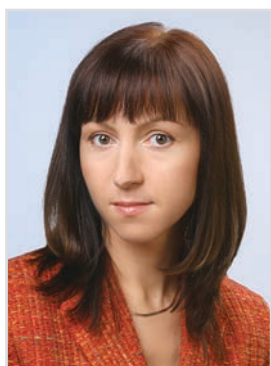


# Теоретическое представление о монетарной трансмиссии в Республике Беларусь

Наталья МИРОНЧИК



Кандидат экономических наук

Переходный характер белорусской экономики, а также ее изменения за последние годы под воздействием внешних шоков, особенностей денежно-кредитной, налогово-бюджетной и в целом государственной экономической политики в значительной мере влияют на взаимосвязи между показателями денежно-кредитного и реального секторов экономики. Это обуславливает высокую актуальность исследований трансмиссионного механизма монетарной политики Республики Беларусь с целью совершенствования понимания его работы, оптимизации подходов и методов денежно-кредитного регулирования. Проведение такого рода исследований невозможно без проработки теоретических аспектов работы каналов передаточного механизма монетарной политики, чему и посвящена настоящая публикация.

Монетарная политика в любой экономике оказывает сла-

*Ключевые слова:*  
монетарная политика, трансмиссионный механизм, процентный канал, канал обменного курса, кредитный канал, канал ожиданий.

бый прямой эффект на тренд в динамике производственного потенциала страны. В этом смысле она считается нейтральной в долгосрочном периоде. Производственные возможности экономики определяются такими фундаментальными факторами, как величина и состояние основного капитала и трудовых ресурсов, система образования, влияющая на уровень квалификации рабочей силы, используемые технологии и уровень организации экономики. Воздействие монетарной политики на долгосрочный рост экономики проявляется косвенным образом через инфляцию, которая в конечном итоге «везде и всегда есть денежный феномен» [13].

Вместе с тем в кратко- и среднесрочном периодах монетарная политика может влиять на реальную деловую активность через воздействие на совокупный спрос и издержки производства. Учитывая данный факт, а также то, что в конечном итоге инфляция определяется монетарной политикой, образуется множество других способов потенциального влияния монетарной политики на динамику цен – каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики [1; 3].

Специфика работы трансмиссионного механизма в той или иной стране определяется особенностями монетарной политики центрального банка, а также структурными характеристиками экономики в целом и финансовой системы в частности. Так, страны с формирующимися рынками и переходными эконо-

миками, к которым относится Республика Беларусь, – это, как правило, открытые экономики с менее развитым и долларизированным финансовым сектором, где доминирующая роль принадлежит банкам. По этой причине важную роль в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики данных стран играют каналы обменного курса и банковского кредитования. Низкая степень развитости финансового рынка обуславливает слабую значимость или незначимость изменений цен на финансовые активы в процентном и кредитном каналах монетарной трансмиссии [7; 11; 15; 20].

Вместе с тем, несмотря на ряд общих черт с другими странами с развивающимися рынками и переходными экономиками, Республике Беларусь присуща своя специфика монетарной трансмиссии. Она обусловлена, прежде всего, политикой Правительства по реализации целого ряда комплексов государственных программ и мероприятий, направленных на поддержку отдельных отраслей народного хозяйства и слоев населения и финансируемых государственными банками на льготных условиях. Проявляется эта специфика через ослабление работы процентного канала и усиление значимости системы кредитных каналов.

Следует отметить, что с теоретической точки зрения процентный канал и канал обменного курса относятся к неоклассическим, поскольку базируются на неоклассических поведенческих моделях инвестиций, потребле-

ния и внешней торговли<sup>1</sup>, которые, в свою очередь, предполагают совершенство финансового рынка. Передача монетарных импульсов экономике по данным каналам происходит благодаря негибкости цен и номинальных заработных плат. В основе не-неоклассического взгляда на монетарную трансмиссию, наоборот, лежит предположение о несовершенстве финансового рынка ввиду влияния на него операций Правительства, информационной асимметрии<sup>2</sup>, изолированности национального финансового рынка от международного и прочих факторов. Не-неоклассическая трансмиссия проявляется, как правило, на кредитном рынке и поэтому объединяется в набор кредитных каналов [8].

Учитывая изложенное, наше представление о трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики Республики Беларусь схематично отобрано на *рисунке*.

### Влияние процентной ставки

Снижение номинальных краткосрочных ставок межбанковского рынка приводит к снижению среднесрочных, а затем и долгосрочных номинальных процентных ставок по кредитам и депозитам в национальной валюте. Снижение долгосрочных номинальных ставок в условиях негибкости цен вызывает уменьшение реальных процентных ставок. Изменение реальных процентных ставок прямым образом влияет на издержки использования капитала (*user cost of capital*), а также межвременной выбор домашних хозяйств относительно потребления, инвестиций и сбережений (*intertemporal substitution effect*).

Так, снижение реальной процентной ставки стимулирует заимствования, направляемые на потребление и инвестиции, повышает внутренний спрос в экономике в краткосрочном и среднесрочном периодах (процентная ставка ↓ ⇒ инвестиции ↑, потребление ↑, сбережения ↓ ⇒ внутренний спрос ↑), а повышение реальной ставки, наоборот, оказывает обратный эффект на инвестиции и потребление, но положительно влияет на сберегательную активность населения.

В странах с развитым и активно развивающимся финансовым рынком изменение процентных ставок оказывает влияние также на цены финансовых активов (акций, облигаций). Снижение процентных ставок, как правило, вызывает рост цен на финансовые активы, что повышает уровень богатства экономических агентов (*wealth effect*) и способствует увеличению потребления и инвестиций (*канал благосостояния*): процентная ставка ↓ ⇒ цены финансовых активов ↑, уровень богатства ↑ ⇒ потребление, инвестиции ↑ ⇒ внутренний спрос ↑).

Кроме того, рост цен на акции ведет к повышению уровня капитализации фирмы. Возрастание балансовой стоимости относительно восстановительной (*коэффициента q Тоби́на*) указывает на то, что эмиссия новых акций и наращивание инвестиций выгодно фирме, поскольку ее рыночная цена выше издержек замещения капитала. Следовательно: процентная ставка ↓ ⇒ цены акций ↑ ⇒ капитализация ↑ ⇒ коэффициент *q* Тоби́на ↑ ⇒ инвестиции ↑ ⇒ внутренний спрос ↑ [7; 11; 15; 20]. В Республике Беларусь в силу недостаточного уровня развития финансового рынка влияние процентной ставки

на выпуск через канал благосостояния и посредством воздействия на уровень капитализации фирм пока остается незначимым.

Кроме того, при повышении процентных ставок, как правило, наблюдается замедление темпов обесценения или укрепление обменного курса национальной валюты. Взаимосвязь между процентными ставками и обменным курсом объясняется непокрытым паритетом процентных ставок (НПС)<sup>3</sup>.

### Влияние обменного курса

Обесценение номинального обменного курса в условиях негибкости цен вызывает снижение реального обменного курса. Ослабление реального курса увеличивает доходы экспортеров и делает товары отечественных производителей менее дорогими относительно иностранных товаров. Это снижает спрос на импорт и увеличивает спрос на конкурирующие с импортом товары отечественного производства, так называемый эффект внутривременного замещения (*intra-temporal substitution effect*). Рост экспорта и снижение импорта ведут к улучшению внешнеторгового баланса страны и увеличению валовой добавленной стоимости в экономике (обменный курс ↓ ⇒ относительные цены экспорта ↓, относительные цены импорта ↑ ⇒ экспортные доходы ↑, импорт ↓ ⇒ выпуск ↑).

В то же время изменение обменного курса влияет на активы и пассивы экономических агентов (*балансовый эффект*). Обесценение национальной валюты автоматически увеличивает размер внешней задолженности и финансовых активов экономических агентов, номинированных в

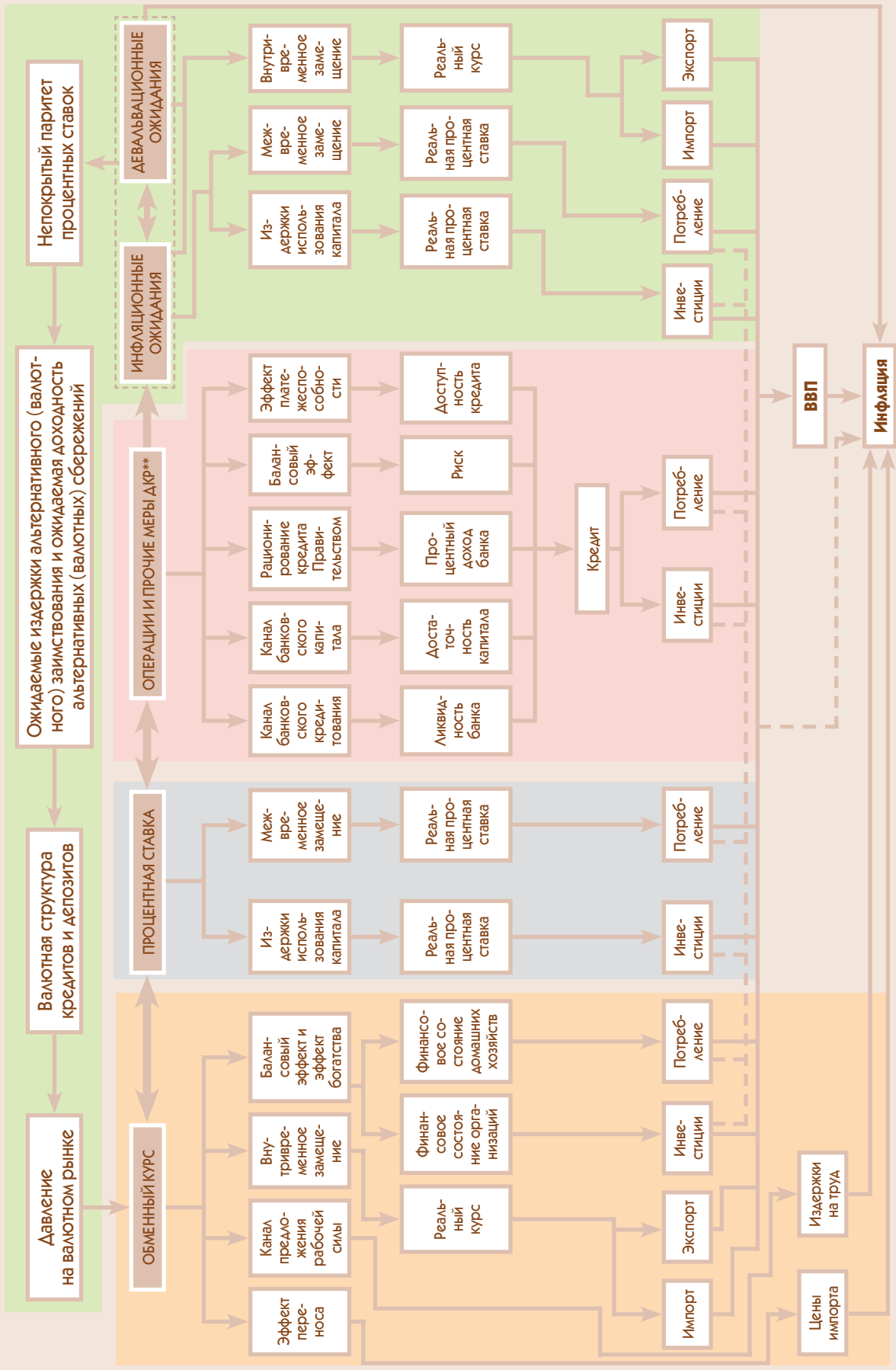
<sup>1</sup> К основным неоклассическим моделям относят: модели инвестиций Д. Джорженсона и Дж. Тоби́на [19; 23]; модель жизненного цикла сбережений и потребления Модильяни – Андо – Брумберга [6; 9] и модель постоянного дохода М. Фри́дмана [12]; IS/LM модели для открытой экономики Манделла – Флеминга [14; 21].

<sup>2</sup> Эффекты асимметрии информации делятся на два вида. Первый объединяет эффекты, связанные с риском «неблагоприятного выбора» (*adverse selection*). Предполагается, что существует два типа заемщиков: «честные», которые всегда возвращают кредит, и «нечестные» – возвращают только в том случае, если они в этом заинтересованы (если издержки погашения кредита меньше издержек дефолта). До заключения кредитного договора (*ex ante*) кредитор не может определить тип заемщика. С другой стороны, вероятность погашения кредита зависит от подверженного риску дохода от реализации кредитованного проекта заемщика. Чем выше риск, тем больше дефолтов среди «нечестных» заемщиков. В свою очередь, риск может быть обусловлен многими факторами, в том числе монетарными. Поскольку изменение денежно-кредитной политики может влиять на поведение целой группы заемщиков, кредиторам при избыточном спросе на кредит может быть не выгодно поднимать процентные ставки по кредитам из-за возможного увеличения проблемных кредитов.

Второй – это эффекты «морального риска» (*moral hazard*). Моральный риск может возникать на кредитном рынке, когда на поведение заемщика влияют условия кредитного договора (*ex post*). Зная условия договора, заемщик выбирает между проектами с разной степенью риска. Если кредитор контролирует данный процесс, средства могут быть инвестированы в рискованный проект. Более высокая процентная ставка подталкивает заемщиков направлять инвестиции в рискованные проекты, снижая вероятность получения кредитором ожидаемого дохода по кредиту [24].

<sup>3</sup> Непокрытый паритет процентных ставок основывается на предпосылке, что разница в процентных ставках между двумя валютами эквивалентна ожидаемому изменению обменного курса между этими двумя валютами.

**Теоретическое представление о трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики Республики Беларусь\***



Рисунок

\* На схеме не отражено влияние saldo внешней торговли на девальвационные ожидания и обменный курс.  
 \*\* ДКР – денежно-кредитное регулирование.

иностранной валюте. Рост задолженности ухудшает финансовое состояние фирм и, как следствие, может обуславливать сокращение инвестиций, финансируемых за счет собственных ресурсов. Рост финансовых активов населения, наоборот, повышает уровень богатства домашних хозяйств (*wealth effect*), позволяя расширять потребление. Это так называемый канал благосостояния. Схематично проявление балансового эффекта и эффекта благосостояния можно представить следующим образом: обменный курс↓ ⇒ чистая задолженность в иностранной валюте↑ ⇒ финансовое состояние экономических агентов↓ ⇒ инвестиции↓, потребление↓ ⇒ внутренний спрос↓. Когда внешние валютные обязательства страны превышают ее валютные активы, что характерно для Республики Беларусь, то балансовый эффект от изменения обменного курса работает в направлении, противоположном эффекту изменения относительных цен. Поэтому иногда достаточно сложно оценить суммарный эффект от девальвации на экономический рост. В условиях высоко долларизированной экономики балансовый эффект может превышать эффект внутривременного замещения.

Когда в результате девальвации наблюдается ухудшение финансового состояния экономических агентов, может повышаться уровень процентных ставок из-за увеличения риск-премии (*канал риск-премии*). В данном случае риск-премия инкорпорирует в себя возросший риск дефолта экономических агентов. Повышение процентных ставок служит дополнительным фактором, ограничивающим рост выпуска (обменный курс↓ ⇒ финансовое состояние экономических агентов↓ ⇒ риск-премия↑ ⇒ процентная ставка↑ ⇒ инвестиции↓, потребление↓ ⇒ внутренний спрос↓). Если после этого органы денежно-кредитного регулирования решают продолжить повышение процентных ставок для стабилизации динамики обменного курса, то отрицательное воздействие девальвации на спрос будет еще сильнее.

Кроме того, курсовые изменения влияют на внутренние

цены импортируемых товаров и покупательную способность заработной платы. Девальвация увеличивает импортируемую инфляцию и, как следствие, темпы роста общего уровня цен в экономике (*pass-through effect*, эффект переноса): девальвация↑ ⇒ импортируемая инфляция↑ ⇒ инфляция↑. Это канал прямого влияния обменного курса на инфляцию. Девальвация также снижает международную покупательную способность заработной платы и поэтому в условиях высокой мобильности трудовых ресурсов и ограниченности квалифицированной рабочей силы на рынке труда может стать причиной повышения работодателями последней, оказывая повышательное давление на издержки производства и цены (*канал предложения рабочей силы*). Схема передачи данного импульса следующая: девальвация↑ ⇒ международная покупательная способность заработной платы↓ ⇒ заработная плата↑ ⇒ издержки производства↑ ⇒ инфляция↑. В то же время рост издержек на труд может обусловить снижение расходов предприятия на инвестиции: девальвация↑ ⇒ покупательная способность заработной платы↓ ⇒ заработная плата↑ ⇒ издержки производства↑ ⇒ инвестиции↓ ⇒ выпуск↓.

Непредвиденное обесценение обменного курса может также обуславливать повышение процентных ставок из-за увеличения риск-премии (*канал риск-премии*<sup>4</sup>) и усиливать девальвационные ожидания экономических агентов.

### Кредитные каналы

В связи с несовершенством кредитного рынка денежно-кредитная политика может воздействовать на выпуск и цены через кредитные каналы. Работа данных каналов влияет на степень воздействия процентной ставки на предложение кредита. Следуя за Дж. Бойвином, М. Кайлей и Ф. Мишкиным, к основным кредитным каналам относим следующие: канал неценового рациирования кредита правительством, каналы, основанные на изменении балансов банков, и каналы,

базирующиеся на изменении балансов субъектов хозяйствования и домашних хозяйств [7].

Канал неценового рациирования кредита. Д. Джеффи и Дж. Стиглиц характеризуют «чистое рациирование кредита» как механизм, при использовании которого часть экономических агентов считается особенной, что дает им право получать кредит, когда у остальных организаций и домашних хозяйств такого права нет [17]. В Республике Беларусь работа канала неценового рациирования кредита связана с влиянием операций и решений Правительства относительно финансирования банками государственных программ и мероприятий на предложение кредита. Проявляется она следующим образом. Большая часть кредитования государственных программ и мероприятий по льготным процентным ставкам осуществляется за счет собственных средств банков либо ресурсов, привлеченных на рыночных условиях. Компенсация банкам недополученного процентного дохода осуществляется, как правило, на величину разницы между процентом по льготному кредиту и ставкой рефинансирования Национального банка, увеличенной на три процентных пункта. Когда органы денежно-кредитного регулирования допускают удорожание стоимости ресурсов в национальной валюте на рынке межбанковского кредита, в течение некоторого периода времени может наблюдаться значимое превышение ставкой МБК ставки рефинансирования и последующее повышение процентных ставок кредитно-депозитного рынка. Фактически это означает ужесточение монетарной политики. В этих условиях у банков, осуществляющих кредитование госпрограмм, чистый процентный доход постепенно снижается либо растут чистые процентные расходы. В результате снижается заинтересованность банков в наращивании предложения льготных кредитов (процентная ставка↑ ⇒ чистый процентный доход банка↓ ⇒ кредиты↓).

Среди каналов, основанных на изменении балансов банков,

<sup>4</sup> Работа данного канала раскрывается ниже в рамках описания кредитных каналов.



как правило, выделяют канал банковского кредитования (*bank lending channel*) и канал банковского капитала (*bank capital channel*). Работа канала банковского кредитования объясняется тем, что банки играют особую роль в работе финансовой системы, поскольку могут успешно справляться с проблемой асимметрии кредитных рынков. В условиях несовершенства замещения банковского кредита альтернативными источниками финансирования не все субъекты хозяйствования могут прибегнуть к иным внешним источникам финансирования в случае сокращения банками предложения кредита. С другой стороны, операции центрального банка влияют на балансы банков. Если в результате таких операций произошло уменьшение ликвидности банка и банк не смог возместить отток средств за счет привлечения ресурсов из других источников или продажи части активов (например, инвестированных в ценные бумаги), то он вынужден уменьшить объемы кредитования (операции центрального банка  $\Rightarrow$  ликвидность банка  $\downarrow \Rightarrow$  кредиты  $\downarrow$ ).

Канал банковского капитала (*bank capital channel*) предполагает, что воздействие монетарной политики на объемы кредитования зависит от достаточности капитала банка. Значительное повышение рыночных процентных ставок, неожиданная существенная девальвация могут приводить к ухудшению кредитного портфеля банка, финансовым потерям и, как следствие, снижению капитала банка. Чтобы повысить показатель достаточности капитала, банк может пойти на снижение предложения кредита (процентная ставка  $\uparrow$ , девальвация  $\uparrow \Rightarrow$  ухудшение кредитного портфеля, финансовые потери  $\Rightarrow$  капитал банка  $\downarrow \Rightarrow$  кредиты  $\downarrow$ ). Сокращение банком объемов кредитования в обоих случаях приводит к снижению объемов инвестиций и потребления со стороны фирм и домашних хозяйств, зависящих от банковского кредита.

Каналы, базирующиеся на изменении балансов субъектов хозяйствования и домашних хозяйств (*balance sheet channels*), также работают ввиду наличия проблемы асимметрии информации на

кредитном рынке. Как результат, издержки и доступность финансирования, объемы инвестиционных расходов зависят в том числе от денежных потоков и рыночной цены чистых активов заемщика. С одной стороны, недостаточность собственных источников финансирования может вынудить экономических агентов прибегнуть к более дорогому внешнему финансированию зачастую именно в тот момент, когда его относительная цена возрастает. С другой стороны, ухудшение финансовых показателей негативно влияет на оценку кредитоспособности заемщика. Так, жесткая денежно-кредитная политика, приводящая к замедлению роста экономики, негативно сказывается на денежных потоках и доходах организаций и домашних хозяйств. Ухудшение финансового состояния экономических агентов повышает риски возврата заемных средств, оказывая негативный эффект на предложение кредита. Это, в свою очередь, отрицательно сказывается на инвестициях и деловой активности, усугубляя ухудшение балансов экономических агентов (процентная ставка  $\uparrow \Rightarrow$  деловая активность  $\downarrow \Rightarrow$  финансовое состояние экономических агентов  $\downarrow \Rightarrow$  риск  $\uparrow \Rightarrow$  кредиты  $\downarrow$ ).

Следует отметить, что резкое и значительное повышение номинальных процентных ставок по кредитам даже в условиях отрицательных реальных процентных ставок может ограничивать доступность кредита и, как следствие, тормозить его развитие, что негативно сказывается на потреблении (номинальная процентная ставка  $\uparrow \Rightarrow$  доступность кредита  $\downarrow \Rightarrow$  инвестиции  $\downarrow$ , потребление  $\downarrow \Rightarrow$  внутренний спрос  $\downarrow$ ). Например, доступность кредита при номинальной ставке 10% будет выше, чем при ставке в 50%, если в обоих случаях реальные ставки будут одинаковыми. Это связано с применением в кредитных контрактах номинальных процентных ставок и оценкой кредитоспособности заемщика по текущему доходу. Согласно результатам исследований А. Плешкуна [4; 5] указанный механизм начинает работать, как правило, в условиях, когда номинальная процентная ставка превышает 19%.

В условиях развитого финансового рынка механизм влияния монетарной политики на кредит через балансы экономических агентов ассоциируют с работой *финансового акселератора*, когда при повышении процентной ставки может наблюдаться снижение цен финансовых активов. При этих условиях банки сокращают предложение кредитных ресурсов, так как более низкая цена акций фирм-заемщиков и ипотечных облигаций, используемых в качестве обеспечения, снижает гарантию возврата средств (процентная ставка  $\uparrow \Rightarrow$  капитализация фирм и/или активы домохозяйств  $\downarrow \Rightarrow$  риск  $\uparrow \Rightarrow$  кредиты  $\downarrow$ ) [7; 11; 15; 20].

В Республике Беларусь в силу недостаточно развитого финансового рынка механизм финансового акселератора является не значимым в монетарной трансмиссии. Однако важным представляется механизм *финансового акселератора открытой экономики* [16]. Он объясняет взаимосвязь между динамикой кредита и балансами экономических агентов, изменившимися в результате колебаний обменного курса. Девальвация обменного курса автоматически увеличивает размер номинированных в иностранной валюте обязательств и финансовых активов экономических агентов. Рост чистой задолженности ухудшает финансовое состояние организаций и домашних хозяйств, имеющих большой объем валютных обязательств в иностранной валюте. Это негативно сказывается на их кредитоспособности, повышает риск невозврата заемных средств, снижает доступность кредита (девальвация  $\uparrow \Rightarrow$  финансовое состояние экономических агентов  $\downarrow \Rightarrow$  риск  $\uparrow \Rightarrow$  кредиты  $\downarrow$ ).

В любом случае предполагается, что сжатие кредита сокращает инвестиции и потребление, обуславливая снижение внутреннего спроса в экономике: кредиты  $\downarrow \Rightarrow$  инвестиции  $\downarrow$ , потребление  $\downarrow \Rightarrow$  внутренний спрос  $\downarrow$ .

### Ожидания

Денежно-кредитная политика влияет на выпуск и внутренние цены через канал ожиданий. К сожалению, в Республике Беларусь возможности монетарной политики эффективно управлять

инфляционными процессами ограничены адаптивным характером инфляционных ожиданий экономических агентов [2]. Тем не менее если происходит значительное изменение инфляционных ожиданий в результате тех или иных мер монетарной политики, то имеет место быть изменение реальной процентной ставки, а значит, реальных издержек использования капитала и межвременного выбора домашних хозяйств относительно потребления. Так, например, уменьшение инфляционных ожиданий прямым образом побуждает экономических агентов к увеличению сбережений и сокращению потребления и инвестиций, понижая инфляцию спроса.

Предприятия, ограниченные в частоте корректировки цен на производимую продукцию, склонны учитывать ожидаемый рост издержек при установлении цен, что генерирует развитие инфляции предложения. В то же время низкие и стабильные инфляционные ожидания способствуют росту долгосрочных инвестиций и сбережений в экономике.

В Республике Беларусь к изменениям денежно-кредитной политики высокочувствительны девальвационные ожидания экономических агентов. Это объясняется тем, что обесценение обменного курса снижает привлекательность сбережений в национальной валюте и повышает доходность сбережений в иностранной валюте. В случае роста девальвационных ожиданий экономических агентов наблюдается сокращение спроса на депозиты в национальной валюте и повышение спроса на депозиты в иностранной валюте. Резкое и значительное увеличение спроса на иностранную валюту может обусловить нежелательное обесценение обменного курса.

Другой аспект касается валютной структуры заимствований субъектов хозяйствования. В условиях высоких номинальных и реальных процентных ставок по кредитам в национальной валюте и стабильности девальвационных

ожиданий, как правило, усиливается спрос субъектов хозяйствования на валютные кредиты, реальная процентная ставка по которым ниже. *Во-первых*, это ослабляет влияние реальной процентной ставки по кредитам в национальной валюте на внутренний спрос, который может быть простимулирован увеличением кредита в иностранной валюте. *Во-вторых*, увеличивается уровень долларизации финансовых обязательств субъектов хозяйствования, что может повысить валютные риски и вероятность девальвации в будущем.

Кроме того, инфляционные и девальвационные ожидания формируют у экономических агентов ожидания изменения относительных цен экспорта и импорта. Если, например, сильные ожидания девальвации в краткосрочном периоде, то это может стать фактором, сдерживающим экспорт и стимулирующим импорт, и, как следствие, вызывающим ухудшение внешнеторгового баланса страны.

Итак, денежно-кредитная политика в Республике Беларусь в кратко- и среднесрочном периодах через различные каналы монетарной трансмиссии влияет на потребление, инвестиции и чистый экспорт. В свою очередь, данные показатели спроса определяют значение ВВП, а также оказывают давление на цены и обменный курс. При этом величина воздействия показателей спроса на реальный ВВП, цены и курс зависит от степени внутренней и внешней сбалансированности экономики. В части внутренней сбалансированности принципиально важными являются состояния:

– когда спрос на товары отечественного производства по текущим ценам ниже потенциального выпуска<sup>5</sup>, то стимулирование первого приведет к росту реального ВВП, не создавая инфляционного давления в экономике;

– когда совокупный спрос на товары и услуги отечественного производства незначительно выше потенциального объема выпуска,

будет наблюдаться рост реального ВВП и накопление инфляционного давления [10];

– когда спрос на товары и услуги отечественного производства существенно выше потенциального объема выпуска, ситуация чревата ростом цен, поскольку, *во-первых*, предельные издержки могут в значительной мере превышать предельный продукт, снижая рентабельность организаций, а *во-вторых*, некоторые организации в периоды высокого спроса желают увеличить прибыль посредством повышения цен на свою продукцию на величину, превышающую увеличение удельных затрат.

Что касается состояния внешней сбалансированности, то очевидно следующее: положительное сальдо внешней торговли увеличивает ВВП, а отрицательное – снижает; устойчивое превышение спроса на импортируемые товары и услуги над экспортом – это сигнал к возможному возрастанию риска девальвации.

Воздействие денежно-кредитной политики на деловую активность и инфляцию через различные каналы трансмиссионного механизма происходит с определенными лагами. В странах с формирующимися рынками конечный эффект монетарной политики на инфляцию проявляется быстрее, чем в развитых экономиках. Так, например, в Польше, Чехии, Словакии, Словении и Венгрии продолжительность монетарной трансмиссии оценивается в 3–7 кварталов, а в США, Соединенном Королевстве, Германии, Японии, Франции и Италии – в 8–16 кварталов. Примерно половину этого времени занимает трансмиссия до показателей реального сектора экономики. Затем еще столько же времени уходит на полное проявление монетарного импульса на инфляцию. Следует отметить, что эти сроки достаточно условны и в действительности зависят от многих факторов, в том числе от доверия экономических агентов к монетарной политике, степени

<sup>5</sup> Под потенциальным выпуском понимается такой объем выпуска товаров и услуг, который достигается при наличии следующих условий: (1) полная занятость факторов производства. Понятие полной занятости факторных ресурсов предполагает естественный уровень их использования, а не максимально возможный; (2) гибкость цен и заработных плат (фактическая инфляция равна ожидаемой). Потенциальный выпуск не создает повышательного или понижательного давления на инфляцию; (3) равенство предельного продукта труда реальной заработной плате, а также равенство предельного продукта капитала реальной процентной ставке.

развития финансовых рынков, событий в мировой экономике, стадии экономического цикла и др. [18; 22].

Точная оценка работы отдельных каналов монетарной трансмиссии крайне затруднительна для любой страны в силу суще-

ствующего множества взаимовлияний экономических переменных друг на друга. Тем не менее оценка совокупного эффекта изменения процентных ставок, обменного курса или кредита на выпуск и цены, включая силу влияния и период воздействия, –

это стандартная практика при исследовании передаточного механизма денежно-кредитной политики.

\* \* \*

Материал поступил 26.12.2014.

#### Источники:

1. Дробышевский, С. Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках [Электронный ресурс] / С. Дробышевский, А. Козловская, Д. Левченко, С. Пономаренко, П. Трунин, С. Четвериков. – 2003. – Режим доступа: <http://www.iepr.ru/files/text/usaid/dkrtrans.pdf>. – Дата доступа: 19.10.2014.
2. Мирончик, Н. Количественная оценка инфляционных ожиданий в Республике Беларусь / Н. Мирончик, П. Банцевич // Банкаўскі веснік. – 2014. – № 1. – С. 20–30.
3. Моисеев, С. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики / С. Моисеев // Финансы и кредит. – 2002. – № 18. – С. 38–51.
4. Плешкун, А. Процентные ставки в условиях инфляции: противоречия и проблемы / А. Плешкун // Банкаўскі веснік. – 2013. – № 21. – С. 18–28.
5. Плешкун, А. Процентная ставка в условиях инфляции: опыт Республики Беларусь / А. Плешкун // Банкаўскі веснік. – 2013. – № 22. – С. 8–17.
6. Ando, A. The “Life Cycle” Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests / A. Ando, F. Modigliani // *The American Economic Review*. – 1963. – Vol. 53. – № 1. – P. 55–84.
7. Babecká Kucharčuková, O. What do we know about monetary policy transmission in the Czech Republic: collection of empirical results / O. Babecká Kucharčuková, M. Franta, D. Hájková, P. Král, I. Kubicová, A. Podpiera, B. Saxa // *CNB Research and Policy Notes*. – 2013. – № 1. – 58 p.
8. Boivin, J. How has the monetary transmission mechanism evolved over time? [Electronic resource] / J. Boivin, M. Kiley, F. Mishkin // *NBER Working Paper*. – No. 15879. – 2010. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w15879>. – Date of access: 10.10.2014.
9. Brumberg, R., Modigliani, F. *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-section Data* // *Post-Keynesian Economics*, ed. by K. Kurihara. – New Brunswick, New Jersey: Rutgers University Press. – 1954.
10. Clarida R., Gali J., Gertler M. *The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective*: NBER Working Paper / R. Clarida, J. Gali, M. Gertler. – 1999. – No. 7147. – 99 p.
11. Demchuk, O. *Monetary policy transmission mechanism in Poland. What do we know in 2011?* / O. Demchuk, T. Lyziak, J. Przystupa, E. Stanislauska, E. Wrybel // *NBP Working paper*. – Warsaw. – No. 16. – 2012. – 65 p.
12. Friedman, M. *A Theory of the Consumption Function* // Princeton, NJ: Princeton University Press. – 1957.
13. Friedman, M. *History of the United States, 1867–1960* / M. Friedman, A.J. Schwartz. – Princeton: Princeton University Press for NBER. – 1963. – 695 p.
14. Fleming, M. *Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates* // *Staff Papers*. – International Monetary Fund. – Vol. 9. – No. 3. – 1962. – P. 369–380.
15. Franta, M. *Evaluating the Changes of Monetary Transmission Mechanism in the Czech Republic* / M. Franta, R. Horváth and M. Rusnák // *IES Working Paper*. – 2012. – No. 11. – IES FSV, Charles University. – Prague. – 36 p.
16. Gertler, M. *External Constraints on Monetary Policy and Financial Accelerator* / M. Gertler, S. Gilchrist, F. Natalucci // *NBER Working Paper*, No. 10128. – 2003.
17. Jaffee, D. *Credit Rationing* // In B. Friedman and F. Hahn (eds.), *The Handbook of Monetary Economics* / D. Jaffee, J. Stiglitz. – Vol. II. – Amsterdam: North-Holland. – 1990. – P. 837–888.
18. Havránek, T. *Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis* / T. Havránek, M. Rusnák // *CNB Working paper series*. – No. 10. – 2012. – 46 p.
19. Jorgenson, D. *Capital theory and investment behavior* / D. Jorgenson // *American Economic Review*. – Vol. 53. – No. 2. – 1963. – P. 247–257.
20. Kapuściński, M. *Monetary policy transmission mechanism in Poland. What do we know in 2013?* / M. Kapuściński, T. Lyziak, J. Przystupa, E. Stanislauska, A. Sznajdowska, E. Wrybel // *NBP Working paper*. – Warsaw. – No. 180. – 2014. – 94 p.
21. Mundell, R. *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates* / R. Mundell // *Canadian Journal of Economics*. – No. 29. – 1963. – P. 475–485.
22. *The transmission mechanism of monetary policy*. – Bank of England [Electronic resource]. – 2013. – Mode of access: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/how.htm>. – Date of access: 22.12.2013.
23. Tobin, J. *A General Equilibrium Approach To Monetary Theory*. *Journal of Money* / J. Tobin // *Credit and Banking*. – Vol. 1. – No. 1. – 1969. – P. 15–29.
24. Walsh, C.E. *Monetary theory and policy* / C.E. Walsh. – Cambridge, MA: MIT Press, 2003. – 612 p.