

## **Механизм трансмиссии денежно-кредитной политики в России: курсовой канал**

*Цель исследования:* анализ возможностей трансмиссии денежно-кредитной политики Центрального банка РФ на основные макроэкономические показатели России через канал регулирования валютного курса

*Задачи:* - анализ и структуризация теоретических подходов к моделированию курсового канала денежной трансмиссии

- выявление возможностей применения существующих подходов для моделирования российской экономики

- эконометрический анализ воздействия дкп на динамику инфляции и экономического роста в России на современном этапе, получение практических выводов

### **Курсовой канал трансмиссионного механизма**



1. *Эффект «переноса»* – воздействие динамики курса национальной валюты на уровень цен и экономический рост

*Механизм:* укрепление(ослабление) национальной валюты => снижение(повышение) импортных цен [*инфляция*], изменение соотношения импортных и экспортных цен => снижение(повышение) сальдо текущего счета, изменение сальдо финансового счета => [*ВВП*]

2. *Монетарный эффект* – воздействие динамики курса национальной валюты на денежное предложение ЦБ в условиях *фиксированного/управляемого валютного курса*

3. *Эффект курсовых ожиданий* – воздействие ожиданий по поводу ослабления/укрепления курса национальной валюты на макроэкономические показатели через динамику трансграничных капитальных потоков

Табл.1.Опыт моделирования курсового канала денежной трансмиссии

		В условиях плавающего курса	В условиях управляемого курса
Теоретический анализ		<p><i>Openness and the case for flexible exchange rates</i> (2006), Corsetti</p> <p><i>Exchange rate pass-through to domestic prices: Does the inflationary environment matter?</i> (2001), Choudri, Hakura</p> <p><i>Price-setting and exchange rate pass-through: Theory and practice</i> (2001) Devereux, Jetman</p>	<p><i>The choice between fixed and flexible exchange rates: Which is best for a small open economy</i> (2006), W.Berger</p> <p><i>Monetary policy regimes and the real exchange rate in a small open economy</i> (2004), Monacelli</p>
Верификация	VAR	<i>Exchange rate pass-through in emerging markets</i> (2007), CaZorzi, Hahn (ECB)	<i>A note on exchange rate pass-through in CIS countries</i> (2005), Korhonen, Watchel
	Альтернативные подходы	<p><i>Has exchange rate pass-through really declined? Evidence from Canada</i> (2008), Bouakez, Ribei</p> <p><i>The viability of inflation targeting for East Asia</i> (2001), Debelle</p>	<i>Is fear of floating justified? The East Asia experience</i> (2008), Cavoli

Основные выводы:

- степень воздействия динамики обменного курса в первую очередь определяется:

1. степенью «открытости» экономики → выше объемы внешнеторговых и капитальных потоков=выше эффект «переноса»,
2. режимом дкп (взаимосвязано с 1 – в более открытых экономиках цб склонен выбирать управляемый курс),
3. характером установления цен импортных товаров → ценообразование в национальной сглаживает эффект «переноса»,
4. начальным инфляционным фоном и уровнем процентных ставок в экономике;

- динамика курса может неоднозначно воздействовать на экономический рост – в зависимости от соотношения объемов текущего и капитального счетов платежного баланса, объемов внешних заимствований, уровня развития национальной финансовой системы

- эффект «переноса» валютного курса несимметричен – реакция уровня цен и выпуска не симметрична в случае укрепления и ослабления национальной валюты (!)

- курсовые ожидания сами по себе могут оказывать влияние на капитальные потоки и уровень цен, при этом следует принимать во внимание обратную связь (курс – платежный баланс – курс)

## Анализ курсового канала в России

Условия: 1. высокая открытость экономики – определяющая роль экспорто-ориентированных отраслей экономики, значительный рост капитальных потоков  
→ 2. режим управляемого плавающего валютного курса (квази-фиксированный курс)

### Эконометрический анализ курсового канала

1) Квартальные данные 1.2001(02)-4.2007:

MB – денежная база, I(1); DMВ – темпы прироста денежной базы, % год к году

CAP – чистый ввоз капитала частным сектором, I(1)

CURACC – сальдо счета текущих операций, I(1)

BALANCE – сальдо платежного баланса, I(1)

INT – объем нетто-покупки иностранной валюты Банком России, I(1)

REER4 – укрепление реального эффективного курса рубля к иностранным валютам, год к году, I(0)

GDP – прирост реального ВВП, год к году, I(1)

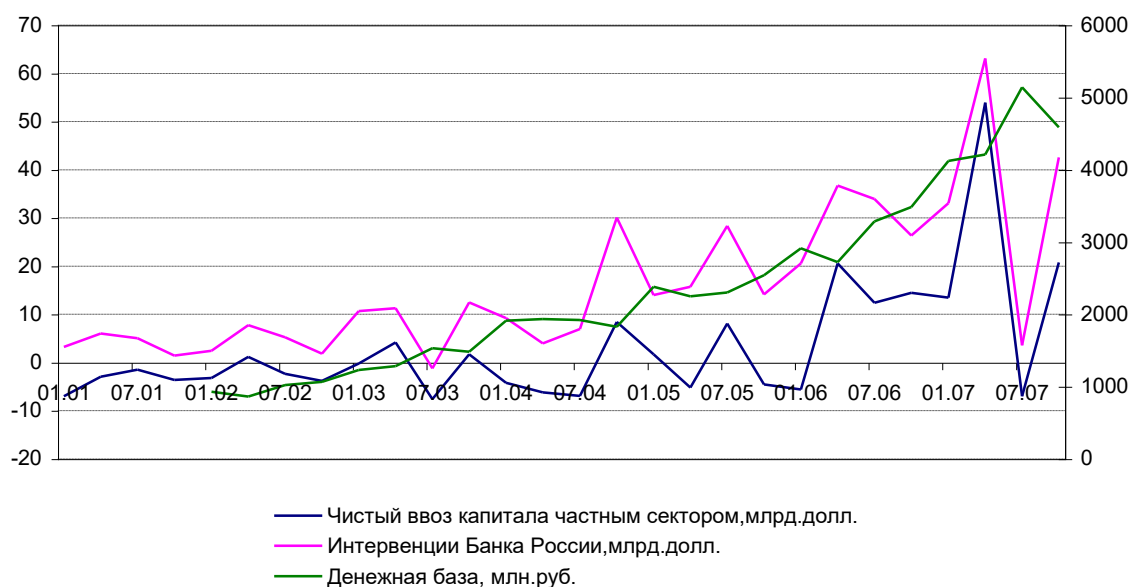
Dependent Variable: D(INT)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 6 32

Included observations: 27 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CURACC(-1))	-0.000879	0.000374	-2.351140	0.0273
D(CAP)	1.079375	0.082055	13.15433	0.0000
C	0.428012	1.055134	0.405647	0.6886
R-squared	0.910327	Mean dependent var	1.456450	
Adjusted R-squared	0.902855	S.D. dependent var	17.55529	
S.E. of regression	5.471659	Akaike info criterion	6.341480	
Sum squared resid	718.5372	Schwarz criterion	6.485462	
Log likelihood	-82.60998	F-statistic	121.8201	
Durbin-Watson stat	2.312070	Prob(F-statistic)	0.000000	



Dependent Variable: DMB  
Method: Least Squares  
Sample(adjusted): 9 31  
Included observations: 23 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REER4-REXP	-57.58916	24.69948	-2.331594	0.0298
C	-156.6964	148.3909	-1.055971	0.3030
R-squared	0.205639	Mean dependent var		159.0826
Adjusted R-squared	0.167812	S.D. dependent var		318.7973
S.E. of regression	290.8208	Akaike info criterion		14.26623
Sum squared resid	1776111.	Schwarz criterion		14.36497
Log likelihood	-162.0617	F-statistic		5.436329
Durbin-Watson stat	2.386078	Prob(F-statistic)		0.029761

Dependent Variable: DBALANCE  
Method: Least Squares  
Sample(adjusted): 9 32  
Included observations: 24 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REER4	993.1296	394.0964	2.520017	0.0195
C	-416.5332	937.2311	-0.444430	0.6611
R-squared	0.223999	Mean dependent var		785.7667
Adjusted R-squared	0.188726	S.D. dependent var		4387.713
S.E. of regression	3952.045	Akaike info criterion		19.48151
Sum squared resid	3.44E+08	Schwarz criterion		19.57968
Log likelihood	-231.7781	F-statistic		6.350483
Durbin-Watson stat	2.213296	Prob(F-statistic)		0.019495

Dependent Variable: D(GDP)  
Method: Least Squares  
Included observations: 23 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DBALANCE	27.84418	11.95869	2.328364	0.0300
C	0.190230	0.216900	0.877037	0.3904
R-squared	0.205186	Mean dependent var		0.247826
Adjusted R-squared	0.167338	S.D. dependent var		1.132523
S.E. of regression	1.033431	Akaike info criterion		2.986587
Sum squared resid	22.42757	Schwarz criterion		3.085326
Log likelihood	-32.34575	F-statistic		5.421280
Durbin-Watson stat	1.890685	Prob(F-statistic)		0.029964

Dependent Variable: D(GDP)  
Method: Least Squares  
Sample(adjusted): 10 32  
Included observations: 23 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REER4	-0.247148	0.102342	-2.414925	0.0249
C	0.542860	0.246270	2.204325	0.0388
R-squared	0.217348	Mean dependent var		0.247826
Adjusted R-squared	0.180079	S.D. dependent var		1.132523
S.E. of regression	1.025494	Akaike info criterion		2.971167
Sum squared resid	22.08439	Schwarz criterion		3.069905
Log likelihood	-32.16842	F-statistic		5.831862
Durbin-Watson stat	2.074059	Prob(F-statistic)		0.024942

Dependent Variable: CPI

Method: Least Squares  
Sample(adjusted): 13 32  
Included observations: 20 after adjusting endpoints

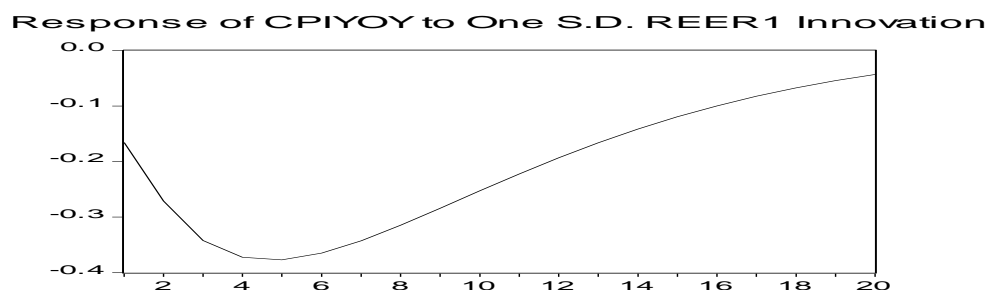
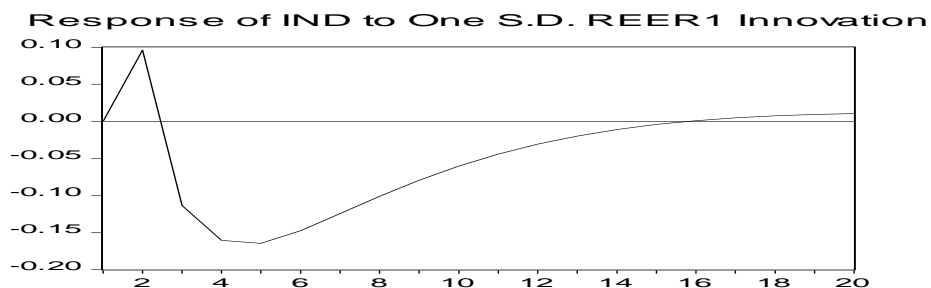
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RM2(-4)	0.164244	0.066143	2.483165	0.0238
CPI(-1)	0.971195	0.105744	9.184413	0.0000
C	-5.672160	3.153825	-1.798502	0.0899
R-squared	0.844054	Mean dependent var	11.25500	
Adjusted R-squared	0.825707	S.D. dependent var	2.122430	
S.E. of regression	0.886080	Akaike info criterion	2.733462	
Sum squared resid	13.34734	Schwarz criterion	2.882822	
Log likelihood	-24.33462	F-statistic	46.00605	
Durbin-Watson stat	0.980149	Prob(F-statistic)	0.000000	

2) Данные по месяцам:

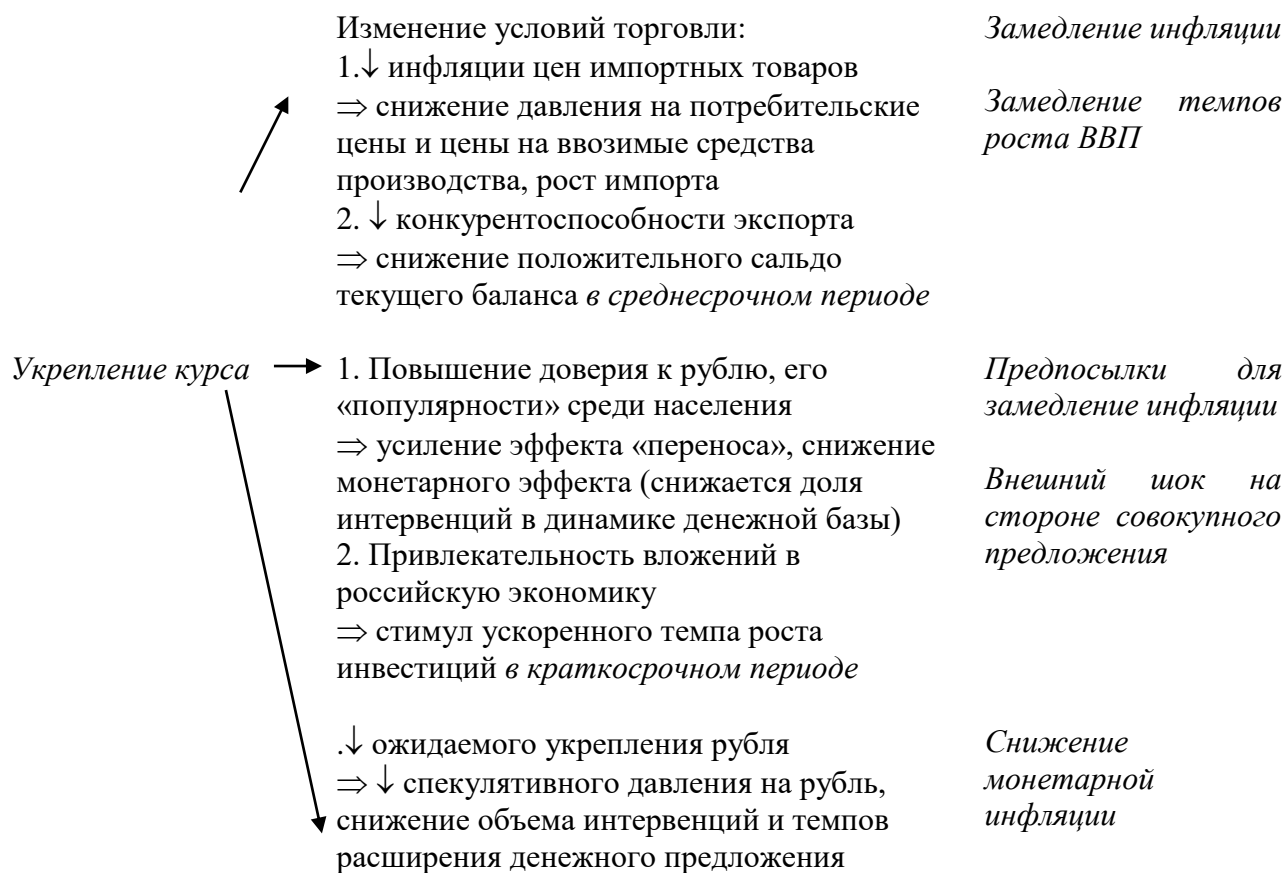
REER1 – укрепление реального курса рубля, год к году

IND – индекс промышленного производства, год к году

СРІУОУ – темп инфляции, годовой



*Схема воздействия:*



*Искажающие эффекты:* 1) немонетарные факторы инфляции

- монополизация, рост регулируемых тарифов (до 25% годовых)
- инфляция спроса – опережающий темп роста доходов населения при отставании темпов роста внутреннего производства потребительских товаров и производительности труда, а также низком коэффициенте сбережений – сдвиг к модели «общество потребления»
- 2) значительная зависимость от внешнеэкономической конъюнктуры; в частности, импорт инфляции на фоне ускоренного темпа роста цен на мировых товарных рынках при существенном соотношении импорт/ВВП
- 3) ряд «шоков» в сфере динамики валютного курса:
  - а. В 2005 году переход ЦБ на регулирование стоимости бивалютной корзины
  - б. отмена в 2006 году всех норм валютного регулирования (снятие ограничений на движение капитала)
  - в. мировой финансовый кризис 2007 года

*Вывод:* предварительный анализ показал, что курсовой канал имеет существенное влияние в России (эффект «переноса» и монетарный эффект). При этом определяющее значение играет используемый ЦБ РФ режим управляемого плавающего валютного курса, реализация которого в настоящий момент подразумевает сдерживание темпов укрепления рубля («fear of floating») и оправдывается негативным влиянием данного процесса на показатели производства и экономического роста, а также существенными рисками спекулятивного притока частного капитала при высоком уровне внутренних процентных ставок. В то же время, сохранение квази-фиксированного курса обуславливает существенный рост влияния монетарных показателей инфляции.

*Список литературы:*

1. *Openness and the case for flexible exchange rates (2006), Corsetti // Research in Economics 60 (2006) 1–21*
2. *Exchange rate pass-through to domestic prices: Does the inflationary environment matter? (2001), Choudri, Hakura // IMF Working Paper 01/194.*
3. *Price-setting and exchange rate pass-through: Theory and practice (2001) Devereux, Jetman // Economic Journal, 116(115)*
4. *Exchange rate pass-through in emerging markets (2007), CaZorzi, Hahn // ECB Working Paper*
5. *Has exchange rate pass-through really declined? Evidence from Canada (2008), Bouakez, Ribi // Journal of International Economics*
6. *The viability of inflation targeting for East Asia (2001), Debelle // Future directions for monetary policy in East Asia. Sydney: Reserve Bank of Australia.*
7. *The choice between fixed and flexible exchange rates: Which is best for a small open economy (2006), W.Berger // Journal of Policy Modeling 28 (2006) 371–385*
8. *Monetary policy regimes and the real exchange rate in a small open economy (2004), Monacelli*
9. *A note on exchange rate pass-through in CIS countries (2005), Korhonen, Watchel*
10. *Is fear of floating justified? The East Asia experience (2008), Cavoli // Journal of Policy Modeling*