

Влияние режимов денежно-кредитной политики на скорость посткризисного восстановления.

Цель: оценить скорость восстановления экономики в зависимости от поддерживаемого в стране режима монетарной политики.

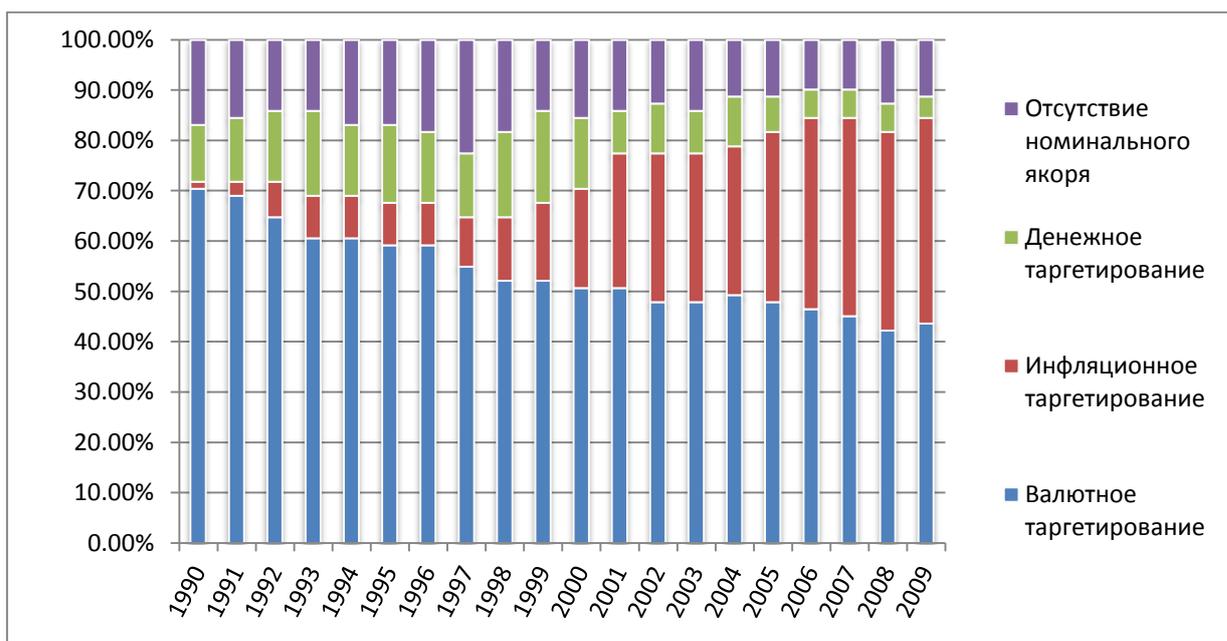
Задачи:

1. Проанализировать результаты работ по данной тематике
2. Собрать необходимые для анализа статистические данные
3. Сравнить результаты, полученные на основе анализа динамики ключевых макроэкономических показателей в предкризисный и посткризисный периоды в странах, сгруппированных по режимам денежно-кредитной политики.
4. Сделать выводы относительно различий в реакции на кризисы стран с различными режимами монетарной политики.

Классификация режимов денежно-кредитной политики

Режим денежно-кредитной политики	Номинальный якорь
Таргетирование обменного курса (валютное таргетирование)	Курс национальной валюты (валютный комитет, традиционная фиксация, ползучая привязка, валютный коридор)
Таргетирование инфляции	Целевые среднесрочные показатели инфляции
Монетарное таргетирование	Темп роста денежных агрегатов (M1, M2 или M3)
Денежно-кредитная политика без явного номинального якоря	Денежные власти не принимают на себя обязательств по достижению конкретных значений номинальных показателей

Эволюция режимов кредитно-денежной политики



Источник: Roger (2010), De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks

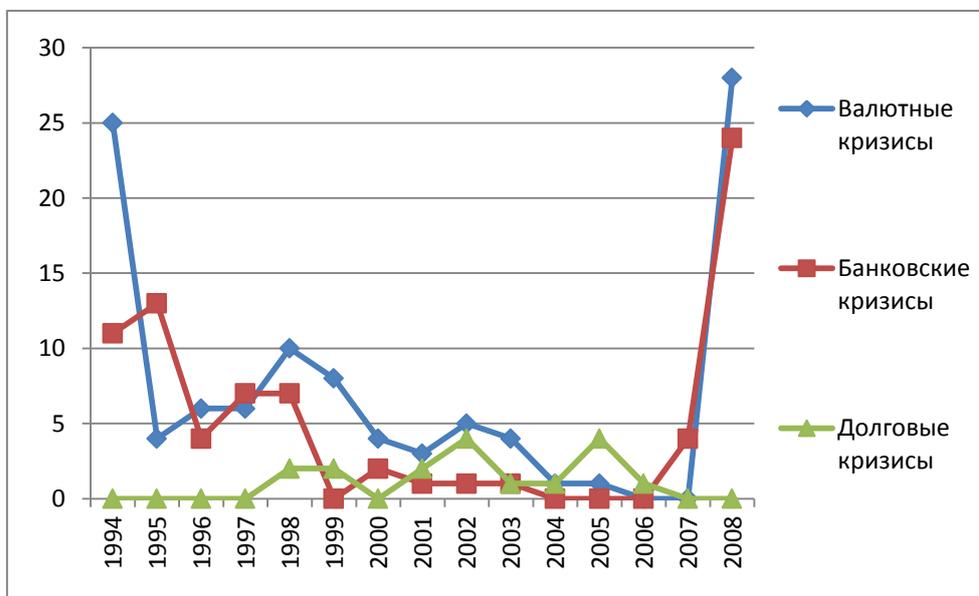
Преимущества и недостатки различных режимов кредитно-денежной политики.

Режим ДКП.	Преимущества	Недостатки
Валютное таргетирование	<ul style="list-style-type: none"> • Позволяет привязать внутренние темпы роста цен к темпам роста цен торгуемых товаров, что вносит непосредственный вклад в снижение инфляции. • Сокращает или ограничивает валютный риск, что приводит к расширению финансового рынка, к увеличению инвестиций и экономическому росту. • Помогает решить проблему временной несогласованности. • Прозрачные цели. 	<ul style="list-style-type: none"> • Потеря независимости кредитно-денежной политики. • Уязвимость к шокам в стране-якоре. • Повышает вероятность спекулятивных атак на национальную валюту. • Чувство защищенности от валютного риска, может поощрять практику нехеджируемого несоответствия валют активов и пассивов. • В случае низкого доверия к действиям центрального банка по удержанию национальной валюты увеличивает инфляционные ожидания (исключения составляют жесткие режимы привязки).
Монетарное таргетирование	<ul style="list-style-type: none"> • Позволяет центральному банку использовать монетарную политику для преодоления внутренних проблем. • Помогает решить проблему временной несогласованности. • Жесткий контроль над денежной массой чаще всего несовместим с монетизацией долга, что оказывает определенное дисциплинирующее воздействие на налогово-бюджетную политику. 	<ul style="list-style-type: none"> • Необходимо наличие сильной и устойчивой связи между целевыми ориентирами. • Динамика выбранного денежного агрегата должна полностью контролироваться денежными властями. • Темпы роста выпуска и занятости нестабильны
Инфляционное таргетирование	<ul style="list-style-type: none"> • Позволяет центральному банку использовать монетарную политику для преодоления внутренних проблем. • Стабильность взаимосвязи между денежной массой и инфляцией не имеет критического значения для достижения успеха. • Прозрачные цели • Повышает ответственность монетарных властей за проводимую политику. 	<ul style="list-style-type: none"> • Продолжительный лаг между действиями денежных властей и изменением темпов роста цен • Узкий круг целей.
Отсутствие номинального якоря	<ul style="list-style-type: none"> • Позволяет центральному банку использовать монетарную политику для преодоления внутренних проблем. • Не предполагает стабильной взаимосвязи между инфляцией и денежной массой. • Успешное применение в США 	<ul style="list-style-type: none"> • Отсутствие прозрачности в действиях денежных властей • Сильной зависимости от предпочтений лиц, возглавляющих центральный банк • Низкая степень подотчетности

Режим ДКП	Направление исследований	Работы	Результаты
Таргетирование обменного курса	Скорость восстановления экономики	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Moreno.2000</i> • <i>Смирнов С. 2010</i> 	<p>Для стран с режимом валютного таргетирования после кризиса темпы инфляции выше, а темпы экономического роста ниже, чем в странах с плавающим курсом.</p> <p>Выбор валютной политики не влияет на темпы промышленного производства</p>
	Частота возникновения кризисов	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Bubula and Otker-Robe. 2003</i> • <i>Esaka T. 2010</i> 	Фиксация валютного курса повышает подверженность экономики кризисам
	Влияние на макро-экономические показатели.	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. 2003</i> • <i>Coudert, Dubert. 2005</i> • <i>Nelson, Lee, Sokolov. 2008</i> 	Положительный эффект фиксированного валютного курса в процессе снижения инфляции
Таргетирование инфляции	Скорость восстановления экономики	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Armand Fouejieu A. 2012</i> • <i>Irineu de Carvalho Filho. 2010</i> 	<p>Страны использующие инфляционное таргетирование лучше справляются с колебаниями уровня инфляции, но не отличаются от стран применяющих другие режимы темпами роста ВВП.</p> <p>Страны с инфляционным таргетированием демонстрируют более высокие темпы посткризисного восстановления промышленного производства и рынка труда.</p>
	Частота возникновения кризисов	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Kumhof, Li, Yan. 2007</i> 	Наиболее устойчивым к спекулятивным атакам является денежное таргетирование, затем идет инфляционное таргетирование и режим фиксированного валютного курса
	Влияние на макро-экономические показатели.	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Bernanke, Laubach, Mishkin and Posen. 1999</i> • <i>Rose 2006</i> • <i>Lin 2010</i> • <i>Ball, Sheridan 2005</i> 	<p>Инфляционное таргетирование позволяет снизить уровень цен по сравнению с прогнозом, основанным на данных до момента перехода к новому режиму.</p> <p>Таргетирование инфляции связано с более низкой волатильностью обменных курсов и более высоким уровнем накопления резервов для развивающихся стран.</p> <p>Не выявлено.</p>
Монетарное таргетирование	Скорость восстановления экономики		
	Частота возникновения кризисов	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Kumhof, Li, Yan. 2007</i> 	Наиболее устойчивым к спекулятивным атакам является денежное таргетирование, затем идет инфляционное таргетирование и режим фиксированного валютного курса

Классификация финансовых кризисов за период с 1995 по 2009 год.

- Валютные кризисы 1994-1996 годов (в основном в европейских странах)
- Двойные кризисы 1997-2006 годов вызванные проблема в банковском секторе или ростом внешнего долга
- Кризис 2008-2009 годов.



Источник: Laeven and Valencia 2008, Demirguc-Kunt, Detragiache, 2005, Bubula and Otker-Robe. 2003

Бюджетная дисциплина

Причины усиления бюджетной дисциплины при использовании инфляционного таргетирования.

- Отсутствие фискального доминирования
- Эффект Оливера-Танзи
- Применение режима свободного плавания обменного курса.

Lucotte, Y. 2012. "Adoption of inflation targeting and tax revenue performances in emerging market economies: an empirical investigation.

Данные: 30 развивающихся стран, 13 из которых используют таргетирование инфляции.

Период: 1980-2004 год

Панельные данные.

Результаты: государственные доходы выше при использовании режима инфляционного таргетирования

Tapsoba, R., 2010. Does Inflation targeting Improve Fiscal Discipline? An Empirical Investigation, CERDI, Etudes et Document E 2010.20.

Данные: 58 стран (как развитых, так и развивающихся), 22 из которых используют таргетирование инфляции.

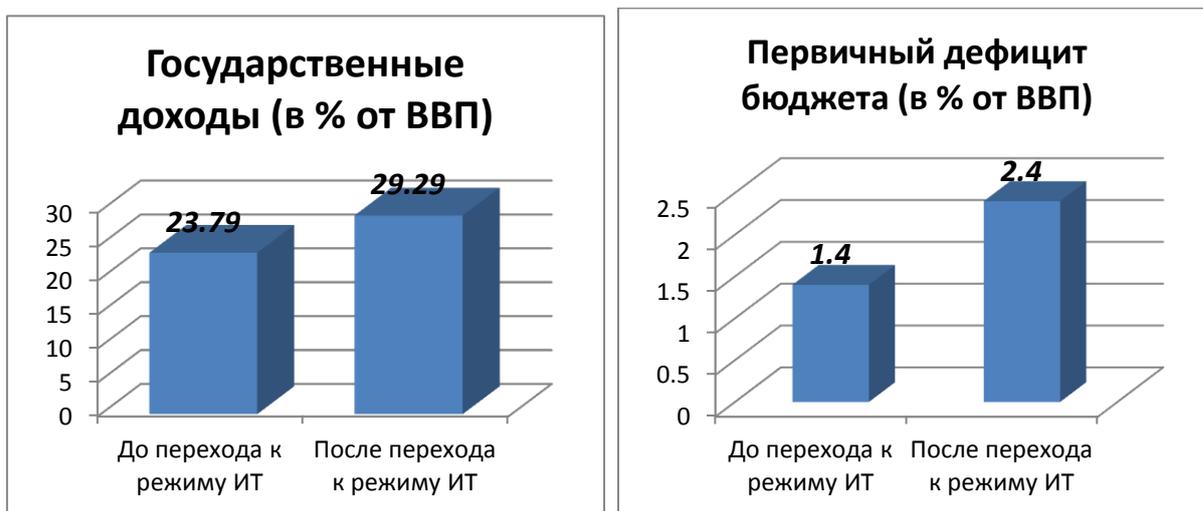
Период: 1980-2003 год

Двухшаговый метод наименьших квадратов.

Результаты: инфляционное таргетирование не улучшает бюджетную дисциплину по сравнению со странами, применяющими таргетирование денежных агрегатов или обменного курса, для общей выборки. Но для развивающихся стран, в которых сеньораж является значимым источником государственных финансов, инфляционное таргетирование оказывает положительное влияние на бюджетную дисциплину.

Tsangarides (2010), de Carvalho Filho (2011), Blanchard, O., Faruquee, H., Das, M. (2010)

Страны с более высоким уровнем госдолга в докризисный период больше пострадали от кризиса 2008/2009 года.



Источник: IFS

Резкое сокращение притока капитала

	<i>IT/notIT</i>	<i>pre-IT/post-IT</i>
Frankel and Wei (2004)	0.8 (0.45)	-0.3(0.45)
Frankel and Cavallo (2004)	0.4 (0.67)	-1.7 (.10)
Eichengreen, Gupta and Mody (2006)	0.7 (0.48)	-1.3 (.21)
Calvo, Izquierdo, and Mejía (2004)	2.9 (.00)	-2.1 (.03)

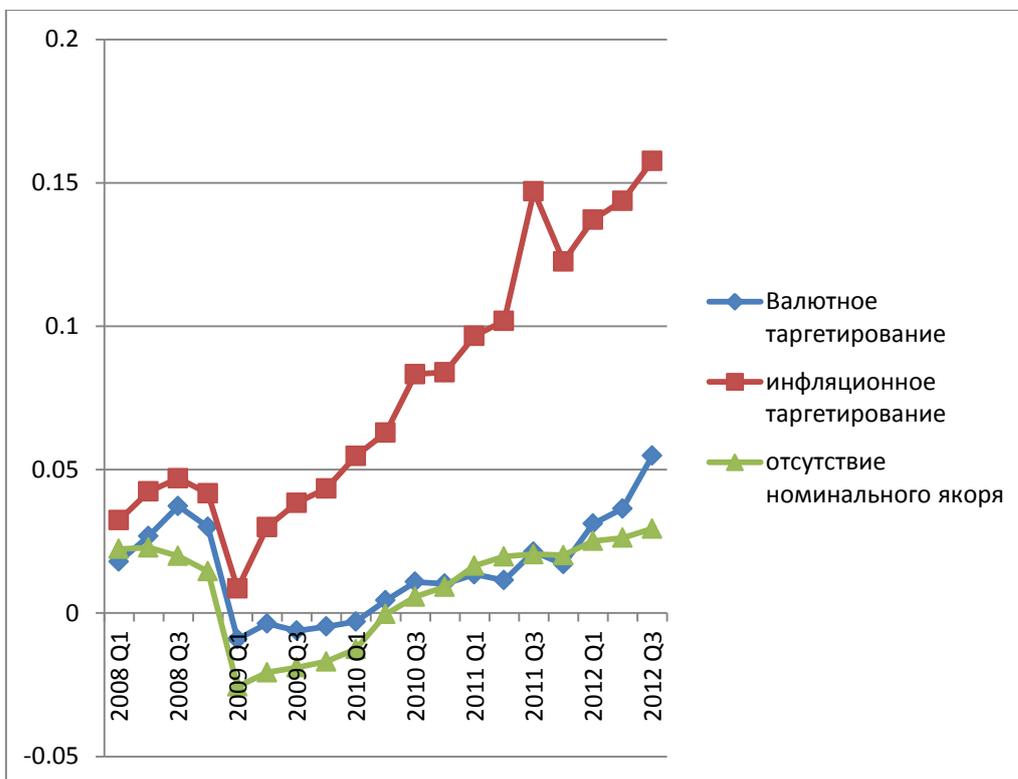
Расчетная часть.

Страны:

<i>Argentina</i>	<i>Czech Republic</i>	<i>Kazakhstan</i>	<i>Republic of Korea</i>
<i>Armenia</i>	<i>Denmark</i>	<i>Kyrgyz Republic</i>	<i>Romania</i>
<i>Australia</i>	<i>Ecuador</i>	<i>Latvia</i>	<i>Russian Federation</i>
<i>Austria</i>	<i>Finland</i>	<i>Lithuania</i>	<i>Singapore</i>
<i>Belarus</i>	<i>France</i>	<i>Macedonia, FYR</i>	<i>Slovak Republic</i>
<i>Belgium</i>	<i>Georgia</i>	<i>Malaysia</i>	<i>Slovenia</i>
<i>Brazil</i>	<i>Germany</i>	<i>Mexico</i>	<i>South Africa</i>
<i>Bulgaria</i>	<i>Greece</i>	<i>Netherlands</i>	<i>Spain</i>
<i>Canada</i>	<i>Hong Kong</i>	<i>Norway</i>	<i>Sweden</i>
<i>Chile</i>	<i>Hungary</i>	<i>Peru</i>	<i>Switzerland</i>
<i>Colombia</i>	<i>Iceland</i>	<i>Philippines</i>	<i>Thailand</i>
<i>Costa Rica</i>	<i>India</i>	<i>Poland</i>	
<i>Croatia</i>	<i>Japan</i>	<i>Portugal</i>	

Режим ДКП	МВФ	с корректировкой
инфляционное таргетирование	25	23
валютное таргетирование	10	13
прочие	24	23
всего стран	59	59

Динамика темпов прироста ВВП



Переменная	Ожидаемый знак	Источники
Темпы прироста ВВП к базовому периоду (лагированное значение) (gdp (-1))	+	IMF, статистические службы отдельных, вошедших в выборку стран (http://www.ibge.gov.br/). http://www.statcan.gc.ca http://mospi.nic.in http://www.ine.pt .
Доля государственного потребления в ВВП (gc)	-	
Доля инвестиций в ВВП (inv_gdp)	+	
Открытость экономики (open)	+	
Дамми-переменные режима ДКП		Roger 2009 IMF Annual Report
IT	+	
NMA	-	

$$gdp_{i,t} = a_0 + \beta_1 gdp_{i,t-1} + \beta_2 inv_gdp_{i,t} + \beta_3 gc_{i,t} + \beta_4 open_{i,t} + \beta_5 IT_{i,t} + \beta_6 NMA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

	Скорректированная классификация режимов	Классификация МВФ
Gdp(-1)	0.579*** (0.0599)	0.567*** (0.0583)
Inv_gdp	0.638** (0.0736)	0.699** (0.0811)
Gc	-0.535** (0.2352)	-0.566* (0.2573)
Open	0.003* (0.0183)	0.015** (0.0270)
it	0.282* (0.0361)	0.085* (0.0443)
nma	-0.029 (0.0235)	-0.015 (0.0325)
AR(1) (p-value)	0.048	0.048
AR(2) (p-value)	0.259	0.259
Hansen (p-value)	0.225	0.224
Difference in Hansen (p-value)	0.931	0.897

Список литературы:

1. Смирнов С.(2010) Режимы валютного курса и стабильность экономики. Вопросы экономики, № 1.
2. Armand Fouejieu A., 2012. Coping with the Recent Financial Crisis, did Inflation Targeting Make Any Difference?
3. Ball, L., Sheridan, N., 2005. Does inflation targeting matter? In B., S., Bernanke and M., Woodford, The inflation targeting debate, NBER, 249-282.
4. Bernanke, Laubach, Mishkin, Posen (1999), "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience.
5. Bubula, Otker-Robe (2003), "Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?" IMF Working Paper
6. Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Luis-Fernando Mejía (2004) "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects" NBER Working Paper No. 10,520.
7. Carvalho Filho (2010): Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment. IMF Working Paper
8. de Carvalho Fliho, I. E., 2011. 28 Month later: How Targters Outperform Their Peers in the Great Recession, The B.E. Journal of Macroeconomics, vol. 11.
9. Demirguc-Kunt A., Detragiache E. (2005). Cross-country empirical studies of systemic bank distress: a survey. IMF Working Paper 05/96. International Monetary Fund, Washington
10. Eichengreen, Barry, Poonam Gupta and Ashoka Mody (2006) "Sudden Stops and IMFSupported Programs" NBER Working Paper No. 12,235.
11. Frankel, Jeffrey A. and Eduardo A. Cavallo (2004) "Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality" NBER Working Paper No. 10,957.

12. Frankel, Jeffrey A. and Shang-Jin Wei (2004) "Managing Macroeconomic Crises" NBER Working Paper No. 10,907.
13. IMF Annual Report
14. Kumhof, Li, Yan. (2007) Balance of payments crisis under inflation targeting.
15. Laeven, Valencia (2008) Systemic Banking Crises: A New Database.
16. Lee, J., 2010. Does inflation targeting matter for monetary policy? Further evidence, Journal of International Finance and Economics, Volume 10, Number 4.
17. Levy-Yeyati, Sturzenegger. (2003), "To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth," The American Economic Review, Vol. 93, No. 4
18. Lucotte, Y. 2012. "Adoption of inflation targeting and tax revenue performances in emerging market economies: an empirical investigation, Economic System
19. Moreno, R. (2000), Pegging and Macroeconomic Performance in East Asia, Working Paper No. PB00-03, Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies, Federal Reserve Bank of San Francisco.
20. Nelson, N., Lee, B., Sokolov, N. (2008), Linkages between Exchange Rate Policy and Macroeconomic Performance, Working paper, University of Notre Dame and NBER.
21. Rose, A. K., 2006. A stable international monetary system emerges: inflation targeting is Bretton Woods, reversed, NBER working paper N° 12711, november.
22. Tapsoba, R., 2010. Does Inflation targeting Improve Fiscal Discipline? An Empirical Investigation, CERDI, Etudes et Document E 2010.20.
23. World Economic Outlook 2008-2009