

1) В экономической теории общий вид каналов трансмиссии ДКП

- выпуск  $Y = Y(I)^+$ ,  $I = I(i-\pi)^-$ ,  $(i-\pi) = f(M)^-$
- инфляция  $\pi = \pi(Y-Y^*)^+$ , полагается  $\pi = \pi(M)^+$

2) В эмпирических исследованиях

- подтвержден вывод об эффективности стимулирующей ДКП в части увеличения выпуска
- для больших выборок подтверждается эффективность сдерживающей ДКП (повышение ставок) для сдерживания инфляции, однако в противоречие с теорией вступает наблюдавшаяся в отдельные периоды ситуация снижения инфляции при снижении процентных ставок
- открытым остается вопрос о риске возникновения стагнации и длительной рецессии в результате проведения жесткой ДКП

3) В практике центральных банков

Признано наличие компромисса целей экономической рост – инфляции, основной инструмент («передаточный механизм») – краткосрочная процентная ставка.

Общая модель экономики (неокейнсианский подход)

$$y_t = \beta_1 y_{t-1} - \beta_2 (i_{t-1} - \pi_{t/t-1})_t + \beta_3 y_t^* + \beta_4 x_t + \varepsilon_t^y \quad (1)$$

$$\pi_t = \alpha_1 \pi_{t-1} - \alpha_2 y_{t/t-1} + \alpha_3 e_t + \alpha_4 \pi_{t-1}^* + \varepsilon_t^\pi \quad (2)$$

$$\text{при } \pi_t = (1 - \lambda) \pi_t^N + \lambda \pi_t^T \quad (3)$$

$$\text{и } \pi_t^T = (1 - k) \pi_{t-1}^T + k(\pi_t^* + \Delta e_t) \quad (4)$$

$$e_t = e_{t+1/t} - i_t + i_t^* + v_t \quad (5)$$

$$g_t = e_t + p_t^* - p_t \quad (6)$$

$$i_t = \gamma_0 i_{t-1} + \gamma_1 (\pi_t - \hat{\pi}_t) + \gamma_1 y_t \quad (7)$$

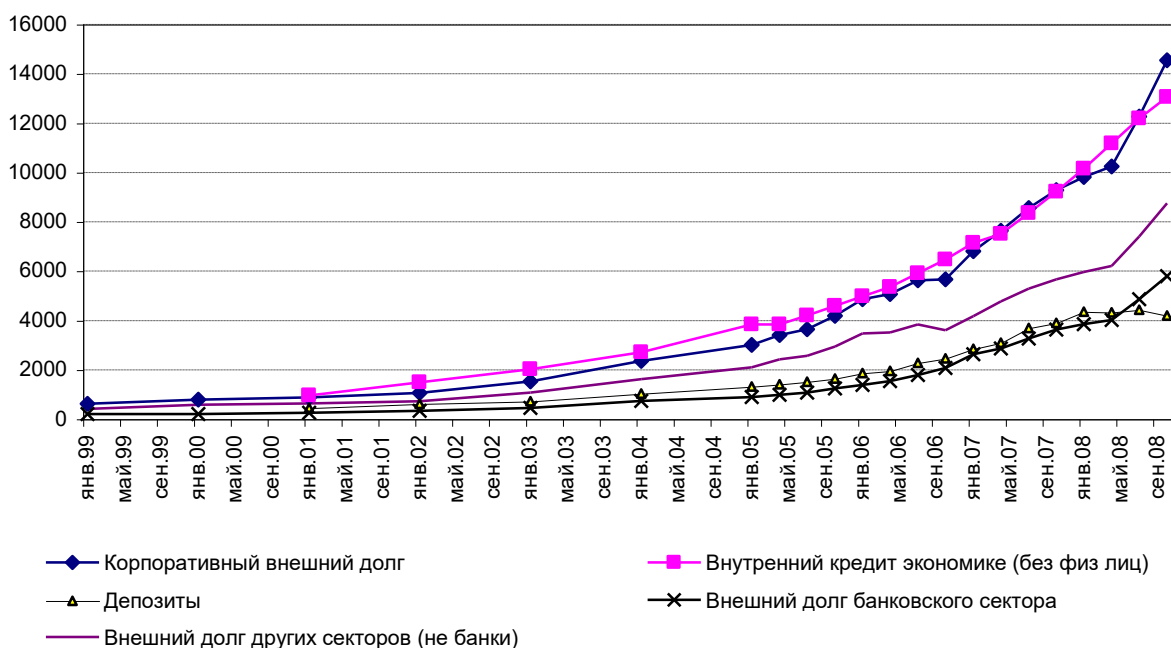
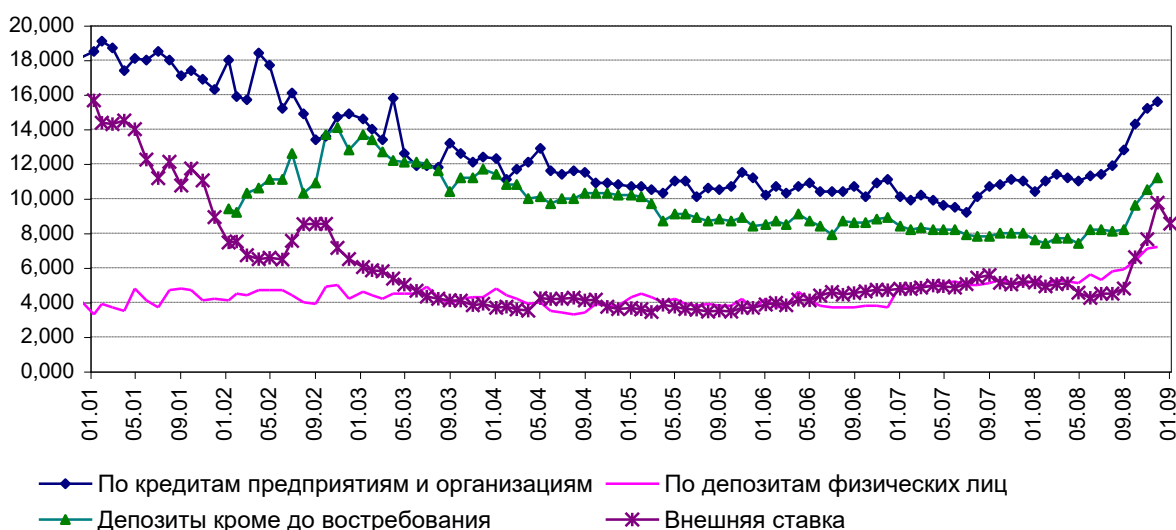
Где  $y$  – геп выпуска,  $\pi$  – инфляция (где индекс  $N$  отмечает внутреннюю инфляцию, а  $T$ - темп роста цен импортных товаров),  $e$  – номинальный валютный курс,  $g$  – реальный курс,  $v$  – страновая премия за риск; переменные со знаком \* - показатели внешнего мира.

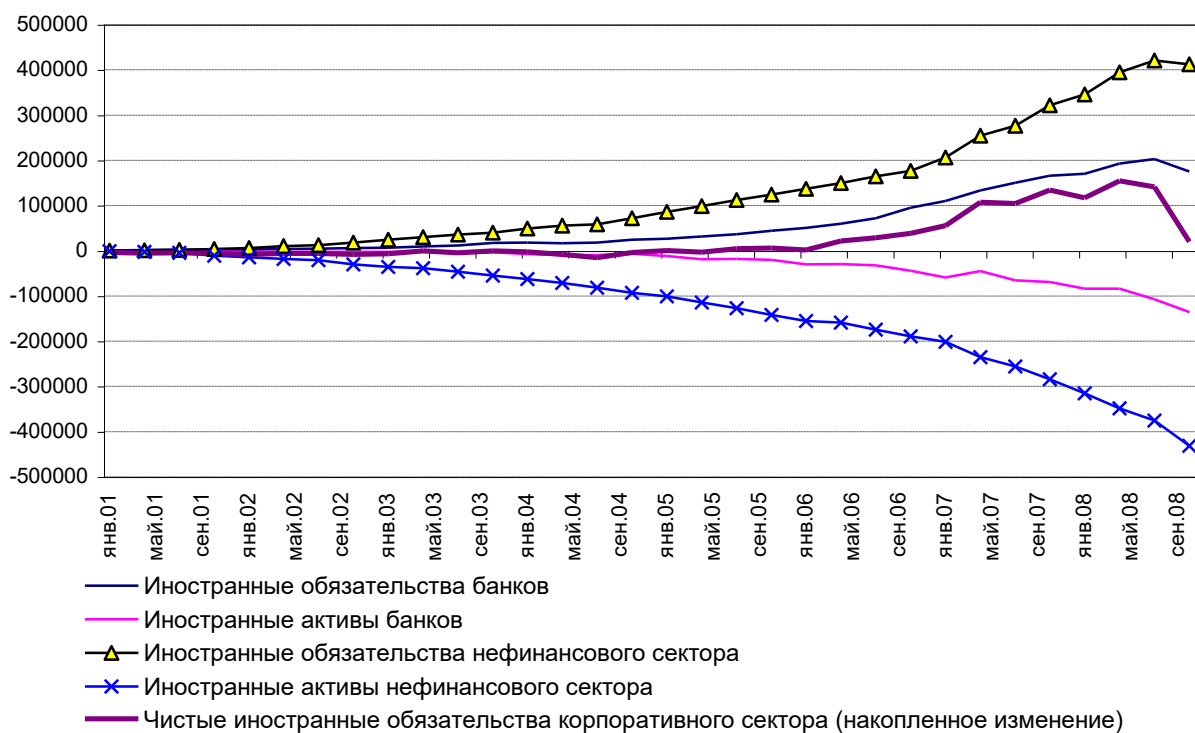
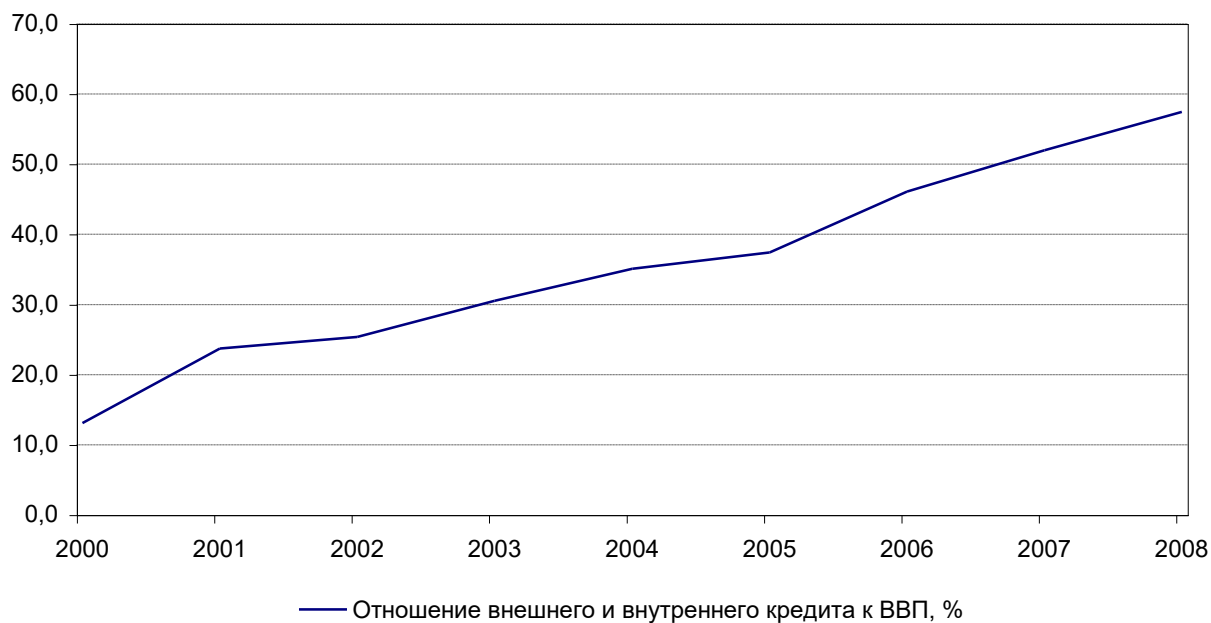
Экономика с фиксированным курсом – не выполняется (7) (правило ДКП) и (5). «Сдерживание» номинального курса приводит к расхождению внешних и внутренних условий заимствования.

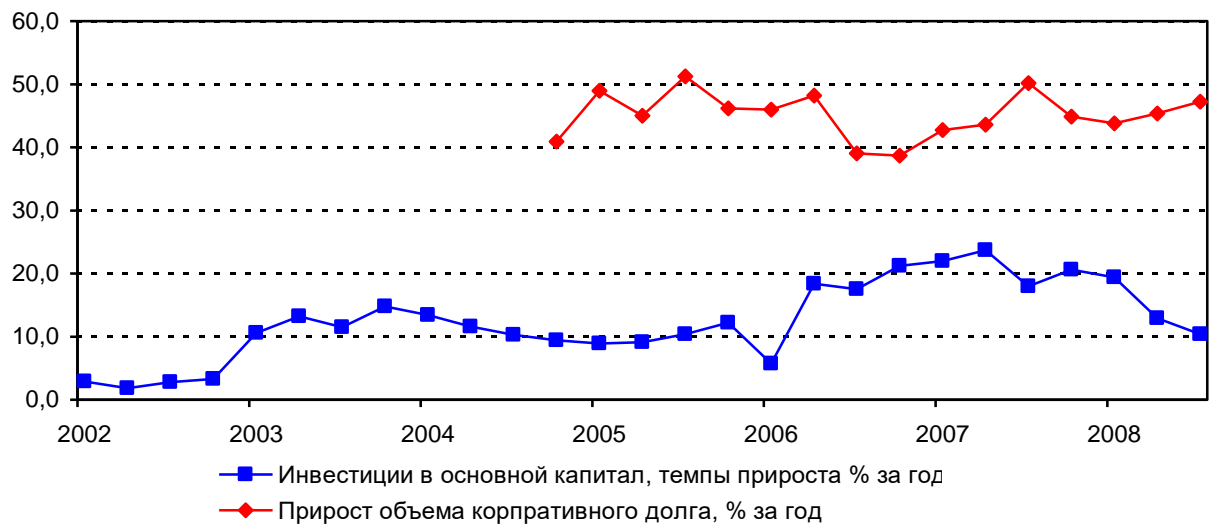
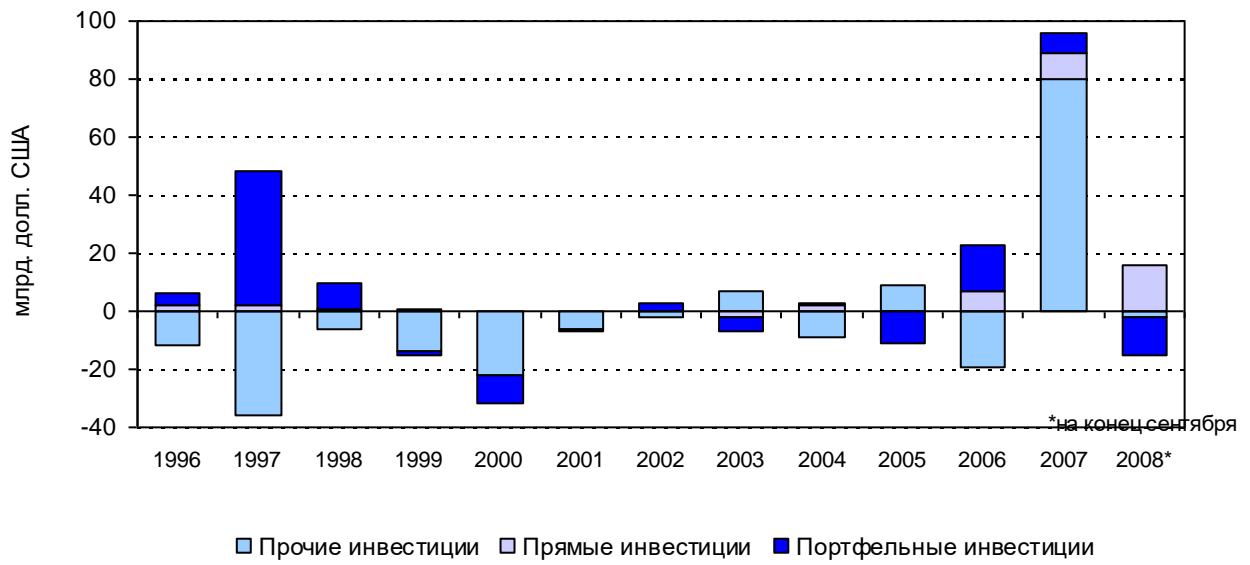
$$I_t^{for} = F(\Delta e_{t+1/t} + i_t^* + v_t - i_t)$$

При положительном сальдо текущего счета платежного баланса и снижении страновой риск премии результатом управления курсом стало получение **«льготных» условий кредитования** за рубежом. В подобной ситуации повышение внутренней процентной ставки ЦБ будет давать эффект расширения кредитования, вместо его сужения в соответствии с теорией.

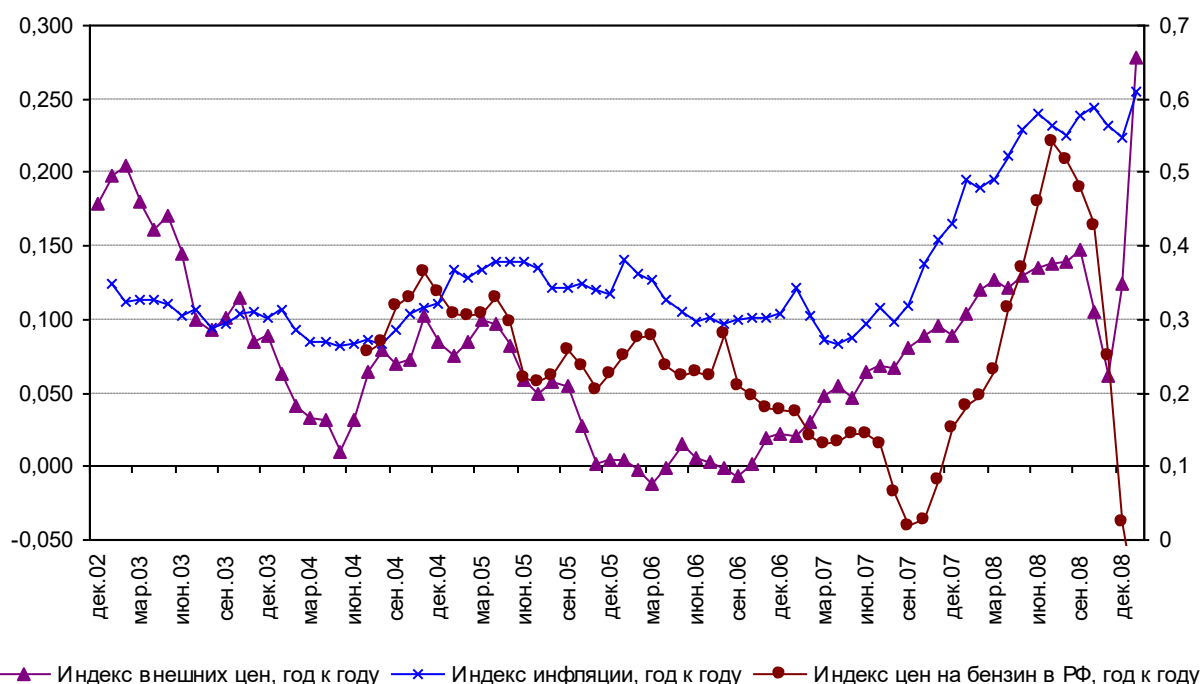
### Россия и внешний мир







### 3) Выявление фактором инфляционной динамики



**INF** – изменение индекса потребительской инфляции, год к году

**IMP\_PRICES** – изменение индекса импортных цен (индексы цен стран-торговых партнеров\*индекс номинального курса рубля к иностранным валютам)

**KRED\_IND** – индекс «кредитной нагрузки» (изменение ставки процента по кредитам организациям взвешенная на доля кредита в выпуске)

Dependent Variable: INF

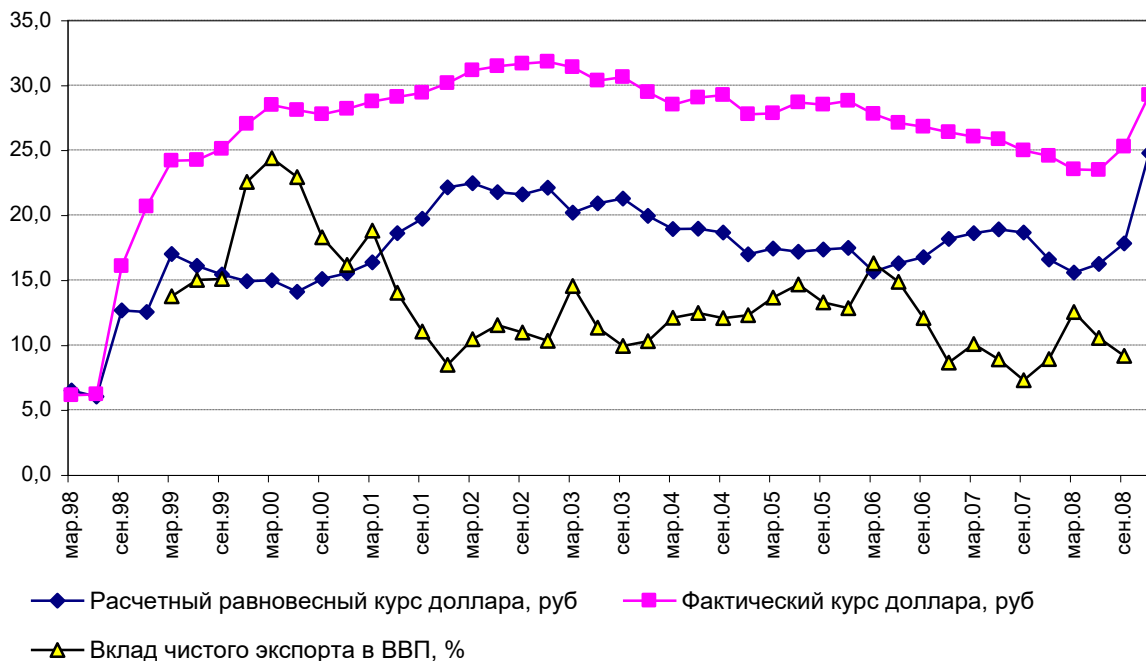
Method: Least Squares

Sample(adjusted): 19 73

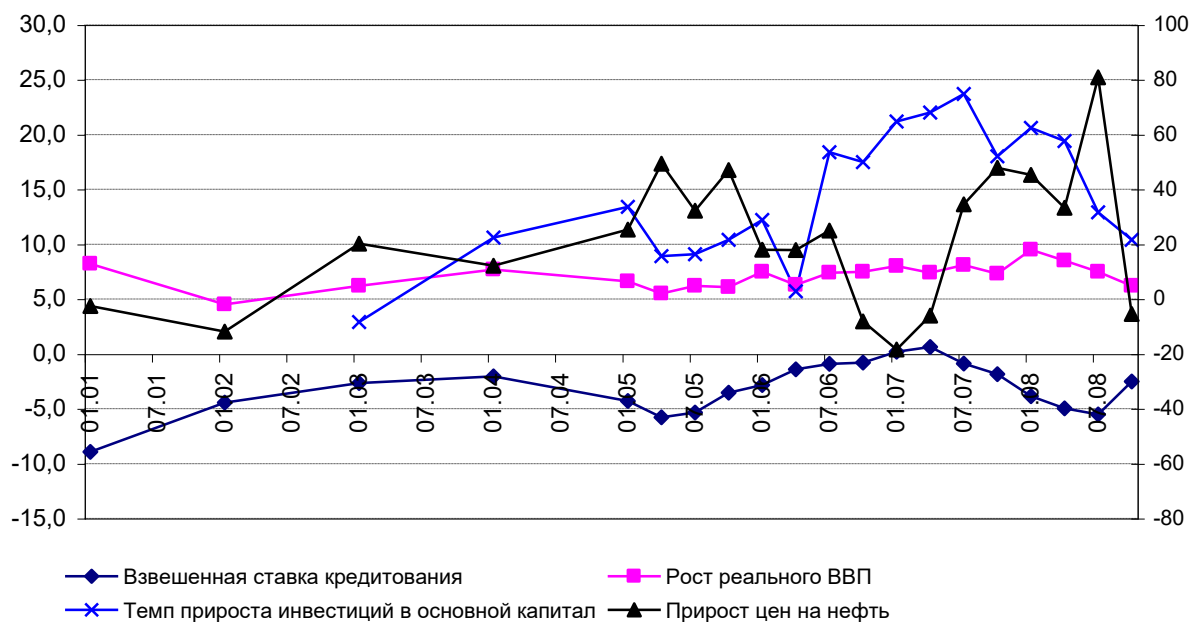
Included observations: 55 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IMP_PRICES (-4)	0.865793	0.122900	7.044722	0.0000
GAZOLIN	0.232398	0.035504	6.545699	0.0000
KRED_IND(-1)	0.067269	0.005727	11.74648	0.0000
C	-0.322330	0.020050	-16.07649	0.0000
R-squared	0.917098	Mean dependent var		0.013196
Adjusted R-squared	0.912222	S.D. dependent var		0.098010
S.E. of regression	0.029038	Akaike info criterion		-4.170485
Sum squared resid	0.043003	Schwarz criterion		-4.024497
Log likelihood	118.6883	F-statistic		188.0625
Durbin-Watson stat	1.709631	Prob(F-statistic)		0.000000

#### 4) Оценка эффекта управления курсом



#### 5) Факторы динамики ВВП



**REAL\_GDP** – темп роста ВВП в реальном выражении за год

**OIL** – прирост цен на нефть (выраженных в долларах), % за год

**RATE** - реальная взвешенная (по внешним и внутренним займам) ставка кредитования, % годовых

Dependent Variable: REAL\_GDP  
 Sample(adjusted): 2 20  
 Included observations: 19 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OIL	0.520166	0.156803	3.317315	0.0044
RATE(-1)	0.312975	0.099325	3.151016	0.0062
C	6.465712	0.539362	11.98771	0.0000
R-squared	0.547720	Mean dependent var	7.052632	
Adjusted R-squared	0.491185	S.D. dependent var	1.159199	
S.E. of regression	0.826872	Akaike info criterion	2.601604	
Sum squared resid	10.93946	Schwarz criterion	2.750726	
Log likelihood	-21.71524	F-statistic	9.688155	
Durbin-Watson stat	1.873292	Prob(F-statistic)	0.001751	

Противоречие: обнаруживается положительная зависимость роста выпуска и реальной процентной ставки

### **Текущие выводы по результатам расчетов:**

1. Основной «рычаг» трансмиссии ДКП в России – управляемый валютный курс
2. С 2006 года в России наблюдается кредитная экспансия при практически стабильных внутренних процентных ставках. Объемы заимствований опережали темпы роста производства в России, повышая инфляционные риски и спекулятивные факторы на рынках активов и товарных рынках.
3. В силу курсового режима высоко влияние внешних факторов как на инфляционный процесс, так и на темпы роста экономики. Данное обстоятельство определило повышенную уязвимость экономики к внешнему шоку.