

Анализ влияния денежно-кредитной политики США на российскую экономику в условиях ограничений на движение капитала

Медведева Мария Владимировна (э204)

Научный руководитель: Добронравова Елизавета Петровна

Цель исследования: выявление прямых и косвенных каналов влияния ДКП США на экономику России в условиях ограниченности капитала.

Задачи исследования:

1. На основе обзора литературы описать каналы трансграничной трансмиссии ДКП большой экономики на малые экономики.
2. На основе эмпирического обзора выявить основные тенденции и направления влияния ДКП США на экономику РФ и ее экономических партнеров.
3. Систематизировать основные методы эмпирических исследований.
4. Собрать данные об основных макроэкономических и финансовых показателях США, РФ и стран-партнеров РФ, и провести анализ их динамики в периоды ужесточения и смягчения ДКП США.
5. Сделать выводы о прямых и косвенных каналах влияния ДКП США на российскую экономику.

Каналы трансграничной трансмиссии

Канал международной торговли (Добронравова Е. П., Трунин П. В., 2024)

- Эффект дохода

Стимулирующая ДКП $\rightarrow r \downarrow \rightarrow \uparrow$ реальный денежный запас $\rightarrow \uparrow$ инвестиционного и потребительского спроса на отечественные и зарубежные товары $\rightarrow \uparrow$ доходов зарубежных товаропроизводителей $\rightarrow \uparrow$ их выпуска $\rightarrow \uparrow$ цен и ускорение инфляции

- Эффект замещения

Стимулирующая ДКП \rightarrow обесценивание национального валютного курса \rightarrow отечественные товары становятся дешевле, импортные дороже $\rightarrow \uparrow$ потребление подешевевших товаров $\rightarrow \downarrow$ спроса на зарубежные товары $\rightarrow \downarrow$ доходов, выпуск и цен в странах-торговых партнеров

\rightarrow Модель Манделла-Флемминга

Каналы трансграничной трансмиссии

Финансовые каналы

- **Канал процентной ставки** (Добронравова Е. П. и др., 2021)

Стимулирующая ДКП в БОЭ $\rightarrow r \downarrow$ в БОЭ и на мировом финансовом рынке \rightarrow эффект межвременного замещения в потреблении: будущее потребление замещается текущим $\rightarrow \uparrow$ потребительский спрос на отечественные и зарубежные товары

Стимулирующая ДКП в БОЭ \rightarrow альтернативные издержки владения капиталом $\downarrow \rightarrow \uparrow$ инвестиционный спрос

$\rightarrow \uparrow$ объем международной торговли и совокупный доход во всех странах

Каналы трансграничной трансмиссии

Финансовые каналы

- **Канал международного банковского кредитования** (Иванова Н., 2023; Добронравова Е.П., 2024)

Смягчение ДКП $\rightarrow r \downarrow \rightarrow \uparrow$ стоимость активов на балансах банков и \downarrow стоимости займов \rightarrow стоимость фондирования $\downarrow \rightarrow \uparrow$ предложение кредита за границей

- **Портфельный канал** (Иванова Н., 2023; Ca'Zorzi M. et al., 2020)

Ужесточение ДКП $\rightarrow \downarrow$ стоимость внутренних активов за счет более высокого коэффициента дисконтирования и более низких ожидаемых денежных потоков $\rightarrow \downarrow$ собственного капитала отечественных заемщиков $\rightarrow \downarrow$ их кредитоспособность

Вторичные эффекты ДКП

- Проводимая ДКП в развитых странах может изменять макроэкономические показатели развивающихся рынков напрямую, либо через влияние на глобальные макропоказатели или на макрорегионы.
- Такие эффекты называются *вторичными* или *эффектами домино* (Hofmann В., Takáts Е, 2015). Они могут передаваться через глобальный финансовый цикл путем торговых и финансовых связей (Feldkircher М., Schuberth Н. , 2023).

Методы эмпирических исследований

1) Метод локальных проекций (Jorda, 2015)

2) Модели векторной авторегрессии (VAR):

- **GVAR** (Feldkircher, 2016)

Реальный ВВП, Δp , краткосрочные и долгосрочные процентные ставки, реальный эффективный обменный курс, отношение реального экспорта к реальному импорту, цены на нефть.

- **SVAR** (Allegret J.P., 2012)

Реальные цены на нефть, реальный ВВП США, ставка ФРС, волатильность индекса MSCI.

- **FAVAR** (Bernanke B. S., 2005)

Реальный ВВП, ставка ФРС, ИПЦ, уровень занятости, безработицы и др.

Трансграничные эффекты ДКП США.

Feldkircher, Martin & Huber, Florian, 2016. "The international transmission of US shocks —Evidence from Bayesian global vector autoregressions»

- Оценивается влияние 3 типов шоков США (шок AD, шок AS, шок ДКП) на мировую экономику: 43 страны (ЕС и прочие развитые страны, Азия, Латинская Америка) за 1995-2013 гг.
- Результаты: передача шоков происходит преимущественно через финансовый канал (% ставки) и торговый канал (REER).
- Для всех макрорегионов в динамике процентных ставок играет важную роль шок ДКП США.

Трансграничные эффекты ДКП США.

Allegret J.P., Couharde C., and Guillaumin C., 2012 "The impact of external shocks in East Asia: lessons from a structural VAR model with block exogeneity"

- Рассмотрено влияние внешних шоков на страны Восточной Азии (например, Китай, Южная Корея, Гонконг) с 1990 по 2012 гг.
- Авторы использовали блочно-экзогенную модель SVAR для анализа шока цен на нефть, мирового спроса, монетарного и финансового шока США.
- Экономики Восточной Азии в большей степени зависят от торговых шоков, чем от финансовых или монетарных, и финансовые шоки имеют более выраженное влияние на регион, чем монетарные.
- Исследование показывает, что влияние монетарной политики США на страны Восточной Азии слабо выражено и носит краткосрочный характер.

Трансграничные эффекты ДКП Еврозоны.

Feldkircher M., Schuberth H., 2023. "Understanding Monetary Spillovers in Highly Integrated Regions: The Case of Europe"

- Анализ влияния ужесточения ДКП ЕА на Центральную, Восточную, Юго-Восточную Европу (CESEE) с помощью метода локальных проекций Jorda (2015) и векторной авторегрессии (VAR).
- Ужесточение ДКП ЕА приводит к уменьшению объемов производства и цен в странах CESEE → противоречие с моделью Манделла-Флемминга из-за эффекта дохода.
 - Снижение AD в ЕА может превышать положительный эффект от удешевления импорта CESEE.
- Вторичные эффекты от выпуска CESEE → усиление негативных эффектов производства → Чехия, Венгрия, Румыния и Турция, кроме Польши.

Влияние ДКП США на РФ.

Иванова, Н., Петренева, Е., Стырин, К., & Ушакова, Ю. (2023).
Влияние денежно-кредитной политики США в условиях низких
процентных ставок на деятельность российских банков

- Анализ влияния ДКП США на российские банки через финансовые каналы.
- Рассматривается отчетность 30 крупных российских банков (Райффайзенбанк (Австрия), Ситибанк (США) и Росбанк (Франция)) в период низких процентных ставок в США, а также в нормальном режиме за 2000–2019 гг.
- Применение метода локальных проекций к панельным регрессиям с фиксированными эффектами на уровне банков.
- При смягчении ДКП США дочерние структуры иностранных банков в России увеличивали заимствования из-за границы, принимая больше риска, и наращивали долю кредитов в иностранной валюте.

Банникова В. А., Сугаипов Д. Р., 2024. Монетарная политика США и бизнес-циклы развивающихся стран

- Описание влияния двух типов монетарных шоков ДКП США на экономики развивающихся стран (в том числе и России): новостной шок и неожиданный. Для идентификации данных шоков используется метод LSDV-оценки панельной векторной авторегрессии, а также данные с 1 квартала 1998г. по 3 квартал 2017г. по России.
- Новостной шок монетарной политики оказывается таким же важным, как и неожиданный шок.
- Ожидаемое повышение ставки ФРС приводит к падению выпуска, инвестиций, сокращению трансграничных банковских кредитов, росту торгового баланса и инфляции.
- Но с другой стороны: ↓ международных резервов и ↓ «относительной цены неторгуемых товаров по отношению к торгуемым», то есть к обесценению национальной валюты.

Выводы

- Выявлены прямые каналы влияния зарубежной ДКП на макроэкономические показатели: через международную торговлю (эффект расширения дохода, эффект переключения расходов) через финансовые рынки (процентные ставки, банковский сектор).
- ДКП США может влиять косвенно, через влияние на глобальный финансовый цикл и развивающиеся рынки.
- Исследования в основном основаны на разных спецификациях VAR-моделей: GVAR, FAVAR, SVAR и др.
- До санкций 2022 г. влияние ДКП США на РФ наблюдалось:
 - Смягчение ДКП США → ↑ заимствований из-за границы → ↑ доля кредитов в иностранной валюте.
 - Смягчение ДКП США → ↑ выпуска и инвестиций → ↓ отеч. г
- После 2022 года возможно влияние через вторичные эффекты, глобальный финансовый цикл.

Список литературы

1. Dedola, Luca, Giulia Rivolta, and Livio Stracca (2017) “If the Fed sneezes, who catches a cold?” *Journal of International Economics*, Vol. 108, pp. S23–S41.
2. Miranda-Agrippino, S., & Rey, H. (2022). The global financial cycle. In *Handbook of international economics* (Vol. 6, pp. 1-43). Elsevier.
3. Иванова, Н., Петренева, Е., Стырин, К., & Ушакова, Ю. (2023). Влияние денежно-кредитной политики США в условиях низких процентных ставок на деятельность российских банков. Серия докладов об экономических исследованиях. № 114, Октябрь.
4. Добронравова Е. П., Трунин П. В. (2024). Трансграничная трансмиссия денежно-кредитной политики в странах ЕАЭС // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1 (62). С. 219–228.
5. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов, Банк России, 17-18. URL: [on_2024\(2025-2026\).pdf](#)
6. Божечкова А. В. и др. Ограничения на движение капитала: мировой опыт и уроки для России // *Экономическая политика*. – 2017. – Т. 12. – №. 2. – С. 8-43.
7. Добронравова Е. П., Орехов М. И., Яковлева И. И. Моделирование последствий денежно-кредитной политики Банка России для стран ЕАЭС // М.: РАНХиГС. Режим доступа: <https://repec.ganepa.ru/rnp/wpaper/w2022056.pdf>. – 2021.
8. Tillmann P., Kim G. Y., Park H. The spillover effects of US monetary policy on emerging market economies // *International Journal of Finance & Economics*. – 2019. – Т. 24. – №. 3. – С. 1313-1332.
9. Miranda-Agrippino S., Rey H. US monetary policy and the global financial cycle // *The Review of Economic Studies*. – 2020. – Т. 87. – №. 6. – С. 2754-2776.

Список литературы

10. Feldkircher, Martin & Huber, Florian, 2016. "The international transmission of US shocks—Evidence from Bayesian global vector autoregressions," *European Economic Review*, Elsevier, vol. 81(C), pages 167-188
11. Allegret J.P., Couharde C., and Guillaumin C., "The impact of external shocks in East Asia: lessons from a structural VAR model with block exogeneity," *International Economics*, Vol. 132, 2012. pp. 35-89.
12. Bernanke B. S., Boivin J., Elias P. Measuring the effects of monetary policy: a factor-augmented vector autoregressive (FAVAR) approach // *The Quarterly journal of economics*. – 2005. – Т. 120. – №. 1. – С. 387-422.
13. Feldkircher M., Schuberth H. Understanding Monetary Spillovers in Highly Integrated Regions: The Case of Europe // *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. – 2023. – Т. 85. – №. 4. – С. 859-893.
14. Ca'Zorzi M. et al. Monetary policy and its transmission in a globalised world. – 2020.
15. Hofmann B., Takáts E. International monetary spillovers // *BIS Quarterly Review* September. – 2015.
16. Круглова А., Ушакова Ю., Стырин К. Трансмиссия шоков иностранной денежно-кредитной политики в малую открытую экономику в условиях структурных изменений на примере России // Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. – 2019.
17. Банникова В. А., Сугаипов Д. Р. Монетарная политика США и бизнес-циклы развивающихся стран // *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*. – 2024. – №. 4. – С. 66–91.
18. Jordà Ò., Schularick M., Taylor A. M. Betting the house // *Journal of international economics*. – 2015. – Т. 96. – С. S2-S18.