

# Анализ влияния денежно-кредитной политики США на российские макропоказатели в условиях ограничений на движение капитала

Медведева Мария Владимировна (э304)

Научный руководитель: Добронравова Елизавета Петровна

13.11.2025

# Актуальность

1. В настоящее время ДКП США оказывает влияние на глобальные финансовые рынки и деловую активность мировой экономики, включая и экономику РФ:

- Смягчение монетарной политики США → «российские дочки иностранных банков увеличивали заимствования из-за границы, принимали больше риска и наращивали долю кредитов в иностранной валюте» (Иванова Н. С. и др. (2023)).
- «...организации с более высоким показателем отношения трансграничных обязательств к совокупным активам более чувствительны к шокам американской ДКП, чем организации, которые в основном используют российские источники финансирования» (Круглова А. и др. (2019)).

2. Существуют каналы трансграничной трансмиссии:

- **канал международной торговли** (Добронравова Е. П., Трунин П. В. (2024));
- **финансовые каналы** (канал процентной ставки (Добронравова Е. П., Трунин П. В. (2024)), канал международного банковского кредитования и портфельный канал (Иванова Н. С. и др. (2023)));
- **вторичные эффекты/эффект домино** (Miranda-Agrippino S., Rey H (2020)).

# Актуальность

1. Выявлены методы эмпирических исследований: модели VAR; GVAR; SVAR; FAVAR; LSDV для панельных векторных авторегрессий.
2. Уже существуют работы, показывающие влияние ФРС США на развивающиеся экономики, в т.ч. и на Россию (Круглова и др. (2019); Банникова В. А. и др. (2024); Ca'Zorzi M. et al. (2020)).
3. Однако есть проблемы и ограничения эмпирического анализа: короткие временные ряды, ограничения на движение капитала.



учет новых периодов, вторичных эффектов, например, через GVAR

### **Цель до:**

Выявление прямых и косвенных каналов влияния ДКП США на экономику России, что помогает оценить, сохранилось ли влияние ДКП США на российскую экономику после 2022 года.

### **Цель сейчас:**

Оценить, как изменилась реакция макроэкономических показателей РФ, а именно ставки процента, валютного курса и инфляции на денежно-кредитную политику США в условиях санкционных ограничений.

### **Задачи:**

1. На основе эмпирического обзора выявить основные тенденции и направления влияния ДКП США на экономику РФ и ее экономических партнеров.
2. Собрать данные об основных макроэкономических и финансовых показателях США, РФ и стран-партнеров РФ (страны ЕАЭС, БРИКС).
3. Систематизировать методы эмпирических исследований для определения подходящей модели оценки макроэкономических показателей.
4. Провести эконометрический анализ влияния ДКП США на показатели инфляции, валютного курса, процентной ставки в РФ и ее экономических партнерах.

# План

## **Глава 1. Обзор литературы трансграничной трансмиссии денежно-кредитной политики**

1.1. Каналы трансграничной трансмиссии ДКП (*уже есть*)

1.2. Методы эмпирических исследований (*к концу ноября 2025г.*)

1.3. Влияние ДКП США на страны ЕС, стран-партнеров РФ (Китай, Турция, БРИКС) (*к концу ноября 2025г.*)

## **Глава 2. Стилизованные факты о трансграничной трансмиссии ДКП США**

2.1. Анализ динамики показателей РФ в периоды ужесточения и смягчения ДКП США (*к середине-концу декабря 2025г.*)

2.2. Анализ динамики показателей стран-партнеров РФ в периоды ужесточения и смягчения ДКП США (*к началу января 2026г.*)

# План

## **Глава 3. Оценка влияния монетарной политики США на российскую экономику с помощью моделей векторных авторегрессий**

3.1. Методология исследования, описание модели (*февраль-март 2026г.*)

3.2. Результаты и выводы (*март-апрель 2026г.*)

# Круглова и др. – Трансмиссия шоков иностранной денежно-кредитной политики в малую открытую экономику в условиях структурных изменений на примере России (2019)

Данные: 1 квартал 2000 года – 1 квартал 2018 года включительно.

Для анализа были использованы:

- «(a) панельные данные банковской отчетности и (b) временные ряды макроэкономических данных по США для SVAR-модели, которая используется для идентификации шока американской ДКП».
- «Панельные данные на уровне банков сформированы из обязательных форм отчетности, которые все действующие в России коммерческие банки обязаны ежемесячно предоставлять в Банк России».
- Пример переменных: темпы роста кредитования частных нефинансовых заемщиков-резидентов в рублях и в иностранной валюте; отношение обязательств перед нерезидентами к совокупным активам (nonres), отношение ликвидных активов к совокупным активам (liquid)

# Круглова и др. – Трансмиссия шоков иностранной денежно-кредитной политики в малую открытую экономику в условиях структурных изменений на примере России (2019)

Пример спецификации панельной регрессии с фиксированными эффектами:

$$loans_{it} = \sum_{k=0}^3 \alpha_k channel_{i,t-k} us_{t-k} + \beta channel_{i,t-4} + \gamma_1 ta_{i,t-1} + \gamma_2 tier1_{i,t-1} + \gamma_3 core_{i,t-1} + u_i + v_t + e_{it} \quad (1),$$

- кредиты (loans)
- $ta$  – совокупные активы
- канал (channel) соответствует отношению зарубежных обязательств банка к объему его совокупных активов (nonres)
- отношению ликвидных активов к совокупным активам (liquid).
- отношение депозитов к совокупным активам (core)
- Влияние не зависящих от времени факторов на уровне банков выражается переменной индивидуальных эффектов –  $u_i$ .
- Влияние меняющихся во времени факторов, которые на все банки оказывают однородное воздействие, отражают временные эффекты –  $v_t$

# Круглова и др. – Трансмиссия шоков иностранной денежно-кредитной политики в малую открытую экономику в условиях структурных изменений на примере России (2019)

## Результаты:

- При ужесточении ДКП банки, у которых больше зарубежных обязательств по отношению к активам, стремятся сократить выдачу кредитов частным нефинансовым заемщикам. Это связано главным образом с замедлением роста кредитов в долларах, тогда как рублевые кредиты продолжают расти прежними темпами.
- Переход от одного режима к другому не приводит к неопределенности и росту валютных рисков. Наоборот, интенсивность воздействия через канал зарубежных обязательств остается неизменной. То же самое происходит и с геополитическими изменениями.

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

- Квартальные данные: 1 квартал 1998 г. – 3 квартал 2017 (Viccondoa, 2019)
- Монетарный шок ФРС США имеет две части: ожидаемой (новостной) и неожиданный.
- Отобраны страны в подвыборки со схожими банковскими секторами для дальнейшего сравнения – Россия, Мексика, Чили и Аргентина, Бразилия, Турция, Филиппины, ЮАР. Было предположено, что результаты по этим подвыборкам будут отличаться друг от друга из-за различий в банковском секторе.
- Для описания неожиданных и новостных шоков использованы уравнения:

$$i_t^u = \alpha_0 + \alpha_1 i_{t-1} + \alpha_2 (\hat{y}_t - E_{t-1} \hat{y}_t) + \alpha_3 (\hat{u}_t - E_{t-1} \hat{u}_t) + \\ + \alpha_4 (\hat{\pi}_t - E_{t-1} \hat{\pi}_t) + (\varepsilon_t - E_{t-1} \varepsilon_t); \quad (3)$$

$$\Delta i_{t,t+j}^a = \gamma_{0,j} + \gamma_{1,j} E_{t-1} (i_{t+j-1}) + \gamma_{2,j} E_{t-1} (\hat{y}_{t+j} - \hat{y}_{t+j-1}) + \\ + \gamma_{3,j} E_{t-1} (\hat{u}_{t+j} - \hat{u}_{t+j-1}) + \gamma_{4,j} E_{t-1} (\hat{\pi}_{t+j} - \hat{\pi}_{t+j-1}) + \\ + E_{t-1} (\varepsilon_{t+j} - \varepsilon_{t+j-1}); j = \{0, 1, 2, \dots\}, \quad (4)$$

где  $E_t$  — оператор математического ожидания;  $\hat{y}_t$  — выпуск;  $\hat{u}_t$  — безработица;  $\hat{\pi}_t$  — инфляция;  $s_t^u = \varepsilon_t - E_{t-1} \varepsilon_t = \varepsilon_t$  — неожиданный шок процентной ставки;  $s_{t,t+j}^a = E_{t-1} (\varepsilon_{t+j} - \varepsilon_{t+j-1})$  — новостной шок процентной ставки.

- Шоки идентифицируются на основе правила Тейлора для США через выпуск, инфляцию и безработицу с помощью VAR-модели

$$Y_{i,t} = A_i + B(L)Y_{i,t-1} + C(L)s_t^u + D(L)s_{t,t}^a + Es_{t,t+1}^a + Fs_{t,t+2}^a + \varepsilon_{i,t}, \quad (5)$$

где  $Y_{i,t}$  — вектор эндогенных переменных;  $i$  — страновой индекс;  $B(L)$ ,  $C(L)$  и  $D(L)$  — лаговые полиномы порядка  $p$ ,  $s_t^u$  и  $s_{t,t+j}^a$ , которые обозначают неожиданный и новостной шоки соответственно;  $\varepsilon_{i,t}$  — случайная ошибка. Вслед за (Viscondoa, 2019) рассматривается прогнозный горизонт всего в два периода.

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

«Модель оценивается с помощью метода LSDV (Least Square Dummy Variable). Этот метод используется при оценке панельных векторных авторегрессий. Он учитывает, что лаговые полиномы  $B(L)$ ,  $C(L)$  и  $D(L)$ , а также  $E$  и  $F$  не различаются между странами, но константа может отличаться, т.е. позволяет учесть фиксированные эффекты стран»

### Результаты:

- Ожидаемое ужесточение монетарной политики США приводит к уменьшению выпуска, инвестиций и ослаблению обменного курса в России.
- «Монетарная новость о повышении процентной ставки ФРС США через II квартала также приводит к увеличению торгового баланса и ставки процента в краткосрочном периоде».

# Ma Z. et al. US monetary policy and real exchange rate dynamics: the role of exchange rate arrangements and capital controls (2020)

Квартальные данные 65 стран с 1 квартала 1990 года по 4 квартал 2019 года.

Модель локальной проекции для панельных данных.

Результаты:

- Ужесточение денежно-кредитной политики США приводит к обесценению реальных обменных курсов в других странах.
- Режимы фиксированного обменного курса и строгий контроль за движением капитала могут смягчать эффекты распространения (spillover effects) денежно-кредитной политики США.
- Развитые страны используют механизмы обменного курса, тогда как развивающиеся страны применяют контроль за движением капитала, что позволяет более эффективно ослаблять воздействие шоков денежно-кредитной политики США.

# Список литературы

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.ranepa.ru/rnp/wpaper/w2022056.pdf>. – 2021.
- Арефьев Н. Г. Частичная идентификация монетарного правила на основе лаговых ограничений // Экономический журнал Высшей школы экономики. – 2016. – Т. 20. – №. 3. – С. 500–51
- Miranda-Agrippino, S., & Rey, H. (2022). The global financial cycle. In Handbook of international economics (Vol. 6, pp. 1-43). Elsevier.
- Ca'Zorzi M. et al. Monetary policy and its transmission in a globalised world. – 2020.
- Obstfeld M. Global dimensions of US monetary policy. – National Bureau of Economic Research, 2019. – №. W26039
- Ma Z. et al. US monetary policy and real exchange rate dynamics: the role of exchange rate arrangements and capital controls // Economics Letters. – 2024. – Т. 242. – С. 111891.

# Список литературы

- Bussière M., Chudik A., Sestieri G. Modelling global trade flows: results from a GVAR model. – ECB working paper, 2009. – №. 1087.
- Ramey, V. A. (2016): “Macroeconomic shocks and their propagation,” in Handbook of macroeconomics, Elsevier, vol. 2, 71–162.
- 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
- 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.
- 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.