень сложной задачей. Она требует от центрального банка улучшения работы по исследованию трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, анализа и прогнозирования инфляционных процессов с учетом особенностей национальной экономики.

А.В. Лобанов. Трансмиссионный механизм монетарной политики целесообразно рассматривать как часть общего экономического механизма государства. Учитывая многогранность экономических процессов, желательным является во внимание разнообразие каналов влияния монетарной политики на экономику. В Национальном банке Республики Беларусь учитывается на практике ряд каналов денежного механизма, которые ориентированы прежде всего на ограничение инфляции как одного из основных условий долговременного экономичес-

кого роста. Необходимо также отметить, что переход к инфляционному таргетированию представляется многоплановой задачей, решение которой требует реализации в первую очередь ряда общеэкономических мер, создающих возможность определяющего воздействия на инфляцию монетарными инструментами. Введение инфляционного таргетирования также предполагает проведение методологической работы: описание адекватного трансмиссионного механизма влияния денежно-кредитной политики на инфляцию и экономические показатели, совершенствование моделей анализа и прогнозирования инфляции, определение лагов между моментами применения монетарных инструментов и их воздействия на инфляцию и т.д.

Н.Л. Мирончик. В 2005 г. Национальный банк Республики Беларусь приступил к разработке модели трансмиссионного механизма, базирующейся на неокейнсианском подходе к анализу и прогнозированию монетарной политики. Согласно данной теории, индикатором инфляционного давления является отклонение реальных предельных издержек от их равновесного уровня, в качестве аппроксимации которых используется разрыв выпуска. Разрыв выпуска рассчитывается как процентное отклонение фактического реального выпуска от равновесного реального выпуска. Под равновесным выпуском понимается такой объем выпуска товаров и услуг, поддержание которого не создает понижающего или повышающего давления на инфляцию. Положительный разрыв выпуска может служить сигналом к необходимости ужесточения денежно-кредитной политики. Таким образом, от адекватности оценки текущего состояния экономики относительно долгосрочного равновесного тренда во многом зависят результаты достижения центральным банком целей денежно-кредитной политики. Поскольку равновесный выпуск и разрыв выпуска являются ненаблюдаемыми переменными, для их определения был использован метод Калмановской фильтрации.

Предварительные результаты расчетов показывают, что в 2001-2005 гг. отмечался отрицательный разрыв выпуска. С I квартала 2001 г. по II квартал 2003 г. наблюдались увеличение отрицательного разрыва выпус-

ка и очень быстрые темпы снижения инфляции, что в значительной мере может объясняться ужесточением монетарной политики. С III квартала 2003 г. монетарные условия и увеличение внешнего спроса со стороны Российской Федерации способствовали расширению совокупного спроса в Беларуси, ускорению экономического роста, сокращению избыточного предложения и отрицательного разрыва выпуска в экономике, что, в конечном итоге, выразилось в замедлении темпов снижения инфляции. В настоящее время выпуск фактически находится на равновесном уровне, что говорит об отсутствии в экономике явных рисков ускорения инфляционных процессов.

В.Н. Комков. Для республики исследование механизма денежной трансмиссии имеет особое значение в связи с необходимостью выработки новых подходов к формированию основных направлений денежно-кредитной политики в условиях относительной финансовой стабильности, достигнутой после продолжительного периода высокой инфляции и неустойчивости обменного курса национальной валюты. В экономической литературе, посвященной исследованиям механизма денежной трансмиссии, наибольшей популярностью пользуется так называемый подход векторных авторегрессий, который основан на построении и изучении импульсных функций отклика векторной авторегрессионной модели. Исследование с помощью данного подхода показало наличие статистически значимого влияния денежных шоков на инфляцию и промышленное производство в Республике Беларусь. Вместе с тем выявлено и более значимое обратное влияние роста потребительских цен на предложение «горячих» и наличных денег. Полученные результаты свидетельствуют также о важности канала обменного курса для открытой экономики республики, подтверждают существование процентного канала денежной трансмиссии и показывают, что рост российского ВВП положительно и статистически значимо стимулирует экономический рост в Беларуси. В рамках процентного канала была подтверждена статистически значимая зависимость разрыва реального промышленного производства от изменения реальной ставки рефинансирования и став-

ки по однодневным межбанковским кредитам. Предполагается, что основные эффекты в рамках процентного канала обусловлены изменением сберегательного поведения домашних хозяйств в ответ на изменение процентных ставок.

Б. Хорват (Международный валютный фонд). Все механизмы трансмиссии денежно-кредитной политики чувствительны к долларизации, которая сокращает влияние центрального банка на денежные агрегаты, искажает связь между денежной массой и инфляцией, повышает уязвимость экономики к изменениям валютного курса. В 2004 - 2005 гг. монетарная политика Беларуси была преимущественно основана на использовании канала кредитования и канала валютного курса. Эмпирические результаты показывают наличие сильного эффекта переноса изменений валютного курса на цены товаров в Беларуси, что соотносится с ролью номинального якоря, которую фактически играет валютный курс. Необходимо отметить, что экономика Беларуси, контролируемая в основном государством и отличающаяся высоким уровнем концентрации, явно нуждается в эффективной денежно-кредитной политике в качестве инструмента корректировки. Обеспечение эффективности денежно-кредитной политики требует решения первоочередной задачи - снижения инфляции за счет проведения взвешенной, прозрачной денежно-кредитной политики, обеспечения самостоятельности Национального банка Республики Беларусь при ее определении. Необходимы четкая иерархия целей денежно-кредитной политики, приоритетом в которой должен быть целевой показатель инфляции, и укрепление функционирования каналов монетарной трансмиссии. Также исключительно важна устойчивость банковской системы. Совершенно ясно, что банковская система с высоким уровнем капитализации, ориентированная на получение прибыли, создает естественный защитный буфер против экзогенных потрясений и балансовых рисков. Однако в настоящее время общая рентабельность белорусского банковского сектора низка, а устойчивый быстрый рост банковских кредитов в последнее время вызывает опасения по поводу будущих безнадежных ссуд. В результате банкам при-

ходится опираться на постоянную масштабную поддержку со стороны государства для поддержания своей ликвидности и объема капитала. Наконец, для преодоления сдерживающих факторов и решения проблем, с которыми Национальный банк Республики Беларусь сталкивается при разработке оптимального комплекса мер денежно-кредитной политики, ему необходима поддержка со стороны других направлений экономической политики.

Т. Голуб (Национальный банк Чехии). Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики является чрезвычайно сложным, и единственно верной модели трансмиссионного механизма не существует. Обратная реакция монетарной политики на изменения в экономике и одновременность действия различных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики усложняют его изучение и моделирование. Кроме того, трансмиссионные механизмы монетарной политики разных стран могут отличаться, а действие каналов трансмиссионного механизма может изменяться со временем. В определенной мере нивелировать указанные проблемы могут применение упрощенной основной модели трансмиссионного механизма, калибрование параметров модели трансмиссионного механизма (на основе существующих теоретических представлений о функционировании конкретной экономики и имеющегося опыта прогнозирования) при невозможности их эконометрической оценки и разработка более детальных вспомогательных экономических моделей трансмиссионного механизма.

М. Делун (Народный банк Китая). Китай осуществил значительную трансформацию денежно-кредитной политики от прямого управлению к косвенному, от преимущественно количественных инструментов к ценовым монетарным инструментам. Стремление рыночных субъектов хозяйствования максимизировать прибыль является предпосылкой эффективной работы трансмиссионного механизма монетарной политики. Если финансовые институты и предприятия не стремятся получить возможную прибыль, изменения процентной ставки и обменного курса их не затронут. Кроме того, если финансовые институты не будут уделять большого внимания потенциальным кредитным

рискам, монетарные инструменты корректировки цены денег не будут действовать. В этом случае может применяться только прямое управление совокупной ликвидностью посредством контроля над эмиссией денег и объемами предоставления кредитов. Сегодня китайские финансовые институты и предприятия постепенно становятся независимыми экономическими субъектами, нацеленными на максимизацию прибыли, а финансовый рынок в основном сформирован. Монетарная политика стала одним из наиболее важных макроэкономических инструментов главным образом по причине того, что изменение финансовых переменных приводит к соответствующим изменениям совокупного спроса экономики. В настоящее время в условиях экономического роста центральный банк Китая использует как ценовые монетарные инструменты регулирования, такие как процентные ставки и резервы по депозитам, так и количественные инструменты регулирования. Последние, в отличие от аналогичных инструментов, применявшихся при прямом управлении, используются для осуществления косвенного управления через финансовый рынок. При этом конечной целью монетарной политики Китая является поддержание стабильной стоимости юаня и содействие экономическому росту, промежуточной целью - контроль показателя денежной массы.

Де Соуза Л.В. (Европейская комиссия). Для эффективного проведения монетарной политики необходимо понимание того, как ее воздействия передаются экономике и какова роль финансового сектора в этом процессе. Предварительные оценки свидетельствуют, что существуют только очень слабые признаки действия как канала процентной ставки, так и канала банковского кредитования в России, и они связаны с уровнем активов. Это может объясняться ограниченным использованием органами денежного регулирования процентных ставок в качестве инструмента монетарной политики и, в равной степени, ограниченной, хотя и возрастающей, важностью банковского сектора как поставщика кредитов отечественным предприятиям и домашним хозяйствам. Также объяснением могут служить институциональные характеристики,

которые ограничивают эффективность банковского канала (большое присутствие государства в банковском секторе, существование системы страхования вкладов в крупнейших, системообразующих российских банках, существование очень специфических «банковских сетей»). Полученные результаты важны не только для России, но и для государств, которые связывают свою монетарную политику с ее монетарной политикой, а также для стран, в чьих финансовых системах в значительной мере присутствуют российские банки.

Д.Т. Акишев (Национальный банк Республики Казахстан). Особенности экономики Казахстана являются быстрый экономический рост (реальный ВВП вырос за последние пять лет на 63%), огромный приток прямых иностранных инвестиций (более 43 млрд долл. США за 1993-2005 гг.), увеличение денежного предложения вследствие расширения кредитования банками экономики и притока иностранного капитала. Для обеспечения макроэкономической стабильности и вывода излишних денег из экономики создан нефтяной Национальный Фонд, который составляет сегодня около 15% к ВВП. Тем не менее с 2001 г. денежный рынок функционирует в условиях структурного избытка ликвидности. Таким образом, в Казахстане инфляция определяется не только показателями, находящимися под контролем Национального Банка. Соответственно, необходимо достаточное понимание взаимосвязи макроэкономических показателей и инфляции при построении трансмиссионного механизма в процессе введения инфляционного таргетирования.

А.Ф. Ротару (Национальный банк Молдовы). Национальный банк Молдовы проводит адекватную экономической ситуации денежно-кредитную политику, направленную на поддержание стабильности национальной валюты. Во избежание чрезмерных колебаний обменного курса национальной валюты центральный банк покупает иностранную валюту, поступающую на внутренний валютный рынок. В то же время для смягчения давления денежной эмиссии на уровень цен увеличивается объем операций по стерилизации избытка ликвидности. Необходимо отметить наличие определенных

сложностей и проблем в области трансмиссии решений денежной и валютной политики. В частности, наблюдается существенный разрыв между базовой процентной ставкой, установленной центральным банком, и ставкой по государственным ценным бумагам на первичном рынке и ставкой по операциям стерилизации. Данный разрыв обусловлен излишком ликвидности в банковской системе, который имеет искусственный характер и создан накоплением денежных средств на бюджетных счетах в банках. Ожидается, что сужение главной цели денежно-кредитной политики - переход к обеспечению и поддержанию стабильности цен, диверсификация инструментов привлечения временно свободных финансовых средств и их размещения в национальную экономику и реализация других мер - позволит повысить эффективность монетарной политики.

Е. Станиславская (Национальный банк Польши). Согласно экономической теории, инфляционные ожидания играют основную роль в различных каналах трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, поскольку они оказывают влияние на реальные процентные ставки, обменный курс, совокупный спрос, доход и цены. Кроме того, в теории принято считать, что ожидания являются рациональными, т. е. несмещенными, и удовлетворяют условиям макроэкономической эффективности. Однако проведенный анализ свидетельствует о том, что инфляционные ожидания потребителей в Польше не удовлетворяют теории рациональных ожиданий и основываются на информации прошлых периодов. Поэтому, несмотря на то, что ожидания хорошо объясняют динамику цен в неокейнсианской кривой Филлипса, монетарная политика Национального банка Польши, по-видимому, оказывает ограниченное прямое воздействие на инфляционные ожидания. Это снижает эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Д. Маяс (Банк Финляндии). Используя панельные статистические данные для государств зоны евро за период 1977-2003 гг., мы исследовали, как доступная на тот момент информация воздействует на характеристики кривой Филлипса. Мы рассматриваем публикуемые ОЭСР прогнозы в каче-

стве отражения существовавших в то время ожиданий. Данные реального режима времени показывают, что формирование баланса ожиданий в большей степени основывается на будущей, чем на прошлой информации. Напротив, уточненные статистические данные свидетельствуют о том, что они в меньшей степени основаны на будущей информации. Кроме того, используя данные за период 1989-1998 гг., мы выяснили, обеспечивают ли данные реального режима времени лучшее объяснение правила Тэйлора для отражения монетарной политики Новой Зеландии. Прогнозы инфляции и оценки производственного разрыва Резервного банка Новой Зеландии обеспечивают лучшее объяснение правила Тэйлора по сравнению с фактическими данными.

Подводя итоги работы Конференции, Председатель Правления Национального банка Республики Беларусь **П.П. Прокопович** поблагодарил участников за возможность на практических примерах рассмотреть особенности работы каналов передачи импульсов денежно-кредитной политики реальному сектору экономики с учетом национальных социально-экономических условий различных стран и отметил следующее. Очень важной остается обобщенная информация о функционировании трансмиссионного механизма в других странах, а именно: какие каналы передачи управленческих импульсов в экономику работали наиболее эффективно, какие факторы затрудняли или искажали их действие. Высокий уровень открытости белорусской экономики влиянию внешнеэкономической конъюнктуры предполагает большую значимость для нас канала обменного курса, механизмов его воздействия не только на инфляционные процессы, но и на макроэкономические пропорции. Дополнительная актуальность информации о действии данного канала обусловлена реализуемым в последние годы у нас режимом денежно-кредитной политики - таргетированием обменного курса национальной валюты. Достижение существенных успехов в подавлении интенсивности инфляционных процессов в Беларуси способствовало поступательному возрастанию роли процентной ставки и процентного канала воздействия на экономику. Развитие интеграционных процес-

сов на пространстве бывшего СССР усиливает объединительные процессы в рамках создания общего рынка капитала. Поэтому ожидается дальнейшее усиление действия факторов, связанных с процентным арбитражем, действием изменяющейся рискованной премии по инструментам сбережений и кредитования. По мере развития национальной экономики, снижения интенсивности инфляционных процессов мы все больше склоняемся к желательности постепенной трансформации режима денежно-кредитной политики в сторону инфляционного таргетирования и отказа от концентрации внимания экономических агентов только лишь на обменном курсе.

В итоговом документе Конференции отмечается прогресс, достигнутый Республикой Беларусь и другими странами с переходным типом экономики по стабилизации цен и обменных курсов национальных валют, и сделаны следующие выводы. Во многом стабилизации национальных валют

способствовало повышение эффективности денежно-кредитной политики на основе исследований и моделирования ее трансмиссионного механизма. Тем не менее трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и его структура продолжают оставаться одной из наиболее актуальных тем в современной экономической науке и исследованиях центральных банков. Необходимо дальнейшее изучение механизмов взаимовлияния монетарной политики и экономики, совершенствование на этой основе процесса принятия решений по вопросам денежно-кредитной политики. При этом разработка экономико-математических моделей является приоритетным направлением исследований трансмиссионного механизма. Целесообразно продолжение сотрудничества центральных банков по исследованию каналов трансмиссионного механизма и построению аналитического инструментария для поддержки принятия решений в области монетарной политики.

*Обзор подготовил К.В. Демидов,
(г. Минск)*

