

Оценка влияния монетарных шоков больших экономик на основные российские макропоказатели

Заявка № 1303061

В 1960-х гг. Манделлом и Флемингом [3; 6] была сформулирована макроэкономическая трилемма, согласно которой любое государство вынуждено выбирать комбинацию двух пунктов из трех: режима фиксированного валютного курса, который может снижать издержки международной торговли, независимой денежно-кредитной политики, позволяющей устанавливать собственные процентные ставки и добиваться внутренних целей по инфляции и/или выпуску, и свободного движения капитала, способствующего эффективному распределению ресурсов. Трилемма неоднократно подтверждалась на исторических данных [2; 4; 7].

Но в 2015 г. Э. Рей формулирует тезис о превращении трилеммы в дилемму, согласно которой независимая денежно-кредитная политика возможна только при контроле за движением капитала ввиду существования глобального финансового цикла и действия каналов международной трансмиссии монетарных шоков [9]. Данный тезис подтверждается в работах [5; 8].

Целью данного исследования является оценка трансмиссии монетарных шоков больших экономик (США, Еврозоны и Китая) на российскую экономику. Для этого рассчитываются индексы трилеммы, согласно методологии [2], и проводится оценка работоспособности кредитного и портфельного каналов на основе макро- и микроподхода в условиях смены режима валютного курса и введения санкций. Данные события должны усилить монетарную независимость России.

Кредитный канал на макроуровне тестируется на выборках 2008q1-2020q1 и 2008q1-2022q1 (периоды обусловлены доступностью данных, изменением трансмиссионного механизма из-за коронавируса и усилением санкционного давления на Россию) следующим образом:

$$c_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta index_t + \beta_2 rr_t \cdot \Delta index_t + \beta_3 \Delta keyrate_t + \beta_4 rr_t \cdot \Delta keyrate_t + \beta_5 x_{t-1} + \beta_6 y_{t-1} + \epsilon_t,$$

где c_t — изменение доли внутренних кредитов к ВВП РФ, $\Delta index_t$ — волатильность композитного фондового индекса (VIX — для США, Индекс Шанхайской фондовой биржи SSEС — для Китая и Euronext 100 — для Еврозоны), $\Delta keyrate_t$ — изменение ключевой ставки процента большой экономики (в случае Китая используется lending rate), rr_t — переменная, отвечающая за режим валютного курса, определяется де юре (0 — до 2014q4, 1 — после) или де факто через индекс стабильности валютного курса, x_{t-1} — лаг темпа роста реального ВВП РФ, y_{t-1} — лаг индекса глобальной реальной экономической активности как прокси темпа роста мирового ВВП.

Для портфельного канала на макроуровне на выборках 2008q1-2020q1, 2008q1-2022q1 и 2000q1-2023q2 используется следующая спецификация:

$$s_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta index_t + \beta_2 rr_t \cdot \Delta index_t + \beta_3 \Delta keyrate_t + \beta_4 rr_t \cdot \Delta keyrate_t + \beta_5 x_{t-1} + \beta_6 y_{t-1} + \epsilon_t,$$

где s_t — рост индекса Мосбиржи.

Для оценки работоспособности каналов тестируются гипотезы о значимости коэффициентов β_1 и β_3 до 2014q4 и сумм коэффициентов $\beta_1 + \beta_2$ и $\beta_3 + \beta_4$ после смены режима валютного курса при использовании режима валютного курса де юре и наоборот — при де факто.

На микро- (банковском) уровне оценки производятся на выборке 2004q1-2020q1 и двух подвыборках: 2004q1-2014q4 и 2014q4-2020q1 в зависимости от режима валютного курса в России, согласно [1]:

$$\begin{aligned}
 loans_{it} &= \sum_{k=0}^3 \alpha_k channel_{i,t-k} \cdot mp_{t-k} + \beta channel_{i,t-4} + \gamma_1 ta_{i,t-1} \\
 &+ \gamma_2 core_{i,t-1} + \gamma_3 tier_{i,t-1} + u_i + \nu_t + \epsilon_{it}, \\
 channel &= \begin{cases} \frac{\text{зарубежные обязательства}}{\text{совокупные активы}} (\text{прокси кредитного канала}), \\ \frac{\text{ликвидные активы}}{\text{совокупные активы}} (\text{прокси портфельного канала}), \end{cases}
 \end{aligned}$$

где $loans$ — выданные кредиты, mp — шок денежно-кредитной политики большой экономики, ta — совокупные активы, $core$ — отношение депозитов к совокупным пассивам, $tier$ — отношение капитала банка к его совокупным активам, u — эффекты банка, ν — эффекты квартала, ϵ — случайная ошибка.

Работоспособность канала оценивается на основе значимости $\sum_k \alpha_k$.

Для проверки робастности результатов приводятся оценки общих моделей, включающих одновременно монетарные шоки США, Китая и Еврозоны, как на макроуровне, так и на уровне банков.

Так, сопоставление результатов на макро- и микроуровнях позволяет сделать следующие выводы. Кредитный и портфельный каналы передачи монетарных шоков из США работают при фиксированном валютном курсе и не работают при плавающем. Кредитный канал из Еврозоны не работает на всей выборке, портфельный — требует уточнения, результаты будут получены к конференции. Кредитный канал передачи китайских монетарных шоков перестает действовать при плавающем валютном курсе. Следовательно, полученные результаты расходятся с тезисом Рей о превращении трилеммы в дилемму в случае России.

Источники и литература

- 1) Круглова А., Ушакова Ю., Стырин К. Трансмиссия шоков иностранной денежно-кредитной политики в малую открытую экономику в условиях структурных изменений на примере России // Серия докладов об экономических исследованиях, 2018.
- 2) Aizenman J., Chinn M. D., Ito H. The “impossible trinity” hypothesis in an era of global imbalances: Measurement and testing // Review of International Economics. — 2013. Т.21. No 3. С. 447–458.
- 3) Fleming J. M. Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. Staff Papers, 1962, Т. 9. С. 369-380.
- 4) Mandilaras A. S. The international policy trilemma in the post-Bretton Woods era // Journal of Macroeconomics, 2015. Т. 44. С. 18–32.
- 5) Miranda-Agrippino S., Rey H. US monetary policy and the global financial cycle // The Review of Economic Studies, 2020. Т. 87. No. 6. С. 2754-2776.
- 6) Mundell R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates // Canadian Journal of Economics and Political Science, 1963. Т. 29. No. 4. С. 475-485.
- 7) Obstfeld M., Shambaugh J. C., Taylor A. M. The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility // Review of Economics and Statistics, 2005. Т. 87. No 3. С. 423–438.
- 8) Passari E., Rey H. Financial Flows and the International Monetary System, Economic Journal, 2015, No. 125. С. 675–698.
- 9) Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence // National Bureau of Economic Research, 2015. No. w21162.