

# ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

**К. Н. Корищенко**

руководитель отдела Центрального банка РФ

## СТРУКТУРА И ОСНОВНЫЕ ВИДЫ МЕХАНИЗМА ДЕНЕЖНОЙ ТРАНСМИССИИ

Формирование эффективной модели регулирования экономики мерами денежно-кредитной политики основано на понимании внутренней структуры механизма воздействия ее инструментов на целевые показатели деятельности монетарных властей. Исходной базой для формулировки стратегии социально-экономического развития и постановки обоснованных краткосрочных и среднесрочных задач выступает достигнутый страной уровень развития, сложившаяся институциональная структура экономики, система ценностей и экономических приоритетов, позволяющие выделить основные направления, по которым государство имеет возможность оказать поддержку ключевым сферам, отраслям и субъектам экономики. Как показывает, например, опыт построения рыночных отношений в странах бывшего СССР, именно осознание особенностей текущей ситуации в стране выступает необходимым элементом разработки средств, методов и инструментария государственного, в том числе денежно-кредитного, регулирования экономики.

### 1. Роль механизма денежной трансмиссии на современном этапе

Вышесказанное имеет отношение не только к так называемым экономикам с формирующимися рынками, хотя и имеет для них гораздо большее значение (The transmission..., 1998, p. 23), но является одним из ключевых факторов проведения эффективной денежно-кредитной политики в развитых странах. Наблюдающиеся в настоящее время инновационные процессы в финансовом секторе, тенденции глобализации экономических и финансовых отношений, интернационализации финансовых структур, а также изменения в целевых установках и операционных параметрах проводимой центральными банками политики приводят к необходимости переоценки роли мер денежно-кредитного воздействия и проведения исследования трансформации путей проникновения денежных импульсов в реальный сектор экономики. Изменения, произошедшие за последние десять лет, включая введение единой европейской валюты и формирование европейского центрального банка (Laurent, Drumetz, Haas, 2001), либерализацию внешнеэкономических связей и появление новых региональных рынков финансовых вложений (Frankel, Schmucler, Serven, 2000), создание целой системы финансовых инструментов и развитие финансового инжиниринга (Cecchetti, 1999), пересмотр структуры управления денежно-кредитной сферой в сторону выбора таргетирующих инфляцию режимов (Корищенко, 2003), а также многие другие сдвиги позволяют говорить об эво-

люции механизма влияния денежно-кредитных мер на основные макрохарактеристики экономической системы.

В описанных условиях, рассмотрение возможностей повышения эффективности мер денежно-кредитной политики в России с необходимостью требует осмысления тех процессов, которые имеют место в развитых странах, поскольку именно исследование новых экономических факторов через призму реализации основных направлений политики центрального банка служит необходимым условием для выхода на показатели денежно-кредитной сферы, необходимые для обеспечения стабильно высоких темпов экономического роста. Достичь этого можно лишь за счет ясного понимания специфики реакции системы на конкретные меры денежно-кредитного регулирования, и выбора механизма управления, наиболее полно отражающего характеристики сложившейся макроэкономической среды. В связи с этим, в настоящей статье будет затронут вопрос взаимосвязи институциональной структуры экономической системы и действий монетарной политики, позволяющих достигнуть сформулированных целей с минимальными издержками. Речь идет о дизайне передаточного механизма или каналов проникновения монетарных импульсов в экономическую систему. По существу, степень соответствия этого механизма выбранным направлениям и инструментам регулирования определяет успех мер, предпринимаемых центральным банком.

## 2. Концептуальные основы функционирования механизма денежной трансмиссии

Одной из базовых составляющих общей парадигмы денежно-кредитной политики является номинальный якорь как спецификация конечной и/или промежуточной цели монетарного управления (Flood, Mussa, 1994, p. 24). Помимо этого, в рамках выбранного денежно-кредитного режима к необходимым условиям могут относиться отсутствие иных обязательств денежных властей (например, по финансированию дефицита государственного бюджета), покрытие денежной базы валютными резервами, а также высокий уровень открытости и публичного понимания идейных установок и действий центрального банка (Fisher, 1994).

Первый аспект, продемонстрированный упомянутыми авторами, выделяет значимое снижение чувствительности объемов производства в США к изменениям в ставке рефинансирования. На основе изучения кроскорреляционных зависимостей было выявлено, что начиная с 1990-х гг. степень реакции валового внутреннего продукта на изменения процента сократилась до незначимых значений, что указывает либо на исключение основных на проценте каналов из системы трансмиссионных механизмов, либо на повышение уровня эффективности денежно-кредитной политики, полностью сглаживающей какие-либо колебания валового внутреннего продукта. Сложность в разграничении обозначенных эффектов проистекает из эндогенной природы политических мер: не только экономика реагирует на денежно-кредитную политику, но и денежно-кредитная политика отвечает на вызовы экономики. Поэтому при своевременном и эффективном регулировании, колебания ВВП могут стать настолько незначительными, что какая-либо их связь с операционными индикаторами денежно-кредитной политики окажется ничтожной по величине.

Второй аспект, характеризующий механизм денежной трансмиссии на современном этапе — это множественность каналов воздействия и сложность разграничения их вклада в формирование валовой добавленной стоимости. По оценкам последних исследований в развитых странах используются все выше-рассмотренные каналы трансмиссионного механизма, в силу чего становится затруднительным выделение относительной значимости каждого из них. В отдельных случаях предпринимаются попытки использования так называемого

подхода «отключения», при котором происходит эконометрическое отделение эффекта действия отдельного канала и выяснение его вклада в общий результирующий показатель. Несмотря на определенные успехи в данной области, градуальные тенденции в ряде финансовых сфер, такие, например, как процессы секьюритизации и интернационализации, делают необходимым проводить подобные оценки во временном разрезе.

Последнее явление, затронувшее сферу регулирования денежного обращения, касается кардинальных изменений, произошедших в финансовом секторе и связанных с ними процессов консолидации и дезинтермедиации, т. е. укрупнения и исключения финансовых посредников как отдельного звена финансовых отношений. Применительно к каналам трансмиссионного механизма это может означать снижение относительной значимости кредитного канала, основанного на мультипликативном расширении денег финансовыми посредниками, и повышение роли финансово-ценовых механизмов проникновения денежных импульсов в систему.

Выделенные характеристики национальной денежно-кредитной политики представляются особо значимыми для так называемых «таргетирующих» режимов, при которых решающее значение начинают приобретать факторы взаимодействия денежных властей с остальными субъектами экономики, в том числе с участниками международного финансового рынка. Наглядной иллюстрацией этому служит ситуация, сложившаяся в странах, избравших режим курсового таргетирования, предполагающего взятие центральным банком на себя обязательств по поддержанию заранее оговоренного уровня курсового соотношения национальной денежной единицы. В таких странах, как Польша, Чехия и Венгрия, отход от этого режима произошел на фоне нахлынувшей волны азиатско-тихоокеанского кризиса и угрозы переноса шоков финансовой нестабильности развивающихся рынков.

Несмотря на отсутствие объективных причин отказа от использования режима фиксированного валютного курса, многие страны, ввиду недостаточной способности обеспечить проведение необходимых антиинфляционных мер регулирования, предприняли попытку частичного пересмотра системы денежно-кредитной политики. Общемировые тенденции, сложившиеся в конце 1990-х гг. — начале XXI в., выразились в так называемом «биполярном» подходе, заключающемся в наличии определенной склонности денежных властей к выбору между наиболее жесткой моделью фиксации курса (currency board) и моделью инфляционного таргетирования (inflation targeting), подразумевающей плавающий курс. Консенсуса, тем не менее, в вопросе выбора режима денежно-кредитной политики, как такового нет. Причина этого состоит в том, что вопрос эффективности монетарного регулирования — это не вопрос политического выбора, а вопрос сложившейся в стране экономической ситуации, понимаемой в самом широком смысле, включающей как особенности преобладающей макроэкономической среды, так и микроинституциональную структуру и систему связей между ключевыми финансово-экономическими переменными.

По существу, речь идет о национальных особенностях внутреннего строения экономической системы, которое с позиций формулировки основных направлений монетарной политики формирует порядок функционирования механизма денежно-кредитной трансмиссии. В наиболее общем определении трансмиссионный механизм — это система взаимодействия элементов и взаимосвязей параметров денежного, финансового и реального секторов экономики. В более конкретном представлении данный механизм находит отражение в порядке воздействия инструментов денежно-кредитной политики на показатели реального сектора, такие как объем национального дохода и уровень цен. Таким образом,

ключевые блоки и направления работы этого механизма включают следующую совокупность последовательных возмущений:

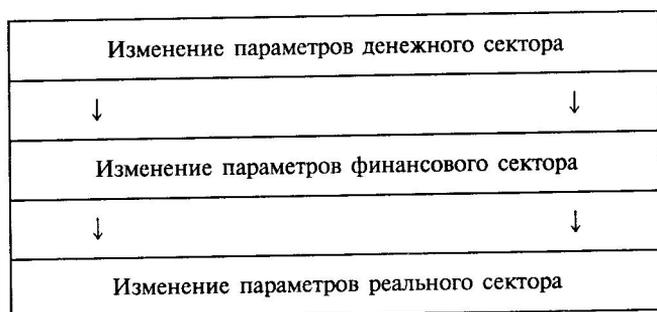


Схема трансмиссионного механизма

Понятие трансмиссионного механизма, также называемого передаточным механизмом или механизмом влияния, было сформулировано Д. М. Кейнсом в первой половине XX столетия и представляет собой теоретическую концепцию воздействия изменений денежной массы на реальные экономические 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 ожидаемых инвестиций и совокупных расходов в целом, что приводит к росту реального дохода и изменениям номинального чистого национального продукта.

Кейнсианцы подчеркивали роль процентных ставок и инвестиционных расходов в изменениях денежного предложения. Другой позиции придерживается чикагская школа экономической мысли, представителей которой именуют монетаристами. Монетаристы считают, что изменение денежного предложения непосредственно воздействует на совокупный спрос, что ведет затем к изменениям номинального чистого национального продукта.

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 экономической системы. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики тем самым обусловлен сложившейся структурой элементов национальной экономики и их взаимосвязей. 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.

В итоге механизм трансмиссии денежно-кредитной политики представляет собой результат совмещения двух процессов: с одной стороны, его работоспособность определяется особенностями национальной экономики, в том числе исторической траекторией ее развития, спецификой преобладающих социально-экономических институтов, политических идей и культурных традиций, с другой — избранной на уровне монетарных властей системой целевых установок и операционных параметров денежно-кредитного регулирования.

Будучи зависимым от вышеобозначенных факторов, механизм денежной трансмиссии, тем не менее, не следует рассматривать как нечто заданное условиями и действиями экономических субъектов в силу его определяющей роли в формировании и реализации основных направлений денежно-кредитной про-

граммы. Характер воздействия мер монетарного регулирования и достижение конечных целей денежно-кредитной политики, в какой бы форме они не были сформулированы, обусловлены сложившимся порядком межсекторальных взаимосвязей, которые находят отражение как в направлении и степени импульсных воздействий, так и времени, требующегося для реализации полного эффекта. Таким образом, меры денежно-кредитной и валютной политики, влияющие на экономическую активность хозяйствующих субъектов, на совокупный спрос и совокупное предложение, накопление и потребление, на инфляционные процессы и другие макроэкономические параметры, оказываются эндогенными в экономике по составу и структуре механизма денежной трансмиссии.

В наиболее упрощенном виде влияние денежно-кредитной политики на экономическую конъюнктуру осуществляется следующим образом. Используя инструменты денежно-кредитной политики (операции на открытом рынке, рефинансирование банков, изменения норматива фонда обязательных резервов и др.), денежные власти оказывают влияние на ликвидность банковской системы и рыночные процентные ставки, что позволяет контролировать цены на широкий спектр финансовых активов, влияющих, в свою очередь, на экономическую конъюнктуру. Эффективность проводимых операций находится в прямой связи с характером внутренней структуры механизма денежной трансмиссии, поэтому ясное понимание его функционирования способствует наиболее корректной постановке целей и задач денежно-кредитной политики, и что более важно, оценки возможностей их достижения со стороны монетарных властей.

Таким образом, понимание характера различных трансмиссионных процессов может способствовать повышению эффективности проведения денежной политики. Это может достигаться несколькими способами. По причине задержек в откликах показателей трансмиссионного механизма денежная политика должна быть изначально предусмотрительной. Такое положение, например, предусмотрено в стратегии денежно-кредитной политики Евросоюза, одобренной в январе 1999 г. Учет структуры временных задержек и относительной силы трансмиссионного механизма позволяет выработать стратегию относительно степени воздействия по срокам и установить значения процентных ставок, необходимых для удержания инфляции в допустимом диапазоне значений. Причем в этом случае необходимо также учитывать влияние ранее принятых решений, действие которых еще не проявилось полностью.

Кроме того, лучшее понимание трансмиссионных отношений облегчает проведение надежной оценки тех показателей, которые на данный момент являются наиболее полезными в исследовании позиций денежной политики. Например, тот факт, что евроэкономика является большей и относительно закрытой экономикой, подразумевает, что меры валютной политики по степени своей важности будут значительно уступать мерам денежно-кредитного регулирования, тогда как в малых странах со значительными объемами внешней торговли положение может оказаться прямо противоположным. По этой причине результаты экономической политики, отражаемые показателем денежного агрегата М3, и обладающие лучшей степенью прогнозирования темпов инфляции, рассматриваются в зоне евро как ключевые в передаче денежных импульсов в рамках схемы действующего трансмиссионного механизма.

Во многих случаях, и это подтверждает опыт проведения политики финансовой стабилизации в странах бывшего СССР, неудача предпринимавшихся попыток сгладить последствия ценовой либерализации в основных секторах национальной экономики рычагами денежно-кредитного управления, во многом обусловленная как поверхностным рассмотрением ключевых трансмиссионных пропорций, так и неустойчивой работой самого трансмиссионного механизма, привела к необходимости постоянной корректировки не только инструментов, но и режимов денежно-кредитной политики.

В этом отношении следует учитывать, что трансмиссионный механизм работает не одномоментно, а поэтапно, что еще более затрудняет его рассмотрение и изучение. В широком смысле, трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики проходит как минимум две стадии. На первой, 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 окажут воздействие на 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 эффекты более направленного политического воздействия на инфляционные ожидания, которые могут непосредственно влиять на результаты ценообразования.

Полный анализ и контроль трансмиссионного механизма денежной политики осложняются действием двух факторов. Во-первых, модели трансмиссионного механизма денежной политики непрерывно развиваются в ответ на изменения экономического поведения и институциональной структуры. В настоящее время это может быть особенно применимо к зоне евро вследствие происходящих там структурных изменений, особенно в финансовом секторе, в результате перехода на евро и выработки единой денежно-кредитной политики. Кроме того, другие факторы технологического или демографического воздействия могут значительно изменить путь функционирования экономики. Трансмиссионный механизм, таким образом, изначально прорабатывается при значительной степени погрешности.

Во-вторых, денежная политика проводится не в изолированном пространстве. На краткосрочную динамику цен воздействует множество внутренних и внешних процессов помимо влияния денежной политики. Например, быстрое повышение цен на нефть, наблюдаемое в последнее время, оказало во многих нефтепотребляющих странах существенное влияние на инфляцию. Центральный банк должен учитывать последствия экономических шоков, возникающих помимо ситуаций, вызываемых его собственным воздействием. Одновременное действие сильных внешних шоков, как и технологических, так и структурных изменений вызывает значительную неуверенность у центрального банка в прогнозировании результатов проведения денежной политики.

Определенный элемент управляемости в осуществление основных направлений политики центрального банка вносит внутреннее строение механизма денежной трансмиссии. Обращаясь снова к общей схеме денежной трансмиссии, представленной выше, можно выделить несколько направлений или каналов, по которым происходит проникновение первичного монетарного импульса в экономику. В каждый заданный период времени в условиях определенной социально-экономической среды доминирует либо один, либо несколько трансмиссионных каналов, что позволяет не только на качественном уровне рассматривать эффект воздействия денежно-кредитной политики на реальный сектор, но и находить определенное количество денег, соответствующее объемам производства, торговли и доходов. Деньги не есть богатство, они не являются ни фактором, ни инструментом роста богатства. Основным их предназначением выступает обеспечение распределения товарной массы в экономике. Исходя из этого начиная с XVI—XVII вв., политическая экономия стояла на позиции, согласно которой деньги играют преимущественно пассивную роль в хозяйственных процессах. Коротко это можно выразить словами

шотландского философа Д. Юма: «Деньги — это не колеса торговли, а смазка для них». Другими словами, деньги несущественны для производства, для реальных показателей, они всего лишь обслуживают экономику и определяют общий уровень цен.

Теория Д. Юма и лежащая в ее основе количественная теория денег достаточно органично дополняли мир реальной экономики классической школы. На том этапе развития экономической мысли господствовал следующий принцип: рост количества денег в обращении воздействует только на уровень цен, но никак не на реальные процессы, т. е. не влияет ни на объем и структуру спроса, ни на объем и структуру производства. В то время основной задачей экономической науки было объяснить реальные процессы, проникнуть за денежную вуаль, за поверхность денежных отношений. Именно такого рода взгляд на денежную экономику разделялся лидерами классической политической экономии, такими как Ж.-Б. Сэй, Д. Рикардо, Дж. С. Милль.

Тем не менее было бы неправильным считать, что классическая политическая экономия — не заложила основ для рассмотрения эффектов воздействия денежных процессов на реальный сектор экономики, для изучения передачи монетарных импульсов в экономику. Ведь еще у Д. Юма проскальзывала мысль, что количественная теория денег не работает на коротком отрезке времени, который следует непосредственно за поступлением денег в обращение, т. е. в период приспособления экономики к новому объему денежной массы. Первым, кто эту идею выразил вполне отчетливо, был даже не Д. Юм, а Р. Кантильон в работе «Очерк о природе торговли» (1755). Именно ему принадлежат пробные попытки анализа эффекта «впрыскивания» дополнительной денежной массы в обращение, которого ныне называют *«эффектом Кантильона»*. Для проведения анализа Р. Кантильон ввел в рассмотрение некую страну, которая сама добывает денежный металл, и вообразил ситуацию притока в эту страну новой партии добытого металла. Сначала, по мнению Р. Кантильона, создается дополнительный спрос и стимулируется производство в смежных секторах экономики, затем возникает цепная реакция проникновения этого первичного импульса в остальные сектора, и только после того, как первичный краткосрочный импульс иссякнет, возникает уже традиционный долгосрочный эффект от дополнительной денежной массы — рост уровня цен. Однако ни Р. Кантильон, ни Д. Юм, указывая на краткосрочные реальные эффекты воздействия денег на производство, не смогли построить, создать, сформулировать сам механизм такого воздействия. В их трудах понимание влияния денежной массы на реальные показатели не уходило далее описания действительности. Фактически это была лишь констатация фактов, достаточно поверхностная позитивная теория, и это неудивительно постольку, поскольку взаимодействие денег и реальных переменных невозможно вывести без введения в анализ и рассмотрения финансов и финансовых отношений.

Возникновение и развитие новых сегментов финансового рынка, а также дополнительные формы накопления капитала, имевшие место в конце XIX — начале XX в., не позволили не заметить тогда уже достаточно явного взаимодействия институтов финансового сектора с корпоративным сектором экономики. Массовое появление акционерных форм бизнеса и широкое использование рынка капитала как основного источника финансирования предоставили выдающимся представителям неоклассической экономической мысли возможность переосмыслить роль денежных ресурсов и финансовых отношений, связанных с их распределением, в обеспечении устойчивого экономического развития. Благодаря работам К. Викселя, И. Фишера, Д. М. Кейнса, М. Фридмана и других ученых, механизм взаимодействия денежного, финансового и реального секторов экономики был значительно расширен и обогащен новыми видами соотношений и направлений воздействия.

### 3. Основные виды механизма денежной трансмиссии

Современный и наиболее полный подход к классификации каналов механизма денежной трансмиссии был предложен Дж. Тобином в 1978 г. (Tobin, 1978). Исследователь выделил три вида проникновения монетарных импульсов в реальный сектор экономики: процентный, кредитный и ценовой.

#### 3.1. Процентный канал денежной трансмиссии

*Процентный канал (interest rate channel)* денежно-кредитной политики берет начало из кейнсианской концепции регулирования инвестиционного спроса и основан на предположении о том, что денежные власти используют объем ликвидных средств в экономике для контроля над процентными ставками и, следовательно, для стимулирования инвестиций и других компонентов совокупного спроса. В настоящее время механизм описания денежной трансмиссии на основе управления процентными ставками выступает «рабочей лошадкой» практически всех учебников по монетарной политике, а также многих теоретических исследований (Christiano, Eichenbaum, Evans, 1996). При этом в отдельных случаях в качестве индикативного показателя уровня процента используется не единая процентная ставка, а срочная структура ставок спот (Taylor, 1995).

Процентный подход к анализу механизма денежной трансмиссии нашел документальное оформление в 1959 г. в опубликованном британским экспертным комитетом отчете, оказавшем впоследствии значительное влияние на дискуссии монетаристов об инструментарии денежно-кредитной политики. На основе изучения ключевых направлений и методов воздействия на экономическую конъюнктуру Великобритании комитет пришел к заключению, что «структура процентных ставок, а не какой-либо показатель предложения денег является ядром любой монетарной операции денежно-кредитных властей» (Radcliffe Report, 1959). Через более чем 35 лет этот вывод был подкреплен проведенным Смецем межстрановым исследованием денежно-кредитной политики, охватившим двенадцать стран. Результаты исследования Смеца позволяют считать, что в большинстве макроэкономических моделей центральных банков процесс денежной трансмиссии моделируется именно как процесс «процентной трансмиссии». Центральный банк устанавливает краткосрочную ставку, которая влияет на ставки всего спектра сроков, цены финансовых активов и обменный курс. Изменения этих финансовых переменных оказывают последующее воздействие на выпуск и цены через разные компоненты совокупного спроса. Роль денег в большинстве случаев пассивна, в том смысле, что количество денег в обращении определяется спросом, а не их предложением со стороны центрального банка.

Один из простейших вариантов описания процентного канала денежной трансмиссии был предложен в 1997 г. Свенссоном. Автор представил трансмиссионное уравнение в следующей форме (Svensson, 1997):

$$y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \beta_3 x_t + \eta_{t+1},$$

где  $y_{t+1}$  — выпуск в момент  $t+1$ ,  $i_t$  — ставка процента в момент времени  $t$ ,  $\pi_t$  — инфляция,  $x$  — экзогенная переменная,  $\eta_{t+1}$  — ошибка модели.

В последующих работах подход Свенссона был модифицирован, однако, в целом нашел подтверждение на фактических данных для ряда стран.

В форме Свенссона трансмиссионный канал монетарной политики функционирует с помощью показателя реального процента, определяемого уровнем номинального процента и инфляционных ожиданий. Схема функционирования процентного канала денежной трансмиссии может быть резюмирована в следующем виде:

денежная масса ↓ => процентная ставка ↓ => инвестиции ↑ => выпуск ↑.

### 3.2. Кредитный канал денежной трансмиссии

*Кредитный канал (credit channel)* по механизму своего функционирования представляется более разнообразным. В частности, в данном случае исследователи выделяют несколько вариантов трансмиссии: банковского кредитования, балансового, денежных потоков, неожиданных изменений в уровне цен и ликвидности домохозяйств. Данный механизм основан на предположении, что денежные власти могут оказывать влияние не только на процентные ставки, но и на уровень премии (превышения над безрисковой ставкой) по различным финансовым активам. Следовательно, фирмы сталкиваются с изменением соотношения между стоимостью внешних заимствований (путем эмиссии долговых обязательств или акций) и альтернативными издержками инвестирования собственных средств. Больше внимание уделяется проблеме асимметрии информации в отношениях между банком и заемщиком и ее влиянию на стоимость кредитования реального сектора и степень рационирования кредита банками (Walsh, 1998).

*Канал банковского кредитования (bank lending channel)* работает благодаря тому, что с расширением денежного предложения, в первую очередь, увеличивается объем депозитов в банках. Соответственно с ростом объема ликвидных средств коммерческие банки расширяют предложение кредитных ресурсов. Схема функционирования канала банковского кредитования может быть представлена как:

денежная масса  $\uparrow \Rightarrow$  депозиты  $\uparrow \Rightarrow$  кредиты  $\uparrow \Rightarrow$  инвестиции  $\uparrow \Rightarrow$  выпуск  $\uparrow$ .

Данный механизм наиболее вероятен в экономике, в которой банки являются основным источником заемных средств для фирм.

В общем случае можно считать, что действие отдельных каналов механизма денежной трансмиссии определяется в большей степени типом национальной финансовой системы. Можно выделить два типа кредитно-финансовых систем: с доминирующей банковской подсистемой (*bank-based system or bank-oriented system*) и с доминирующим рынком ценных бумаг (*market-based system or market-oriented system*). В первой системе финансовые ресурсы распределяются преимущественно через банковский сектор экономики, поэтому именно в данных макроэкономических условиях следует ожидать преимущественного влияния канала банковского кредитования. В рыночной финансовой системе финансирование реального сектора экономики осуществляется преимущественно через рынок ценных бумаг, поэтому следует ожидать доминирования иных направлений воздействия денежно-кредитной политики на производство и цены. Представителями группы стран с банковской финансовой системой являются Германия и Япония, а с рыночной финансовой системой — Соединенные Штаты Америки и Великобритания<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> По данным Международного валютного фонда (International Financial Statistics) в 1998 г. размер кредитов, привлеченных банковскими институтами от денежных властей («банковские институты» и «денежные власти» — это термины, использующиеся МВФ для придания единообразия статистической отчетности по всем странам), составил 216 млрд немецких марок или 3,0 процента от всех пассивов банковских институтов, тогда как в США аналогичный показатель составил 3,3 млрд долл. США или 0,07% от всех пассивов коммерческих банков. В США банки предпочитают обращаться к «дисконтному окну» Федеральной резервной системы (ФРС) только в самом крайнем случае.

В этом же году размер требований к государству в Германии составил 1251,8 млрд немецких марок или 17,4% от всех активов денежных властей, тогда как в США аналогичный показатель оценивается на уровне 463,5 млрд долл. США или 84,7% всех активов денежных властей. Видно, что Федеральная резервная система США для влияния на стоимость денег использует преимущественно операции на рынке государственного долга.

Таким образом, особенности структуры национальной кредитно-финансовой системы определяют специфику работы трансмиссионного механизма. Характеристики национальной банковской системы определяют ответную реакцию банковского кредитования на изменения в денежно-кредитной политике, а стало быть эффективность канала банковского кредитования. Рассмотрим наиболее важные характеристики банковской системы, влияющие на трансмиссию, и факторы распространения канала банковского кредитования.

Первое — степень зависимости хозяйствующих субъектов от банковского кредитования. Финансирование деятельности фирм за счет средств банков приобрело наибольшую значимость в странах Европы, а рыночное финансирование гораздо менее развито по сравнению с США.

Второе — срочность ссуд и их обеспечение. Если банковские кредиты имеют в значительной степени краткосрочный характер и выдаются под плавающую процентную ставку, то такая специфика банковского кредитования ускоряет процесс передачи импульсов денежно-кредитной политики. Если кредиты выдаются на длительный срок и под фиксированную процентную ставку, то соответственно канал кредитования будет замедлять реакцию системы на денежные импульсы.

Третье — взаимоотношения с банковскими клиентами. Как правило, доверительные взаимоотношения банков и клиентов способствуют удлинению срочности выдаваемых кредитов и возникновению гарантий доступа к дешевым ссудам, даже в период неблагоприятной экономической конъюнктуры, в результате чего способность центрального банка влиять на банковское кредитование снижается.

Четвертое — рыночная концентрация и размер банков. Денежно-кредитная политика оказывает неодинаковые эффекты на банки с разной степенью ликвидности и капитализации.

Пятое — влияние государства на банковскую систему. Государственное влияние на банковскую систему проявляется посредством государственной собственности на банки, а также через государственный контроль и государственные гарантии. Следует отметить, что на протяжении 1990-х гг. государственная собственность на банки в ведущих экономических странах резко сократилась. Чем больше влияние государства на банковскую деятельность в стране, тем легче центральному банку произвести через трансмиссионный механизм изменения в экономике, правда, эффективность распределения финансовых ресурсов при этом падает.

Шестое — частота банковских банкротств. Чем выше стабильность банковской сферы, тем ниже частота банкротств банков и тем устойчивее структура трансмиссионного механизма. Как показывает международная статистика, в европейских странах банковские банкротства встречаются реже, чем в Соединенных Штатах Америки.

При рассмотрении канала банковского кредитования важно обратить внимание на то, что, используя инструменты денежно-кредитной политики, центральный банк не только манипулирует краткосрочной процентной ставкой с тем, чтобы повлиять на более значимые переменные — валютный курс и долгосрочную процентную ставку, изменение которых приводит к коррекции макроэкономических пропорций (между сбережением и потреблением, между основным капиталом и оборотными средствами) и изменению оптимальных значений ряда экономических величин (объем привлечения капитала, объем выпуска, объем инвестиций), но и влияет на размер премии, которую заемщику приходится уплачивать в дополнение к исходной процентной ставке. Связь между денежно-кредитной политикой и премией объясняется особенностью функционирования кредитного рынка. Денежные власти, регулируя цены на финансовые активы, тем самым определяют уровень денежной оценки стоимости обеспечения под кредиты. Удорожание обеспечения снижает премию, а уде-

шевление — увеличивает. Проводя рестриктивную денежно-кредитную политику, центральный банк затрудняет рефинансирование долгов и снижает благосостояние фирм-заемщиков. Чем ниже благосостояние фирм, тем они менее кредитоспособны и тем выше для них премия. Таким образом, денежные власти через своеобразный мультипликатор (называемый финансовым акселератором) оказывают краткосрочное влияние на экономику.

Эффект снижения риска кредитования при увеличении общего объема денежной массы в экономике приводит к выделению других разновидностей кредитного канала. Если канал банковского кредитования предполагает, что расширение предложения кредитных ресурсов банками происходит вследствие увеличения их ликвидности, то другие модификации кредитного механизма денежной трансмиссии основаны на изменении финансового положения экономических субъектов. В частности, *канал баланса активов и пассивов (balance sheet channel)* предполагает, что с ростом денежного предложения происходит рост цен финансовых активов, в частности, — рост стоимости акций компаний. При этих условиях банки расширяют предложение кредитных ресурсов, так как высокая цена акций фирм-заемщиков служит определенной гарантией возврата средств. Кроме того, более высокая цена акций служит условием для получения финансовых ресурсов из других источников. В условиях повышенной капитализации компаний становится выгодным прямое внешнее финансирование, осуществляемое на основе организации эмиссии собственных ценных бумаг. В данном случае у корпораций происходит снижение показателя финансового рычага, поэтому банки более охотно идут на предоставление кредитов и участие в корпоративных инвестиционных проектах. Схема работы данного механизма выглядит следующим образом:

денежная масса  $\uparrow \Rightarrow$  капитализация  $\uparrow \Rightarrow$  риск (асимметрия информации)  $\downarrow \Rightarrow$   
кредиты  $\uparrow \Rightarrow$  инвестиции  $\uparrow \Rightarrow$  выпуск  $\uparrow$ .

Похожие предположения о причинах расширения кредитования в экономике при денежном импульсе принимаются в других разновидностях кредитного канала денежной трансмиссии. Так, для *канала денежных потоков (cash flow channel)* характерно рассмотрение последствий снижения риска кредитования, что приводит к росту денежных потоков у фирм при расширении денежной массы, т.е. повышением ликвидности фирм, что гарантирует возврат выданных ресурсов. Отправной точкой для утверждения о повышении денежных потоков служит известное из корпоративной теории соотношение между доходностью составляющих капитала корпорации. В равновесии требуемая акционерами доходность на собственный капитал пропорциональна доходности активов и ставки процента по корпоративному долгу. Соответственно изменение денежного предложения и процентных ставок отражается на уровне процентных платежей у фирм и размерах остаточного денежного потока. Повышение ставки федеральных фондов в США практически немедленно транслируется в рост коэффициента покрытия для нефинансовых корпораций, что ослабляет структуру их денежных потоков. При обратном направлении воздействия приводится в действие цепочка:

денежная масса  $\uparrow \Rightarrow$  денежные потоки  $\uparrow \Rightarrow$  риск (асимметрия информации)  $\downarrow \Rightarrow$   
кредиты  $\uparrow \Rightarrow$  инвестиции  $\uparrow \Rightarrow$  выпуск  $\uparrow$ .

Для *канала непредвиденного роста уровня цен (unanticipated price level channel)* снижение риска кредитования связано с предположением, что в случае роста общего уровня цен (инфляции) улучшается финансовое положение фирм. Финансовые обязательства реального сектора выражены, как правило, в номинальных величинах и, соответственно, обесцениваются при росте цен. В дополнение

к этому возникает эффект процентной экономии, поскольку в результате повышения общего уровня цен имеет место рост долгосрочных процентных ставок, что выражается в появлении некоторого излишка у должников за счет разницы зафиксированных в контрактах и рыночных процентных ставок. С другой стороны, фирмы располагают активами, реальная стоимость которых не изменяется при повышении уровня цен в экономике, тогда как номинальная — растет в соответствии с динамикой инфляции. В целом механизм канала роста уровня цен описывается следующей последовательностью изменений:

денежная масса  $\uparrow \Rightarrow$  цены  $\uparrow$  (неожидаемый рост)  $\Rightarrow$  чистые активы  $\uparrow \Rightarrow$  риск (асимметрия информации)  $\downarrow \Rightarrow$  кредиты  $\uparrow \Rightarrow$  инвестиции  $\uparrow \Rightarrow$  выпуск  $\uparrow$ .

Канал денежной трансмиссии, связанный с эффектом ликвидности индивидуальных субъектов экономики — так называемый *канал ликвидности домохозяйств* (*households liquidity effect*), действует через другую компоненту агрегированного выпуска — потребление. В частности, при росте цен финансовых активов происходит повышение стоимости чистых активов домохозяйств (в предположении, что их долги фиксированы в номинальных величинах, а сбережения хранятся в финансовых активах). Соответственно снижается вероятность финансовых затруднений, и домохозяйства увеличивают расходы на потребление предметов длительного пользования и недвижимость. Схема данного канала устроена следующим образом:

денежная масса  $\uparrow \Rightarrow$  цены финансовых активов  $\uparrow \Rightarrow$  чистые активы домохозяйств  $\uparrow \Rightarrow$  вероятность финансовых затруднений  $\downarrow \Rightarrow$  потребление товаров длительного пользования и расходы на недвижимость  $\uparrow \Rightarrow$  выпуск  $\uparrow$ .

И последним механизмом денежной трансмиссии в экономике, выделяемым современными исследователями, является ценовой канал.

### 3.3. Ценовой канал денежной трансмиссии

*Канал цен финансовых активов* (*financial asset price channel*) в наиболее общем представлении работает на основе выделения цен финансовых активов как параметров воздействия денежной массы и одновременного индикатора воздействия на конъюнктуру реального сектора экономики.

Исторически первым вариантом данного механизма трансмиссии является теория *q*-Тобина (*Tobin' q theory*). Согласно этой теории, объем вложений фирм в реальные активы определяется отношением их стоимости к восстановительной стоимости используемого ими производственного капитала. Логика рассуждений и выводов теории сводится к тому, что при превышении данного отношения единицы, для фирм оказывается выгодным аккумулярование средств финансового рынка и их направление на покупку производственных активов. В силу диспаритета ценовых пропорций реальная отдача осуществляемых инвестиций оказывается выше среднего уровня отраслевой рентабельности, что позволяет фирмам получить ненулевой чистый остаточный доход.

В *канале цен фондовых активов*, как и в случае кредитного канала денежной трансмиссии, предполагается, что с увеличением денежного предложения происходит рост цен акций и других ценных бумаг корпораций. Однако дальнейшие рассуждения строятся не на основе оценки риска заемщиков со стороны кредитора, а на предположениях относительно поведения самого заемщика. По мере роста капитализации фирмы ее балансовая стоимость возрастает относительно восстановительной стоимости, и фирма получает возможность наращивать свои активы, осуществляя новые инвестиции. В данном случае производится попытка привлечь новые ресурсы посредством выпуска ценных бумаг и продажи их по более высоким, чем были ранее, ценам. Дополнительный при-

ток финансовых ресурсов открывает возможности наращивания капиталовложений, что находит отражение в уровне совокупного инвестиционного спроса. Таким образом, схема функционирования этого канала имеет вид:

денежная масса  $\uparrow \Rightarrow$  капитализация  $\uparrow \Rightarrow$  q-коэффициент Тобина  $\uparrow \Rightarrow$   
инвестиции  $\uparrow \Rightarrow$  выпуск  $\uparrow$ .

Другой важной разновидностью механизма денежной трансмиссии на основе цен активов является канал цен валютных активов или курсовой канал (*exchange rate channel*). Однако в отличие от других каналов денежной трансмиссии функционирование курсового канала может быть изначально устранено политикой денежных властей. В частности, в странах с фиксированным обменным курсом национальной валюты курсовой канал не действует, так как внутренние процентные ставки в такой системе эндогенны. Отчасти, нечто подобное может иметь место и в случае процентного канала при проведении политики процентного таргетирования, однако подобное регулирование кредитно-денежного сектора за последние десять лет утратило какую-либо популярность среди экономистов и ныне в развитых странах в чистом виде не практикуется.

В наибольшей степени курсовой канал проявляется в экономике со свободным плавающим обменным курсом национальной валюты, где все движения процентных ставок отражаются на поведении обменного курса и на ситуации в секторе торгуемых товаров. Действие механизма денежной трансмиссии направлено на четвертую компоненту совокупного дохода — сальдо торговых операций с внешним миром. Несмотря на то, что в долгосрочном периоде обменный курс определяется фундаментальными факторами (например, паритетом покупательной способности), его движения в краткосрочном периоде зависят от равновесия на рынке финансовых активов, основным из которых выступает рынок краткосрочных процентных инструментов. При снижении внутренних процентных ставок (например, вследствие мягкой денежно-кредитной политики) спрос на национальную валюту снижается, что приводит к снижению номинального и реального курсов национальной валюты, а следовательно, — к росту чистого экспорта и совокупного выпуска. Схема взаимодействия макропоказателей в рамках данного канала денежной трансмиссии имеет вид:

денежная масса  $\uparrow \Rightarrow$  внутренняя процентная ставка  $\uparrow \Rightarrow$  обменный курс национальной валюты  $\downarrow \Rightarrow$  чистый экспорт  $\uparrow \Rightarrow$  выпуск  $\uparrow$ .

Дополнительным вариантом механизма цен активов, близким по сути к эффекту ликвидности домохозяйств, и представляющим собой несколько иную разновидность канала цен финансовых активов, является канал эффекта богатства (*wealth effect*). Также как и в случае эффекта ликвидности, рост денежного предложения, ведущий к повышению цен акций, вызывает увеличение богатства домохозяйств. Безусловно, работоспособность этого канала во многом определяется структурой активов, в которых основная масса домохозяйств инвестирует собственные накопления. При условии, что значимую долю их активов составляют рыночные финансовые инструменты, увеличивается их текущее потребление (в данном случае — всех видов товаров) как проявление стандартного эффекта дохода, изучаемого классической микроэкономической теорией. Схема данного действия канала может быть представлена в следующем виде:

денежная масса  $\uparrow \Rightarrow$  цены финансовых активов  $\uparrow \Rightarrow$  богатство домохозяйств  $\uparrow \Rightarrow$  потребление  $\uparrow \Rightarrow$  выпуск  $\uparrow$ .

Канал цен товарных активов является завершающим в предлагаемой классификации в современной денежной теории вариантом ценового механизма де-

нежной трансмиссии. Его принципиальное отличие от ранее рассмотренных схем состоит в анализе воздействия монетарного импульса не на компоненты агрегированного спроса, а на совокупное предложение. Ключевой переменной, приводящей в действие всю цепочку взаимосвязей, представленную на схеме, является рост уровня цен, причем реализация этого эффекта имеет место в условиях *сформированных ценовых ожиданий*. По этой причине, повышение цен при рассмотрении трансмиссионного механизма денежной политики в рамках канала цен товарных активов следует интерпретировать как неожиданный ценовой шок. Дальнейшие рассуждения о реакции экономической системы на подобного рода события определяются сделанными допущениями о структуре экономики, ситуации на рынке труда и рынке готовой продукции. В связи с этим при объяснении действия канала цен товарных активов выделяют монетаристский и новый классический подход.

*Монетаристский подход* к рассмотрению канала цен товарных активов берет начало из обнаруженной в 1958 г. А. Филлипсом обратной зависимости между уровнем безработицы и темпом изменения оплаты труда. На основе изучения ситуации на британском рынке труда исследователь пришел к заключению, что более высокий уровень безработицы сопровождается меньшей динамикой заработной платы. В 1960 г. П. Самуэльсоном и Р. Солоу было показано, что в условиях использования системы ценообразования по схеме «mark-up» изменение заработной платы представимо в виде суммы изменений уровня товарных цен и общей производительности труда. Допуская стабильный характер последней, полученное А. Филлипсом соотношение может быть преобразовано в аналогичное соотношение между инфляцией и безработицей. Именно в такой форме это соотношение ныне используется в научных и прикладных исследованиях и вошло в экономическую науку под названием «модифицированная кривая Филлипса».

Следующий шаг в направлении совершенствования понимания механизма функционирования рынка труда и его связи с макроэкономической ситуацией в стране был сделан М. Фридманом и Э. Фелпсом в 1968 и 1967 г. соответственно. Этот период характеризовался высокими и нестабильными темпами инфляции, которые не позволяли с высокой определенностью прогнозировать уровень цен на последующие периоды. Как следствие большая доля трудовых контрактов заключалась на основе ожиданий будущего уровня цен, а стало быть, и номинальная заработная плата зависела от них. В сложившихся условиях стала очевидна необходимость корректировки зависимости Филлипса на эффект ожиданий, что и было сделано упомянутыми учеными.

Концептуальная основа механизма воздействия денежной массы на уровень производства в соответствии с монетаристским подходом базируется на эффекте падения реальной заработной платы в условиях неожиданной инфляции и последующего расширения спроса на труд и объемов производства. В ситуации продолжительной фиксации номинальной оплаты труда, в условиях роста уровня цен реальная заработная плата имеет тенденцию к снижению, что в соответствии с микроэкономическим принципом оптимизации формирует основания для повышения количества нанимаемых работников. Последнее будет иметь следствием более высокий уровень производства, который останется таковым до момента корректировки ожиданий и приведения их в соответствие с текущим уровнем инфляции.

*Новый классический подход* к анализу ценового канала денежной трансмиссии, основателем которого считается Р. Лукас, не отрицает ключевой роли ожиданий, однако переносит акцент с рынка факторов производства на рынок конечной продукции. Если в монетаристском анализе субъектом, «совершающим ошибки», выступали работники, подверженные эффекту «денежных иллюзий», то новые классики выдвигают на первые позиции самих производителей, кото-

рые, по их представлениям, склонны к «близорукому поведению» и ориентации на ценовые параметры локальных рынков.

В условиях, когда каждый производитель действует на отдельных товарных рынках, получение точной информации об общем уровне цен сопряжено с издержками, включающими как затраты на поиск достоверных сведений о ценах на всю производимую продукцию, так и усилия по их обработке и использованию для принятия решения в области ценообразования. По убеждениям новых классиков, при планировании объема и структуры производства на следующий период производители склонны принимать повышение общего уровня цен за рост цен на производимую ими продукцию, что согласно микроэкономическим постулатам приводит к повышению объемов производства. Эффект локализации ожиданий начинает охватывать весь спектр поставщиков конечных товаров, что в итоге способствует росту валового производства и национального дохода.

Несмотря на то, казалось бы искусственное построение и «натянутую» логику анализа, «островная» схема Р. Лукаса получила признание среди современных монетаристов, что во многом обусловлено заложенной в ней фундаментальной гипотезой о роли ожиданий в определении показателей реального сектора и его развития. В то же время, учитывая характер ожиданий, который в моделях новой классической макроэкономики принял форму рациональных, рассмотрение схемы воздействия денежных шоков на параметры реальной экономики возможно только на коротком интервале времени. Ведь рациональные экономические субъекты не могут совершать ошибки постоянно, невозможно на постоянной основе поддерживать значимые расхождения между инфляционными ожиданиями и фактической инфляцией, а стало быть, стимулировать экономическую активность мерами денежно-кредитной политики на долгосрочном горизонте по признанию новых классиков не представляется возможным.

#### 4. Особенности механизма денежной трансмиссии на современном этапе

Выделенные каналы механизма денежной трансмиссии приводятся в действие не только в конкретных финансовых условиях, но и определяются особенностями функционирования национальных экономических систем. Помимо ранее выделенных характеристик институциональной структуры финансового сектора, среди которых основное место занимает приоритетная роль банков в финансировании национальных корпораций, эффективность денежно-кредитной политики во многом зависит от срочной структуры финансового рынка. Смещение финансовых отношений в сторону краткосрочных операций делает возможным денежно-кредитным властям непосредственно воздействовать на ключевые пропорции между такими макроэкономическими показателями, как сбережения, инвестиции, норма замещения основного капитала и прочие. По этой причине и степень и скорость реакции системы на денежные импульсы становятся выше, что при прочих равных условиях повышает уровень управляемости денежно-кредитной сферой.

На основе рассмотрения товарно-ценовых каналов становится возможным учесть показатели нефинансового сектора как одного из факторов формирования национального механизма денежной трансмиссии, который имеет особенно большое значение для стран Европейского союза. За последние несколько лет Европейский союз вошел в такую фазу развития и внутреннего экономического взаимодействия, основы которого были заложены с введением единой валюты, в которой построение общеевропейской денежно-кредитной политики стало невозможным совершить без проведения определенных мер по унификации показателей рынка труда и ценовой гибкости в экономике. Особенно сложный асимметричный процесс в рамках ЕС наблюдается при оформлении национальных тарифных систем оплаты труда. Рынок труда очень разнороден в Европе и

трудно унифицируется, поэтому ожидать кардинальных изменений в эффективности ценового канала денежно-кредитной политики нет оснований.

Однако более серьезные опасения, возникшие еще в момент основания Европейского союза, были связаны с функционированием различных каналов денежной трансмиссии в каждой из стран-участниц и невозможности по этой причине проведения унифицированной денежно-кредитной политики. Основное негативное следствие предпринимаемых усилий по разработке единой стратегии реализации намечаемых мер было связано с асимметрией трансмиссии и дальнейшим усилением неравномерности распределения издержек регулирования по странам.

Прежде всего, опасения вызвал процентный канал и такой основополагающий показатель функционирования трансмиссионного механизма на его основе как ставка процента, которая не могла быть одинаково выгодной для всех стран, входящих в союз, поскольку, если даже не учитывать производительность национальных факторов производства, то по крайней мере, следует принять во внимание, что конъюнктурные циклы разных европейских экономик находятся в разных фазах. Помимо этого, немаловажное значение имеет эффект реакции макроэкономических показателей на изменение процентных ставок, зависящий, в том числе, от строения финансового рынка. Так, по результатам последних исследований, введение ограничений денежной политики приводит к снижению валового внутреннего продукта, при этом наблюдаются межстрановые различия как по силе воздействия, так и по срокам реакции. В частности, например, в Швеции спад ВВП был зафиксирован уже по результатам четырех кварталов, в Италии и Греции — только по результатам шести кварталов. В Германии максимальный спад фиксировался на основе изучения показателей семнадцати кварталов, а в Ирландии — двадцати трех кварталов. Кроме того, колебания цикла деловой активности в результате действий денежно-кредитного регулирования не совпадают в большинстве перечисленных стран.

Дополнительным фактором асимметрии в действии механизма денежной трансмиссии следует признать страновые расхождения в функционировании и строении финансовых рынков. Национальные различия финансовых систем проявляются, например, в таком показателе, как доля внешнего финансирования отдельной страны в общем объеме ее финансирования, а также в степени и тенденциях задолженности частного сектора. Поскольку население ограничено в своих возможностях получения больших объемов кредитных ресурсов, оно сильно зависит от регулируемых изменений процентных ставок. Страны с высокой степенью внешнего (иностранного) финансирования (Швеция, Италия) демонстрируют более высокую зависимость от действий денежно-кредитных властей, по сравнению со странами, имеющими низкую долю внешнего финансирования.

Структура финансирования производства как фактор строения и эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в последнее время дополнился вновь выявленным учеными параметром реакции экономической системы на денежные импульсы, который получил название — *финансовые инновации*. Речь идет о формировании если не принципиально нового, то, по меньшей мере, модифицированной конструкции передаточного механизма, позволившей в последнее время заговорить об эволюции механизма денежной трансмиссии и переходе к новому порядку оценки реакции экономической системы на меры денежно-кредитной политики. Этот вывод основан на следующих трех стилизованных фактах, выделенных в работе (Kuttner, Mosser, 2002) на примере экономики США. К. Катнер и П. Моссер подтверждают гипотезу о значимом влиянии сдвигов в концентрации институциональной структуры финансового сектора, тогда как переход большей части финансовых отношений в сферу вторичного обращения характеризуется более высокой чувствительностью процентных инструментов к операциям денежно-кредитных властей.

В итоге, изменения последних десятилетий привели к необходимости теоретического переосмысления тех базовых положений теории денежной трансмиссии, которые были сформулированы представителями неоклассического и кейнсианского направлений экономической науки, оценки вклада новых факторов развития денежного и финансового секторов экономики в обеспечение эффективного денежно-кредитного регулирования, а также анализа модификации основных направлений и инструментария монетарной политики с учетом современных тенденций, проявляющихся в национальной и мировой экономической системе.

### Источники

- Корищенко К. Н.* Опыт инфляционного таргетирования в развитых странах // Экономические науки. 2003. № 5.
- Cechetti S.* Legal structure, financial structure and the monetary policy transmission mechanism // Economic Policy Review. 1999. July. P. 9–28.
- Christiano L., Eichenbaum M., Evans C.* The effects of monetary policy shocks: Evidence from the flow of funds // Review of Economics and Statistics, 1996. Vol. 78. P. 16–34.
- Fisher S.* Modern central banking // Forrest C., Goodhard C., Fisher S., Schnadt N. The future of central banking: the tercentenary symposium of Bank of England. Cambridge, 1994. P. 89–94.
- Flood P., Mussa M.* Issues concerning nominal anchors for monetary policy // International Monetary Fund. Working Paper. N 61. 1994.
- Frankel J., Schmucler S., Serven L.* Global transmission of interest rates: monetary independence and currency regime // World Bank Policy Research Working Paper. № 2424. 2000.
- Haldane A., Read V.* Monetary Policy Surprises and the Yield Curve, 2000.
- Kuttner K., Mosser P.* The monetary transmission mechanism in the United States: some answers and further questions // Federal Reserve Bank of New York, 2002.
- Laurent C., Drumetz F., Haas F.* The influence of structural change on market functioning and its implication for monetary policy: a focus on euro area // BIS Paper № 12. 2001.
- Radcliffe Report // Bank of England. 1959.
- Svensson L.* Optimal Inflation Targets, 'Conservative', Central Banks, and Linear Inflation Contracts // American Economic Review. 1997. Vol. 87. P. 98–114.
- Taylor J.* The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework // Journal of Economic Perspectives. 1995. N 9. P. 11–26.
- The transmission of monetary policy in emerging market economics // Bank of International Settlement, 1998.
- Tobin J.* Monetary policies and the economy: the transmission mechanism // Southern Economic Journal. 1978. Vol. 44. P. 421–431.
- Walsh C.* Monetary Theory and Policy. Cambridge, 1998.