

Р.М. Нуреев
М.Ю. Сапьян

Экономический кризис в России: роль канала обменного курса трансмиссионного механизма

Аннотация

Статья посвящена оценке роли канала обменного курса в общей структуре трансмиссионного механизма после преодоления острой фазы последнего глобального экономического кризиса. Последствия кризиса во многом зависят от структуры трансмиссионного механизма и эффективной работы канала обменного курса. Это подтверждается развитием экономической ситуации на примере России и Великобритании.

Abstract

The main purpose of this paper is estimation role exchange rate channel in general structure of monetary transmission mechanism after global economic crisis 2007-2009. Consequences of last crisis depends from structure of transmission mechanism and effective work exchange rate channel. Examples (Russia and Great Britain) emphasize this conclusion.

Ключевые слова: экономический кризис, трансмиссионный механизм, денежно-кредитная политика.

Key words: economic crisis, transmission mechanism, monetary policy.

JEL classification: E52, C32.

Глобальный экономический кризис обнажил накопившиеся проблемы. Стали очевидными просчеты кредитных организаций в системах управления рисками, лопнули накопившиеся пузыри на финансовых рынках, реализовались кредитные риски, накопленные за годы подъема.



Рис.1. Динамика цен на нефть сорта "Юралс", долл. США за баррель.
Источник: Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2009 году

Кризис затронул практически все отрасли национальной экономики. Под влиянием сокращения внешнего и внутреннего спроса снизилось производство в большинстве видов экономической деятельности. Однако в наибольшей мере он затронул добывающую промышленность, что отразилось и на всей промышленности в целом. Динамика цен на

нефть сорта “Юралс” представлена на рисунке 1. Наибольшее падение наблюдалось во второй половине 2008 года, и докризисный уровень цен пока еще не восстановлен.

В результате кризиса, в 2009 году объем ВВП уменьшился по сравнению с предыдущим годом на 7,9%. Динамика физического объема ВВП приведена на рис.2 (правая шкала). Для сравнения на этом же рисунке приведена динамика индекса реального эффективного курса рубля к иностранным валютам.

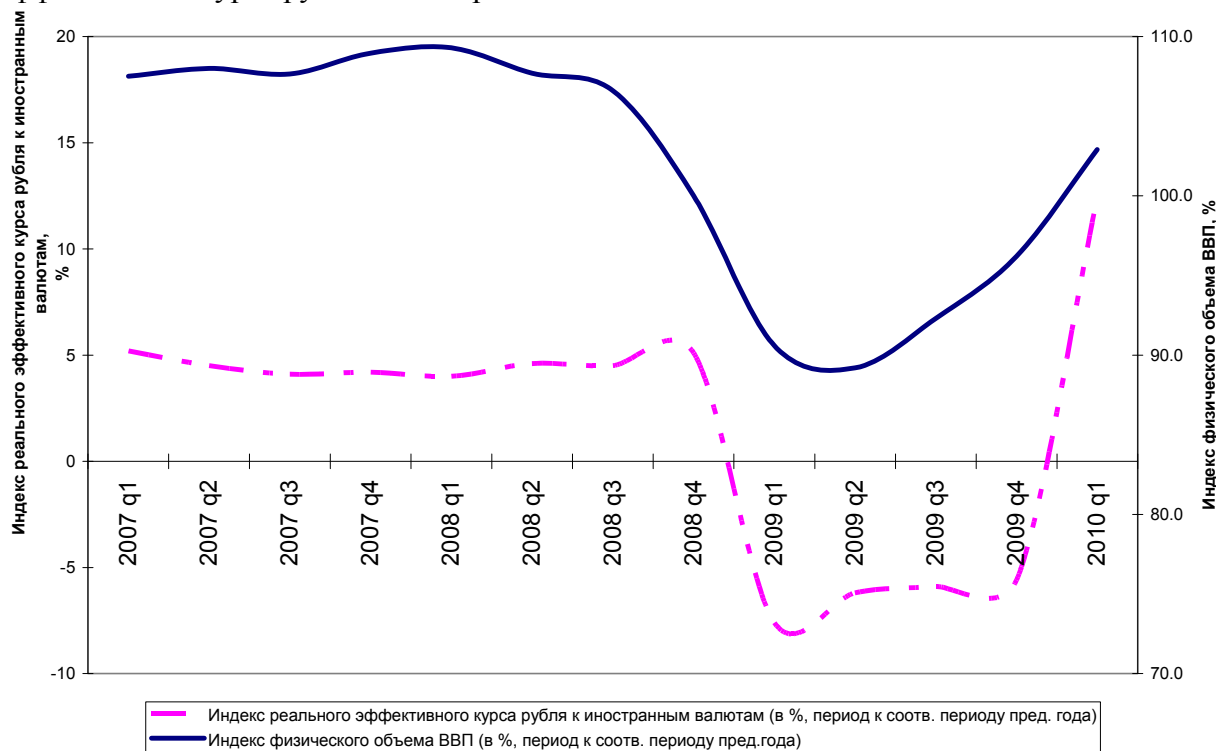


Рис.2. Динамика индекса реального эффективного курса рубля к иностранным валютам и индекса физического объема ВВП.

Источники данных: Банк России, Федеральная служба государственной статистики.

Представленные графики наглядно свидетельствуют об определенной взаимосвязи этих показателей. Попытаемся объяснить эту взаимосвязь.

От чего зависит чувствительность макропараметров, в частности ВВП, к внешним шокам? Ответ на этот вопрос может дать анализ работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Под трансмиссионным механизмом традиционно понимается воздействие комплекса мер, предпринимаемых центральными банками в области денежно-кредитной и валютной политики, на экономическую активность, накопление, потребление, инфляционные процессы.

В наиболее общем виде схема трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики представлена на рис.3. Денежно-кредитная политика посредством представленных каналов влияет на выпуск и инфляцию, а они, в свою очередь, определяют выбор инструментов этой политики.

Традиционно при оценке трансмиссионного механизма происходит акцентирование на определенных каналах. В классическом виде трансмиссионный механизм включает в себя такие каналы¹, как:

- 1) канал обменного курса,
- 2) канал процентной ставки,

¹ Более подробно структура этих каналов в классическом представлении изложена в статье Крючковой И.П., Сапьяна М.Ю. //Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и особенности его функционирования в российской экономике // Банковское дело. – 2003. – № 9

3) объемный кредитный канал,

4) канал оценки активов.

В России для денежно-кредитной политики из четырех перечисленных выше наибольшую значимость имеют первые три канала². Интеграция рыночной экономики России в мировую хозяйственную систему способствует увеличению роли канала обменного курса.

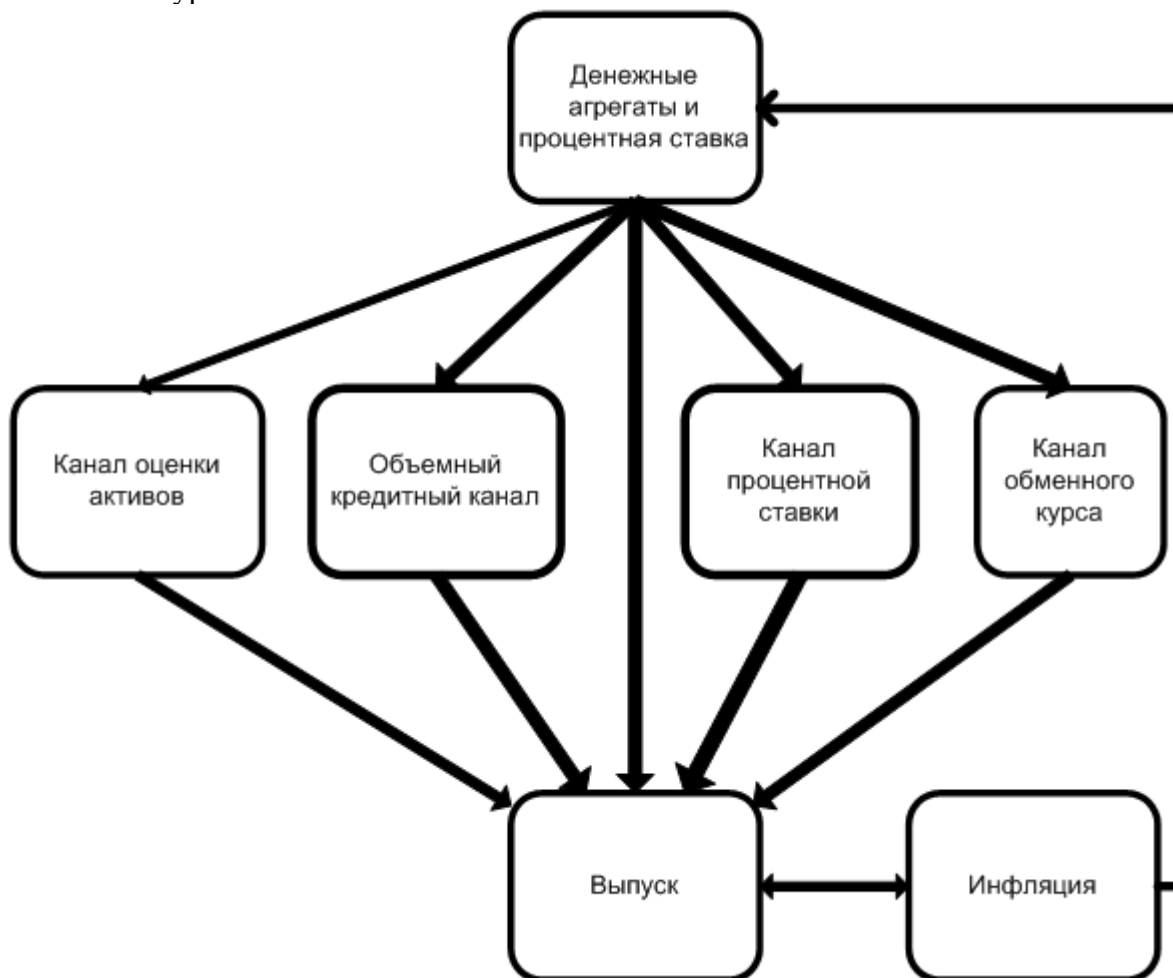


Рис.3. Общая схема трансмиссионного механизма³.

Рассмотрим более внимательно, как осуществляется механизм воздействия указанной политики на выпуск посредством канала обменного курса. Действие канала базируется на непокрытом паритете процентных ставок⁴. Таким образом, предполагается, что расширение денежного предложения (M) должно сопровождаться снижением номинальных процентных ставок (I), и понижением внутренних реальных процентных ставок (r). В свою очередь, их снижение приведет к обесценению активов в национальной валюте относительно иностранных активов ($r-r_w$), и, как следствие к усилению

² Более подробно структура этих каналов в российских условиях изложена в работе Нуреева РМ., Сапьяна М.Ю. //Состояние трансмиссионного механизма как фактор готовности к переходу к политике инфляционного таргетирования// Экономический вестник Ростовского государственного университета, т.6 номер 1, 2008 ,с. 18-27.

³ Источник: Банк Англии <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/monetary/montrans.pdf>

⁴ Непокрытый паритет процентных ставок предполагает, что разница отечественной и иностранной процентных ставок должна определяться разницей обменных курсов.

национальной валюты (NER). Усиление национальной валюты повлечет за собой рост чистого экспорта (NX), а, следовательно, и рост ВВП (Y).

Схематично канал обменного курса можно представить следующим образом⁵:

$$M_+ \rightarrow I_- \rightarrow r \rightarrow r-gw \rightarrow NER_- \rightarrow NX_+ \rightarrow Y_+$$

Относительно структуры канала и самого факта его существования исследователями ведутся многолетние дискуссии. Одни исследователи утверждают, что как такового канала обменного курса не существует вообще и колебания обменного курса являются лишь следствием воздействия денежно-кредитной политики на цены и выпуск. Другие ученые приходят к выводу, что канал обменного курса является одним из основополагающих в структуре трансмиссионного механизма.

Яркими сторонниками первой точки зрения являются представители монетаризма. Так, М. Фридман в своей работе “Роль денежно-кредитной политики”⁶ отрицает роль обменного курса в механизме денежной трансмиссии, подчеркивая при этом, что влияние денежно-кредитной политики на выпуск и цены осуществляется непосредственно через изменения в структуре портфелей финансовых активов и инвестиционных решениях. Если наличие канала обменного курса и может быть обосновано на основе портфельной теории обменных курсов, то независимость данного механизма от канала процентной ставки остается под вопросом, так как в открытой экономике с плавающим обменным курсом движения номинального обменного курса и номинальных процентных ставок неразделимы.

Сторонники альтернативной точки зрения в работах, посвященных макроэкономическому моделированию, показали, что в рамках механизма денежной трансмиссии действия центральных банков по регулированию уровня денежного предложения влияют на уровень обменного курса национальной валюты. В частности, в 70-х годах прошлого века Ф. Модильяни в работе “Денежно-кредитная политика и потребление”⁷ отметил, что степень этого влияния определяется уровнем открытости экономики. В 2000 году О.Свенссон в своей работе “Инфляционное таргетирование в открытой экономике”⁸ отметил, что в открытой экономике процентная ставка и конечное потребление эффективно взаимодействуют посредством канала валютного курса. Авторами эмпирических исследований (Брайент, Хупер, Манн⁹, Болл¹⁰.) к числу факторов, определяющих эффективность работы канала обменного курса, отнесены: 1) уровень мобильности капитала, 2) уровень рыночной конкуренции, 3) эластичность цен на импортные товары по обменному курсу, 4) вязкость цен¹¹. Также следует отметить влияние такого фактора, как индекс условий торговли¹².

⁵ Taylor, J.B. 'The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework', Journal of Economic Perspectives 9(4) (1995): Fall, pp 11-26

⁶ M.Friedman “The role of monetary policy”, American Economic Review 1968, Vol. 58, pp 1–17.

⁷ F. Modigliani “Monetary policy and consumption” Consumer spending and monetary policy: the linkages”, 1971, Conference Series n. 5, pp9-84

⁸ O.Svensson “Open-Economy Inflation Targeting” Journal of International Economics , 2000, Volume 50, Issue 1, p 155-183

⁹ Bryant, Ralph, Hooper, Mann “Evaluating Policy Regimes: new empirical research in empirical macroeconomics”, Washington, 1993

¹⁰ Ball L Efficient Rules for Monetary Policy NBER Working Paper No 5952, Cambridge, 1997 и Ball L. “Policy Rules for Open Economies”, International Finance 1999, №2_1

¹¹ Вязкие цены - состояние цен, характеризующееся относительной стабильностью

¹² Соотношение цен на экспортируемые и импортируемые товары

Дж. Тейлор утверждал, что процентная ставка и валютный курс опосредуются рынком капитала¹³. В то же время, по его мнению, результаты воздействия изменений обменного курса на макроэкономические индикаторы (производство, инфляция, занятость) в малых открытых экономиках несколько преуменьшены, так как недооцениваются издержки волатильности обменного курса.

Доминирующая роль канала обменного курса в общей схеме механизма денежной трансмиссии при воздействии на уровень цен, как правило, наблюдается в экономике с четко выраженными лагами на меры денежно-кредитной политики¹⁴ и преобладанием долгосрочных процентных ставок¹⁵:

Как воздействует обменный курс на динамику ВВП?

Воздействие обменного курса на динамику ВВП реализуется двумя путями. С одной стороны, изменение обменного курса оказывает воздействие на динамику спроса на внутренние товары, и, как следствие, на совокупный спрос. С другой стороны, изменение курса влияет на объемы задолженности по контрактам в иностранной валюте.

Рассмотрим эти пути более подробно.

Воздействие изменения обменного курса на динамику совокупного спроса происходит по двум направлениям: прямому и косвенному¹⁶.

В рамках прямого воздействия изменяются цены иностранных товаров, цены на иностранные факторы производства, что влечет за собой изменение величины производственных затрат. В рамках косвенного воздействия меняются уровни отечественного и иностранного спроса на отечественные товары, что в свою очередь влияет на объем производства национальных товаров-заменителей.

В целом изменение обменного курса может оказать влияние на переток капитала между отраслями при отсутствии межотраслевых барьеров¹⁷. По результатам эмпирических исследований можно сделать вывод о систематических отклонениях от закона одной цены¹⁸. В случае вязкости цен импортных товаров, регулирование от носительных цен должно вызываться более существенными колебаниями эндогенно определенного валютного курса. Поэтому при проведении валютной политики необходимо учитывать эффект переноса и неоднородность реакции товарных рынков.

С другой стороны, изменение курса влияет на объемы задолженности по контрактам в иностранной валюте. Как отмечает И.Пашковская, если такая задолженность не полностью выражена авуарами в иностранной валюте, изменения в обменном курсе

¹³ J. Taylor "The monetary transmission mechanism and the Evaluation of monetary policy Rules" Santiago, 2002

¹⁴ Это подтверждается исследованиями: L.Ball "Policy Rules for Open Economies Monetary Policy Rules"(, University of Chicago Press, 1999); N. Batini, Haldane "A Forward-looking Rules for Monetary Policy (University of Chicago Press, 1999), Rudebusch, G.D. (2000), 'Assessing Nominal Income Rules for Monetary Policy with Model and Data Uncertainty,' (Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2000-03, February).

¹⁵ Это подтверждено исследованиями: Bernanke B., Gertler M. and Gilchrist "Monetary Policy and Assets Price Volatility New Challenges for Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999; Woodford M Interest Rate Rules in Estimated Sticky Price Models Monetary Policy Rules, University of Chicago Press, 1999; Mccallum B , Nelson E Performance of Operational Policy Rules in an Estimated Semi Classical Structural Model Monetary Policy Rules, University of Chicago Press, 1999

¹⁶ Laflèche T. "The impact of exchange rate movements on consumer prices" Bank of Canada Review article 1996/97

¹⁷ Dobrinskaya V., Levando D. "A Study of Exchange Rate Pass-Through Effect in Russia" ICEF Working Paper. May 2005. №05/01

¹⁸ Правило в соответствии с которым один и тот же товар продается во всех странах по одной и той же цене при отсутствии торговых барьеров и транспортных издержек.

могут значительно затрагивать как чистую стоимость задолженности, так и отношение задолженности к активам, тем самым регулируя расходы и заимствования¹⁹. Структура трансмиссионного механизма в силу действия указанных выше факторов для каждой страны индивидуальна. Тем не менее, существуют группы факторов, характерные для развивающихся стран, и факторы, в большей мере свойственные экономически развитым странам.

Экономическая ситуация в развивающихся странах характеризуется, как правило, высоким уровнем инфляции и высокой амплитудой колебаний инфляционных ожиданий. Развивающиеся страны более подвержены воздействию внешнеэкономических факторов, имеют ограниченный доступ на мировые рынки долговых инструментов, слабо диверсифицированные иностранные активы, как правило, фиксируют обменный курс.

Для развитых стран более характерна проблема перегрева финансовых рынков и импортируемой инфляции.

Какова же роль канала обменного курса?

Устойчивость экономической системы определяется в основном выбором центральным банком стратегии валютной политики²⁰. В условиях ограниченного доступа на мировые рынки долговых инструментов и высоких инфляционных ожиданий центральные банки развивающихся стран, как правило, придерживаются режима фиксированного обменного курса. Следует отметить, что поддержка такого режима существенно ограничивает независимость проводимой денежно-кредитной политики, так как центральный банк вынужден принимать международный уровень процентных ставок, что достаточно часто приводит к дефициту по текущим операциям. Решение проблемы дефицита в определенной мере возможно за счет стерилизации притока/оттока капитала. Стерилизация сама по себе является достаточно затратным мероприятием, так как сопровождается увеличением расходов по обслуживанию внутренних валютных обязательств.

Оптимальным вариантом денежно-кредитной политики в этих условиях является противочиклическая политика.

В этих условиях роль канала обменного курса в структуре трансмиссионного механизма увеличивается, что подтверждается исследованиями 2000-2001 г.г. Сене²¹ и Цанниниса²². Результаты исследования²³ Болла, проведенного им в 1999 году, свидетельствуют, что для малой открытой экономики, при безинерционной денежно-кредитной политике в условиях жесткого реагирования денежных властей на изменения обменного курса рост процентных ставок должен компенсироваться соответствующей политикой укрепления обменного курса. Особенно часто возможные негативные последствия изменения наблюдаются в странах со слабо диверсифицированными иностранными активами, что подтверждено различными исследователями, в частности Эйзенгрином и Хоссманом²⁴. Специфика инфляционных процессов затрудняет оценку реальной процентной ставки и премии за инфляционный риск.

¹⁹ Пашковская И.В. "Трансмиссионный механизм денежно-кредитного регулирования "Банковские услуги" № 8, август 2003

²⁰ Taylor, Mark, P "The Economics of Exchange Rate", Journal of Economic Literature Vol. XXXIII: 13-47, March 1995

²¹ Senay O. The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules. Middle East Technical University and University of York, January 9, 2001.

²² Tzanninis D. Inflation Modeling in the Czech Republic: Issues and Challenges Ahead, Washington, International Monetary Fund, 2000

²³ Ball L. Policy Rules for Open Economies Monetary Policy Rules, University of Chicago Press, 1999

²⁴ Eichengreen B., Hausmann R. "Exchange rates and financial fragility" NBER Working Paper №7418, Cambridge, 1999

Для экономики, слабо вовлеченной в мировые хозяйственные связи, канал обменного курса не играет определяющей роли.

В развитых странах при проведении валютной политики внимание денежных властей в большей степени уделено импортируемой инфляции (как, например, в Великобритании).

Ниже приводится схема трансмиссионного механизма Великобритании (рис. 4), которая отражает основные параметры, на которые оказывает воздействие динамика обменного курса. Также на рис. 5 показана динамика обменного курса и ВВП Великобритании в кризисный период.

Как видно из представленной диаграммы, основное воздействие динамики обменного курса приходится импортируемую инфляцию. Косвенным образом обменный курс воздействует на объемы внутреннего и внешнего спроса, под которыми соответственно следует понимать спрос на товары и услуги со стороны экономических агентов внутри страны и за ее пределами. Совокупный спрос опосредованно через внутреннюю инфляцию оказывает воздействие на ВВП.

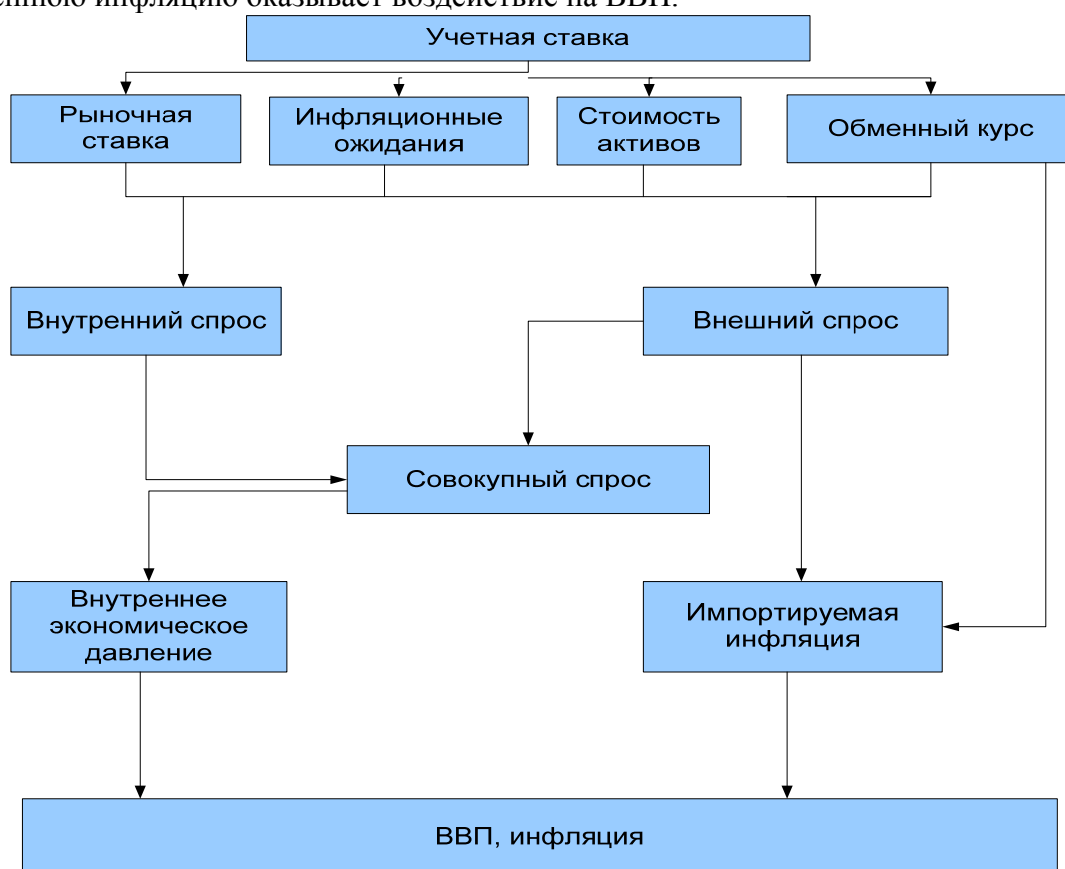


Рис.4 Схема трансмиссионного механизма в Великобритании²⁵

Динамика индекса физического объема ВВП и индекса реального курса фунта стерлингов к иностранным валютам, представленная на рисунке 5, демонстрирует существенное влияние динамики обменного курса на ВВП. В определенной мере это, конечно, связано с активным участием Великобритании в мировой торговле.

В то же время следует отметить, что экономика Великобритании более диверсифицирована, чем экономика России. В силу этого, более сильные изменения обменного курса не приводят к такому масштабному снижению ВВП, как это наблюдалось в России.

²⁵ Петренко С. "Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в экономике Великобритании" Банковское дело № 9, сентябрь 2003

Разницу последствий воздействия динамики обменного курса на ВВП может объяснить схема канала обменного курса трансмиссионного механизма, функционирующего в России.

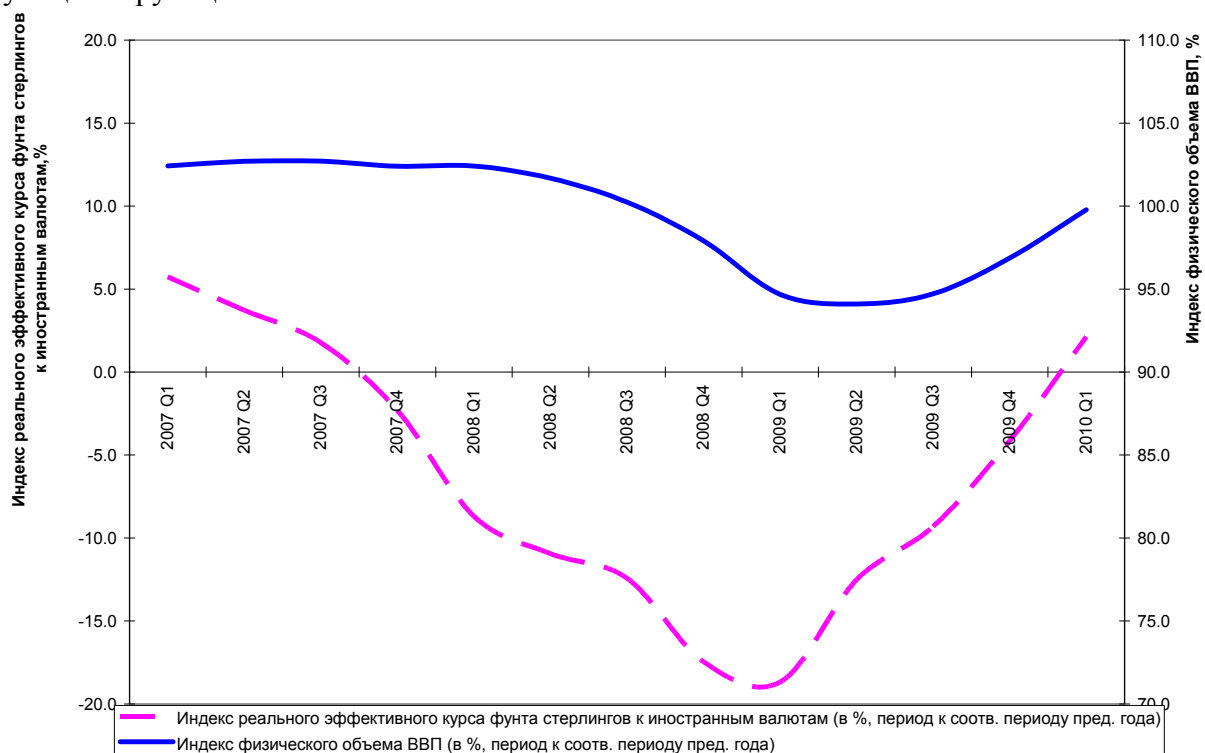


Рис.5. Динамика индекса реального эффективного курса фунта стерлингов к иностранным валютам и индекса физического объема ВВП Великобритании.

В России на современном этапе схема действия канала обменного курса в России выглядит следующим образом (рис.6).

В условиях структурного дисбаланса, вызванного доминированием экспортно-ориентированных отраслей, волатильность реального обменного курса, вызванная глобальным экономическим кризисом, стала оказывать сильное воздействие на динамику ВВП.

В результате валютной либерализации крупные экономические агенты, осуществляющие внешнеэкономическую деятельность, получили доступ к внешним заимствованиям и ввиду относительно меньших экономических затрат (в виде процентных платежей) стали кредитоваться на мировых финансовых рынках. В результате динамика обменного курса стала в большей степени оказывать влияние на движение капитала. Закрывание в наиболее острую фазу кризиса внешних рынков фондирования привело к активизации оттока капитала, что негативно отразилось на динамике финансовых инвестиций, и, как следствие, способствовало снижению ВВП.

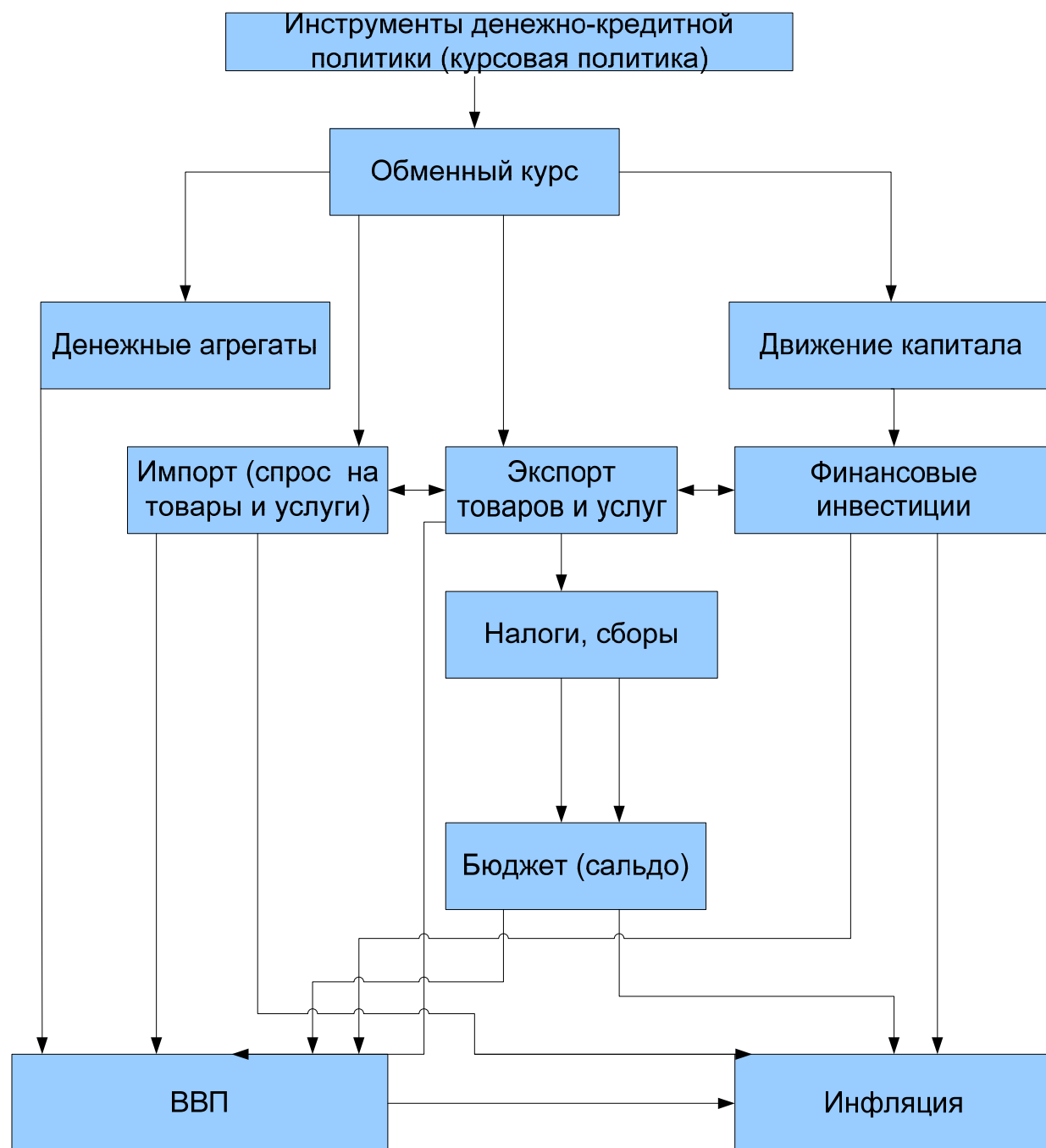


Рис. 6. Схема канала обменного курса в России (составлено авторами).

В России динамика курса национальной валюты по отношению к иностранной валюте обусловлена в основном влиянием внешнеэкономических факторов, реальный обменный курс в меньшей степени подвержен инфляционным ожиданиям и слабо зависит от шоков реальной денежной массы. Выводы П. Дюгаи, утверждавшего в 1994 году²⁶, что в Канаде регулирование потоков денежных средств с помощью обменного курса дало более действенный эффект, чем регулирование с помощью денежных агрегатов, в настоящее время весьма актуальны для России. Сырьевая направленность экспорта в России приводит к тому, что динамика ВВП достаточно сильно зависит от цен на энергоресурсы, формируемых на международных товарных рынках, и номинированных в иностранной валюте. Стабилизационный фонд, упоминавшийся в нашей статье 2008

²⁶ P. Duguay //Empirical evidence on the strength of the monetary transmission mechanism in Canada//, Journal of Monetary Economics, 1994, №33

года²⁷, по мере существенного снижения его объема в ходе кризиса, был исключен из рассмотрения в рамках нынешней структуры канала, так как его влияние оказалось более скромным, чем предполагалось ранее.

Изменения обменного курса в определенной мере способствовали переориентации потребления на отечественные товары, однако ее масштабы пока явно недостаточны.

Обобщая вышесказанное, следует отметить, что чувствительность макропараметров к внешним шокам во многом определена структурой трансмиссионного механизма. Эффективность проводимой денежно-кредитной политики определяется применением финансовых инструментов, подобранных с учетом структуры как трансмиссионного механизма в целом, так и структуры его каналов. Канал обменного курса для России по-прежнему играет большую роль.

Литература

1. M.Friedman "The role of monetary policy", American Economic Review 1968, Vol. 58, pp 1–17.
2. F. Modigliani "Monetary policy and consumption" Consumer spending and monetary policy: the linkages", 1971, Conference Series n. 5, pp9-84
3. J.Taylor "The monetary transmission mechanism and the Evaluation of monetary policy Rules" Santiago, 2002
4. Bryant, Ralph, Hooper, Mann "Evaluating Policy Regimes: new empirical research in empirical macroeconomics", Washington, 1993
5. Ball L "Efficient Rules for Monetary Policy" NBER Working Paper No 5952, Cambridge, 1997
6. Ball L. "Policy Rules for Open Economies", International Finance 1999, №2_1, pp. 63–83
7. Svensson O. "Open-Economy Inflation Targeting" Journal of International Economics, 2000, Volume 50, Issue 1, p 155-183
8. Eichengreen B., Hausmann R. "Exchange rates and financial fragility" NBER Working Paper №7418, Cambridge, 1999
9. Dobrinskaya V., Levando D. "A Study of Exchange Rate Pass-Through Effect in Russia" ICEF Working Paper. May 2005 №05/01
10. P. Duguay "Empirical evidence on the strength of the monetary transmission mechanism in Canada", Journal of Monetary Economics, 1994, №33
11. Нуреев Р.М., Сапьян М.Ю. "Состояние трансмиссионного механизма как фактор готовности к переходу к политике инфляционного таргетирования" Экономический вестник Ростовского государственного университета, 2008, т.6 номер 1, с 18-27.
12. Пашковская И.В. "Трансмиссионный механизм денежно-кредитного регулирования" "Банковские услуги", 2003, № 8
13. Петренко С. "Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в экономике Великобритании" Банковское дело, 2003, № 9

²⁷ Нуреев Р.М., Сапьян М.Ю. //Состояние трансмиссионного механизма как фактор готовности к переходу к политике инфляционного таргетирования// Экономический вестник Ростовского государственного университета, 2008, т.6 номер 1, с. 18-27

Сведения об авторах:

1. НУРЕЕВ РУСТЕМ МАХМУТОВИЧ., д.э.н., профессор, заслуженный работник Высшей школы РФ, заведующий кафедрой экономического анализа и организации рынков Государственного Университета - Высшая Школа Экономики (nureev@hse.ru).
2. САПЬЯН МАКСИМ ЮРЬЕВИЧ, соискатель степени к.э.н., магистр экономики, Государственный Университет - Высшая Школа Экономики (msapyan@rambler.ru).