

Развитие подходов к понятию механизма денежной трансмиссии

А. М. Гребенкина¹✉

¹ Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, проспект Вернадского, 82, стр. 1, 119571, Москва, Российская Федерация

Для цитирования: Гребенкина А. М. Развитие подходов к понятию механизма денежной трансмиссии // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. 2020. № 3. С. 5–13. DOI: 10.17308/econ.2020.3/3098

Предмет. Исследуется эволюция понятия механизма денежной трансмиссии в широком и узком смысле по мере развития экономической мысли и совершенствования эмпирических и эконометрических методов анализа.

Цель. Целью работы является представление обзора исторического и современного подхода к определению и анализу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и отдельных каналов трансмиссии.

Метод. В процессе достижения поставленной цели использован дескриптивный метод анализа, обобщение исторических и современных представлений о понятии механизма денежной трансмиссии, а также их формальная систематизация.

Выводы. Показано, что современный подход к анализу механизма денежной трансмиссии имеет выраженные функциональные основания и позволяет применять широкий перечень методов исследования. Вместе с тем процесс детализации каналов и усиления роли глобальных, наднациональных каналов может приводить к необходимости расширения понятия механизма денежной трансмиссии в целом.

Ключевые слова: трансмиссионный механизм, денежно-кредитная политика, каналы денежной трансмиссии.

Введение

Идея механизма денежной трансмиссии имеет глубокие теоретические основания и обнаруживается уже в работах XVIII в. Так, в эссе Д. Юма 1752 г. [12] под названием «Of interest» из цикла «Political disclosures» описан случай резкого снижения ставки процента в Испании (обусловленного притоком золота из Вест-Индии), которое привело к постепенному снижению ставки процента в Британии, Франции, Италии и на других европейских территориях. Это наблюдение относится к числу первых, обративших внимание на то, что изменение предложения денег в одной стране может быть катализатором макроэкономических изменений в других странах, а изменение номинальных процентных ставок в странах может быть синхронным.

Широкое распространение и формальную интерпретацию понятие механизма денежной трансмиссии получило только в XX в. В настоящее время развитие этой теории продолжается преимущественно в рамках новокейнсианского подхода, предполагающего систему каналов трансмиссии, посредством которых действия монетарных властей оказывают влияние на целевые показатели экономики. Данный подход используется большинством национальных центральных банков и функционален при проведении формальных исследований. Вместе с тем процесс детализации каналов трансмиссии, появления наднациональных и глобальных каналов (таких как канал международного кредитования), а также каналов среды (таких как информационный канал и канал ожиданий) делает актуальным вопрос

расширения функционального подхода к понятию трансмиссионного механизма с целью учета экзогенных для национального центрального банка импульсов.

Материалы и методы исследования

Исследование опирается на результаты изучения упоминаний механизма денежной трансмиссии в работах авторов XX в. и способы его исследования в работах современных авторов. При работе над статьей использовались такие методы научного анализа, как сравнение, обобщение и систематизация накопленных представлений о работе механизма денежной трансмиссии.

Обсуждение результатов

В самом общем виде механизм денежной трансмиссии – это система откликов одних показателей экономики на импульсы других с учетом эффектов прямой и обратной связи. Исследование механизма денежной трансмиссии имеет продолжительную историю. В 1936 г. в работе «Общая теория занятости, процента и денег» Дж. Кейнс обосновал возможность воздействия на инвестиционный (и, следовательно, совокупный) спрос посредством инструментов монетарной политики. Хотя термин трансмиссии не был использован, Дж. Кейнс описал именно механизм передачи влияния монетарной политики на реальные показатели.

В 1977 г. Дж. Тобин в работе, посвященной обоснованию отклика денежно-кредитной политики (далее – ДКП) на динамику показателей реальной экономики, использовал термин «трансмиссионный механизм» [14]. Сущность трансмиссионного механизма была объяснена им возможностью центрального банка (далее – ЦБ) изменять монетарные условия, тем самым оказывая влияние на коэффициент q^1 стимул компании к инвестированию.

В этот же период феномен трансмиссионного механизма освещался в работах монетаристов, основанных на эмпирическом выявлении связи предложения денег и совокупно-

¹ Коэффициент Тобина q – это показатель отношения рыночной стоимости компании к восстановительной стоимости ее активов (издержкам замещения и создания аналогичной компании). Согласно подходу Дж. Тобина центральный банк оказывает влияние на коэффициент q посредством изменения стоимости капитала (процентной ставки) и тем самым добивается изменения стимулов фирм к инвестированию.

го выпуска в экономике. Механизм был представлен ими как «черный ящик», т. е. как совокупность ненаблюдаемых эффектов, итерационно уравнивающих спрос на деньги и их предложение за счет эффектов прямой и обратной связи (spillover effects) между инструментами и целями центрального банка (рис. 1).

Наиболее известной работой монетаристского направления стала работа М. Фридмана [11], в которой показано, что использование денежными властями в качестве инструментов ДКП курса валюты, уровня цен или денежного агрегата выступает условием передачи влияния политики на параметры экономики. Не менее значительной стала работа К. Бруннера [8], где отмечалось, что качество механизма трансмиссии определяет эффективность ДКП (не наоборот). В таком понимании механизм денежной трансмиссии – это объективный процесс, сопровождающий все денежно-кредитные отношения.

Монетаристский подход, не предполагающий детализацию работы трансмиссионного механизма, со временем стал расцениваться как недостаточно информативный, и в 1990-е гг. развитие теории продолжилось в рамках новокейнсианского подхода и концепции множества каналов трансмиссии, формирующих цепи единого трансмиссионного механизма. В рамках новокейнсианского подхода механизм может быть представлен универсально для различных каналов (канала процентной ставки, валютного, кредитного, цен активов, балансового и иных), как показано на рис. 2. В результате процесс трансмиссии в рамках отдельного канала имеет два ключевых этапа: воздействие операционного показателя² центрального банка на промежуточный показатель (переменную канала трансмиссии) и воздействие промежуточного показателя на целевой показатель.

² Согласно решению совета директоров Банка России от 13 сентября 2013 г. в настоящее время операционным показателем и индикатором направленности денежно-кредитной политики Банка России является ключевая ставка процента. В соответствии с этим решением была сформирована современная архитектура трансмиссионного механизма, предполагающая приоритет канала процентной ставки. В условиях режима инфляционного таргетирования совершенствование работы механизма денежной трансмиссии остается важным компонентом макроэкономической повестки и регулярно находит отражение в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики» последних лет.

Инструменты ДКП	Механизм денежной трансмиссии («черный ящик»)	Цели ДКП
Ключевая ставка, валютные интервенции, операции на открытом рынке и другие инструменты в соответствии с режимом ДКП		Ценовая, финансовая стабильность, естественный уровень безработицы и другие цели в соответствии с мандатом ЦБ
Предложение денег		Спрос на деньги
↓↑ Эффекты прямой и обратной связи (spillover effects) ↑↓		

Рис. 1. Механизм денежной трансмиссии как «черный ящик» денежно-кредитной политики (монетаристский подход)



Рис. 2. Ключевые этапы механизма денежной трансмиссии (новокейнсианский «канальный» подход)

В настоящее время именно новокейнсианский подход используется национальными центральными банками, поскольку делает задачу изучения трансмиссионного механизма посредством моделей общего равновесия более прикладной, а задачу рассмотрения отдельных каналов посредством сателлитных моделей (т. е. моделей для отдельных секторов экономики) – более узкой [3].

³ Основной инструмент и индикатор направленности денежно-кредитной политики Банка России согласно решению совета директоров Банка России от 13 сентября 2013 г.

Новокейнсианский подход зарекомендовал себя как функциональный и позволяющий эффективно применять множество модельных комплексов для оценки качества работы каналов трансмиссии на различных этапах. К числу наиболее распространенных методов оценки трансмиссионного механизма ДКП относятся эмпирический (дескриптивный) метод, а также эконометрические сателлитные, структурные и полуструктурные модельные комплексы (таблица).

Представленные в таблице методы используются для идентификации монетарного

Эмпирические и эконометрические методы оценки работы механизма денежной трансмиссии и его отдельных каналов⁴

Метод	Особенности и ограничения метода	Пример
1. Дескриптивный анализ	<ul style="list-style-type: none"> • Экспертная идентификация монетарного шока и исчисление ошибки прогноза, которая выступает индикатором шока в сравнении с нормальным значением; • метод имеет ограниченные возможности определения интенсивности и продолжительности монетарного шока 	[10]
<i>Сателлитные модельные комплексы описания работы отдельных каналов трансмиссии</i>		
2. VAR-анализ	<ul style="list-style-type: none"> • Ограниченное количество анализируемых переменных, риск пропуска существенных переменных; расширение перечня переменных сопровождается снижением глубины лага либо продлением ряда; • риск смещения оценок и сверх-параметризации при большом количестве исследуемых лагов, неустойчивости оценок функций импульсного отклика 	[1]
• BVAR • SVAR	<ul style="list-style-type: none"> • Наложение ограничений на параметры модели при большом количестве лагов с целью решения проблемы сверх-параметризации; • учет экзогенных переменных внешних экономических условий; • учет связи не только переменных, но и шоков переменных 	[13]
• FAVAR	<ul style="list-style-type: none"> • Расчет агрегированных (ненаблюдаемых) факторов по методу главных компонент и включение их в модель в качестве эндогенных переменных; • значительное расширение количества анализируемых переменных и снижение проблемы эндогенности и смещения оценок; • учет постепенного изменения связи показателей во времени в случае подкласса TVP-FAVAR 	[2]
3. VECM-анализ	<ul style="list-style-type: none"> • Учет долгосрочной связи переменных и структурных сдвигов (метод используется в случае выявления коинтеграционных соотношений между переменными); • снижение возможности явной интерпретации полученных результатов 	[4]
4. Анализ микро-данных	<ul style="list-style-type: none"> • Возможность учета и анализа специфических переменных, например, несовершенной конкуренции, номинальных жесткостей, стимулов и рыночной власти отдельных (особенно крупных) экономических агентов и их поведения в ответ на монетарный импульс 	[6]
<i>Структурный и полуструктурный модельный комплекс агрегированного описания трансмиссии</i>		
5. MMT4-анализ	<ul style="list-style-type: none"> • Использование уравнений всех секторов экономики при сохранении большей гибкости, чем в рамках DSGE-анализа; • возможность сопоставления силы влияния отдельных каналов трансмиссии на целевой показатель 	[9]
6. DGE, DSGE-анализ	<ul style="list-style-type: none"> • Возможность исследования совокупности эффектов при снижении детализации параметров отдельных каналов трансмиссии; жесткость изначальных предпосылок о характере связи показателей; • зависимость результатов от калибровки параметров (подверженность избыточной стилизации) 	[7]

импульса и отклика целевых макроэкономических показателей (например, инфляции) на изменение переменной определенного канала трансмиссии, а также длительности этого отклика. Дескриптивный метод часто используется для формирования предварительной эмпирической гипотезы о наличии монетарного импульса. Структурные модельные конструк-

ции используются для анализа работы одновременно всех каналов трансмиссии, хотя и предполагают жесткие ограничения в виде предпосылок о характере связи между макроэкономическими переменными. Наконец, сателлитные модели используются для формального анализа отдельных каналов трансмиссии и, считается, обладают наибольшей прогнозной силой среди остальных методов.

Одновременно с функциональностью и разнообразием методов оценки новокейнси-

⁴ MMT (model of monetary transmission) – структурная либо полуструктурная модель механизма денежной трансмиссии.

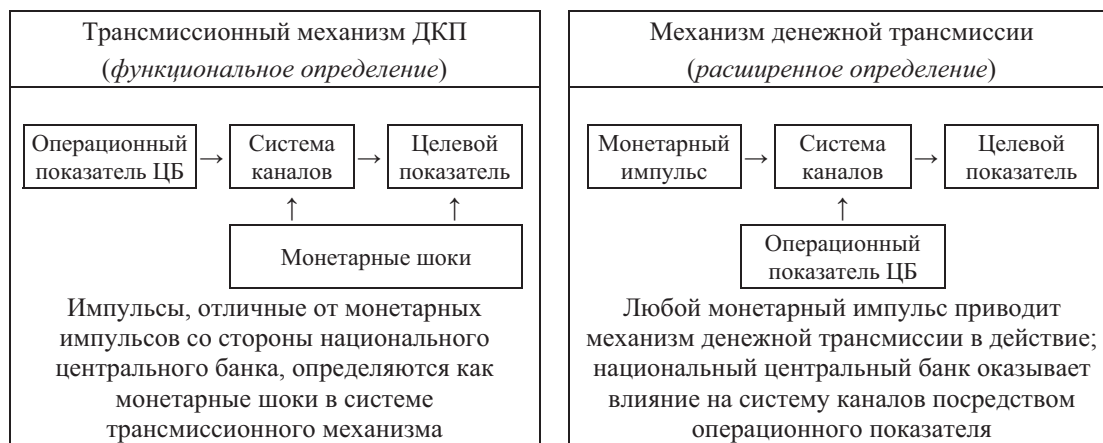


Рис. 3. Расширение функционального подхода к понятию трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

анский подход характеризуется продолжающейся детализацией каналов трансмиссии⁵, и спецификация нестандартных каналов остается затрудненной. К числу нестандартных каналов могут быть отнесены «каналы среды», такие как информационный канал [5] и канал ожиданий. «Каналы среды» оказывают влияние на работу всего механизма трансмиссии в целом, и качество их работы характеризуется слабо наблюдаемыми показателями.

К другой группе нестандартных каналов могут быть отнесены трансграничные каналы, такие как канал международного кредитования и канал принятия риска в активах, номинированных в иностранной валюте [13]. Сложность спецификации этих каналов заключается в том, что их действие может инициироваться за пределами национальной ДКП, в связи с чем они могут идентифицироваться как внешние монетарные шоки, а не элементы трансмиссионного механизма. При этом роль этих каналов усиливается с ростом финансовой открытости страны и либерализации режима ДКП, наблюдаемой, например, при переходе к режиму инфляционного таргетирования.

Возрастающая роль нестандартных каналов в системе трансмиссионного механизма может выступать основанием для расширения функционального определения механизма денежной трансмиссии, как показано на рис. 3.

Расширенный подход к понятию механизма денежной трансмиссии позволяет говорить о трансмиссионном механизме не только как о

результате национальной ДКП, но и как о безусловно существующей в экономике сети причинно-следственных связей между экономическими показателями, которые могут быть усилены или сдержаны национальным центральным банком в соответствии с приоритетами его политики. Расширение подхода позволяет обосновать необходимость включения в систему трансмиссионного механизма, например, факторов ожиданий и открытости экономики⁶, несмотря на то, что они не являются непосредственно подконтрольными национальному центральному банку. В результате подход позволяет учитывать и исследовать различные экзогенные монетарные импульсы в системе трансмиссионного механизма и при этом сохраняет преемственность исторически сформировавшейся концепции механизма денежной трансмиссии.

Заключение

В современных прикладных исследованиях и практике национальных центральных банков преимущественно применяется понятие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (далее – ТМ ДКП). ТМ ДКП – это процесс передачи импульса операционного показателя монетарного регулятора на другие показатели (как монетарные, так и немонетарные) в условиях действия множества экзогенных монетарных шоков. ТМ ДКП – это процесс, инициированный непосредственно центральным банком в рамках проводимой им монетарной политики. Решения монетарного регу-

⁵ В частности, в [6] приведен пример детализации механизма денежной трансмиссии до канала рационального кредита, канала ликвидности домохозяйств, неожиданного изменения уровня цен и др.

⁶ В частности, данные факторы включены в систему трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в работе [4, с. 5].

лятора выступают первоначальным монетарным импульсом, который расходуется по экономике, а прочие импульсы, неподконтрольные монетарному регулятору, относятся на монетарные шоки и учитываются отдельно.

Понятие механизма денежной трансмиссии (далее – МДТ) представляется более широким. Как показано в работах Дж. Кейнса, Дж. Тобина, К. Брунера и других авторов, МДТ осуществляется непрерывно и объективно как безусловный процесс передачи монетарного импульса от одного показателя к другому, характеризующий совокупность денежно-кредитных отношений в экономике. Подход МДТ не утверждает, что первоначальный импульс обязательно исходит от национального центрального банка, что позволяет говорить о трансмиссионном механизме не как о результате национальной ДКП, а как о безусловно существующей в экономике сети причинно-следственных связей между монетарными и реальными показателями, которые могут быть усилены или сдержаны монетарным регулятором в соответствии с приоритетами его политики.

С точки зрения прикладного анализа понятие ТМ ДКП по праву находит большее распространение в научных исследованиях, чем по-

нятие МДТ, поскольку методологически подразумевает отделение эффекта действий центрального банка от прочих эффектов и помогает дать количественную оценку эффективности национальной денежно-кредитной политики. Вместе с тем использование более широкого понятия механизма денежной трансмиссии оправдано при исследовании каналов среды и трансграничных каналов, поскольку способствует включению в рассмотрение эндогенных по отношению к национальному центральному банку эффектов, составляющих основу данных каналов.

Источник финансирования

Статья подготовлена в рамках выполнения научно-исследовательской работы государственного задания РАНХиГС.

Благодарности

Автор выражает благодарность анонимному рецензенту за ценные замечания.

Конфликт интересов

Автор декларирует отсутствие явных и потенциальных конфликтов интересов, связанных с публикацией настоящей статьи.

Библиографический список

1. *Банк России*. О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки // Издания Банка России. 2017. № 7 (19). 51 с.
2. *Борзых О.* Канал банковского кредитования в России: оценка с помощью TVP-FAVAR модели // Прикладная эконометрика. 2016. Т. 43. С. 96–117.
3. *Могилат А.* Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализе в Банке России // Деньги и кредит. 2017. № 9. С. 3–9.
4. *Пономарев Ю., Трунин П., Улюкаев А.* Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России // Вопросы экономики. 2014. № 3. С. 21–35.
5. *Синельникова-Мурылева Е., Ульянкин Ф.* Эволюция взглядов на каналы денежно-кредитной трансмиссии / Е. Синельникова-Мурылева // Экономическое развитие России. 2016. Т. 23, № 10. С. 17–22.
6. *Синяков А., Чернядьев Д., Сапова А.* Оценка эффекта переноса валютного курса рубля в цены производителей конечной продукции на микро-данных российских компаний // Журнал новой экономической ассоциации. 2019. № 1. С. 128–157.
7. *Шульгин А.* Два типа шоков монетарной политики в DSGE-модели, оцененной для России // Журнал новой экономической ассоциации. 2017. № 1 (33). С. 75–115.
8. *Brunner K.* The report of the commission of money and credit // Journal of political economy. 1961. Vol. 69. P. 605–620.
9. *Chmielewski T., Kapuściński M., Kocięcki A., Łyziak T., Przystupa J., Stanisławska E., Wróbel E.* Monetary transmission mechanism in Poland // NBP Working Paper. 2017. – № 286. 74 p.
10. *Fiore F.* The transmission of monetary policy in Israel // IMF Working paper. 1998. 45 p.
11. *Friedman M.* The role of monetary policy // The American Economic Review. 1968. Vol. 58. 17 p.
12. *Hume J.* Of interest, political disclosures, part II, essay IV // Indianapolis: liberty fund. 1752. P. 1–6.
13. *Rey H.* International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma // NBER Working Paper. 2016. № 21852. 40 p.
14. *Tobin J.* Monetary policies and the economy – the transmission mechanism // Cowles foundation discussion paper. 1977. Vol. 456. 21 p.

Гребенкина Алина Михайловна, младший научный сотрудник, Центр изучения проблем центральных банков, ИПЭИ РАНХиГС, Москва, Российская Федерация
E-mail: grebenkina-am@ranepa.ru
ORCID ID: 0000-0002-7264-5399

Поступила в редакцию 04.08.2019

Подписана в печать 10.09.2020

Evolution of approaches to the concept of monetary transmission mechanism

A. M. Grebenkina^{1✉}

¹ Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), 84, Vernadskogo pr., 119571, Moscow, Russian Federation

Cite as: Grebenkina, A. M. (2020). Evolution of approaches to the concept of monetary transmission mechanism. *Proceedings of Voronezh State University, Series: Economics and Management*. 3, 5–13. (In Russ., abstract in Eng.) DOI: 10.17308/econ.2020.3/3098

Importance. The article examines evolution of the concept of the monetary transmission mechanism in a broad and narrow sense in a view of economic thought development and of empirical and econometric analysis improvement.

Objectives. The article aims to provide an overview of historical and modern approach to the definition and analysis of monetary transmission mechanism and its channels.

Methods. To achieve the goal, the article uses descriptive method of analysis, aggregation of historical and modern concepts of monetary transmission mechanism and its formal systematization.

Conclusions. The article shows that modern approach to the analysis of the monetary transmission mechanism has pronounced functional grounds and allows to apply a wide range of research methods. At the same time, the process of channels particularization and emerging role of global, supranational channels may lead to extension of the monetary transmission mechanism concept in general.

Key words: transmission mechanism, monetary policy, channels of monetary transmission.

Source of Financing

The reported study was supported by author's own resources.

Conflict of Interest

The author declares the absence of obvious and potential conflicts of interest related to the publication of this article.

Acknowledgement

The author is grateful to the anonymous reader for the valuable feedback.

References

1. Bank of Russia. (2017) [Talking trends]. *Bank of Russia Bulletin*. 7, 1-51. (In Russ.).
2. Borzykh, O. (2016) [Bank lending channel in Russia: a TVP-FAVAR approach]. *Prikladnaya ekonomika*. 43, 96-117. (In Russ.).
3. Mogilat, A. (2017) [Overview of monetary policy transmission mechanism channels and instruments of their analysis in the Bank of Russia]. *Dengi I kredit*. 9, 70-84. (In Russ.).
4. Ponomarev, Yu., Trunin, P. & Ulyukaev, A. (2014) [Exchange rate pass-through in Russia]. *Voprosy Ekonomiki*. 3, 21-35. (In Russ.).
5. Sinelnikova-Muryleva, E. & Ulyankin, Ph. (2016) [Evolution of approaches to the channels of monetary transmission]. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii*. 10, 17-22. (In Russ.).
6. Sinyakov, A., Chernyadyev, D. & Sapova, A. (2019) [Estimating the exchange rate pass-through effect on producer prices of final products based on micro-data of Russian companies]. *Journal of the New economic association*. 1, 128–157. (In Russ.).
7. Shulgin, A. (2017) [Two-dimensional monetary policy shocks in DSGE-model estimated for Russia]. *Journal of the New economic association*. 1, 75-115. (In Russ.).
8. Brunner, K. (1961) The report of the commission of money and credit. *Journal of political economy*. 69, 605-620.

9. Chmielewski, T., Kapuściński, M., Kocięcki, A., Łyziak, T., Przystupa, J., Stanisławska, E. & Wróbel, E. (2017) Monetary transmission mechanism in Poland. *NBP Working Paper*. 286, 74.
10. Fiore, F. The transmission of monetary policy in Israel. *IMF Working paper*. 1-45.
11. Friedman, M. (1968) The role of monetary policy. *The American Economic Review*. 58, 1-17.
12. Hume, D. (1752) *Of interest, political disclosures*, part II, essay IV. Indianapolis: liberty fund.
13. Rey, H. (2016) International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma. *NBER Working Paper*. 21852, 1-40.
14. Tobin, J. (1977) Monetary policies and the economy – the transmission mechanism. *Cowles foundation discussion paper*. 456, 1-21.
-

Alina M. Grebenkina, junior researcher of Center for the Study of Central Banks, RANEPА, Moscow, Russian Federation
E-mail: grebenkina-am@ranepa.ru
ORCID ID: 0000-0002-7264-5399

Received 04.08.2019
Accepted 10.09.2020