



Комментарии к презентации к.э.н. Анны Пестовой

«Эффекты процентной политики Банка России в условиях перехода к инфляционному таргетированию»

на основе препринта «Об оценке эффектов монетарной политики в России: роль пространства охватываемых шоков и изменений режимов политики», март 2017

Андрей Синяков, ЦБ РФ

Семинар ЦМАКП,
Москва, 28 марта 2017 г.

Содержание данной презентации выражает личную позицию автора и может не совпадать с официальной позицией Банка России



Рассматриваемые вопросы (цели исследования)

- **Оптимальность проводимой монетарной политики**
 - *Про эпизоды снижения цен на нефть: «Могла ли более мягкая монетарная политика демпфировать внешние шоки для российской экономики?»*

- **Оценка трансмиссии денежной-политики (эффектов монетарных шоков)**
 - *«Цель провести оценку эффектов денежно-кредитной политики в России с учетом изменений режимов политики».*
 - *«Насколько эффективна процентная политика Банка России для сдерживания инфляционного давления и повышения финансовой (курсовой) стабильности?»*

Структурный VAR

- *Два способа идентификации шоков монетарной политики*
- *Оценки по однородным периодам режимов политики 2009-2016 гг.*
- *BVAR: Много переменных, большое информационное множество для принятия решений центральным банком*
- *Робастность: FAVAR*

Результаты



- *«ужесточение монетарной политики в России имеет статистически значимый негативный эффект на внутреннее производство»*
- *«При этом не было обнаружено веских доказательств статистически значимого сдерживающего воздействия жесткой монетарной политики на инфляцию и стабильность национальной валюты»*

«Полученные результаты свидетельствуют о том, что Банк России имеет весьма ограниченные возможности по сдерживанию инфляционного давления и стабилизации курса рубля мерами процентной политики. При этом регулятор путем повышения процентных ставок может вполне успешно охлаждать внутренний спрос, хотя экономическая значимость такого эффекта относительно невелика.»

«Наши расчеты показали, что такая (жесткая – А. С.) политика может усугубить спад, вызванный внешними шоками, при этом выгоды по стабилизации инфляции и курса могут быть около нулевыми.»

Таргетирование инфляции в сырьевой экономике

«Кроме того, стоит отказаться от попыток стабилизации курса рубля во время кризисов путем управления процентными ставками. Также неэффективными следует признать попытки сдерживать инфляционное давление путем охлаждения внутреннего спроса: в условиях высокой открытости российской экономики и значительной доли импорта на внутренних рынках внутренние цены в условиях шоков платежного баланса во многом определяются динамикой курса рубля, не подконтрольной Банку России.»

- Политика таргетирования инфляции не является оптимальной для России
 - В условиях изменения цен на нефть происходит равновесная корректировка валютного курса (относительных цен импортных и отечественных товаров);
 - Эта корректировка валютного курса неизбежно приводит к росту инфляции (цены импорта в составе ИПЦ);
 - Попытки ЦБ противодействовать этой «равновесной» инфляции неоптимальны – повышение ставок не помогает стабилизировать инфляцию и курс, но негативно влияет на ВВП.

Две группы комментариев



- По сути результатов и выводов
- По эконометрике



По содержанию I: Поиск оптимальной политики

См. например, Handbook of Macroeconomics (1999), Bergholt (2015) “Monetary policy in oil-exporting economies” или Charnavoki (2010) “International risk sharing and optimal monetary policy in a small commodity-exporting economy”

Алгоритм

- Каковы наиболее важные шоки для экономики?
 - *Например, шок цен на нефть*
- Эти шоки подаются на вход структурной модели экономики
- В модели перебираются различные номинальные якоря
 - *Таргетирование валютного курса, номинального ВВП, инфляции (текущей и на среднесрочном горизонте, domestic или headline инфляции)*
- Задается критерий оптимальности политики: макроэкономическая стабильность, social welfare, и т.д.
- Номинальные якоря сравниваются на основе критерия и делается вывод о наилучшем режиме политики в условиях заданных шоков.



По содержанию II: Как ЦБ проводит стабилизационную политику?

Стабилизационная политика реализуется через «нарушение» (монетарные шоки) центральным банком взятых на себя обязательств по следованию некоторой стабилизационной политике (выражается правилом).

Происходит шок цен на нефть

Его последствия нейтрализуются шоками монетарной политики, а не самой политикой (применяемым правилом)

Исходя из результатов для трансмиссии шоков монетарной политики, эффект такой стабилизационной политики оказывается «неудовлетворительным»: инфляция не снижается, курс не стабилизируется, ВВП сокращается.



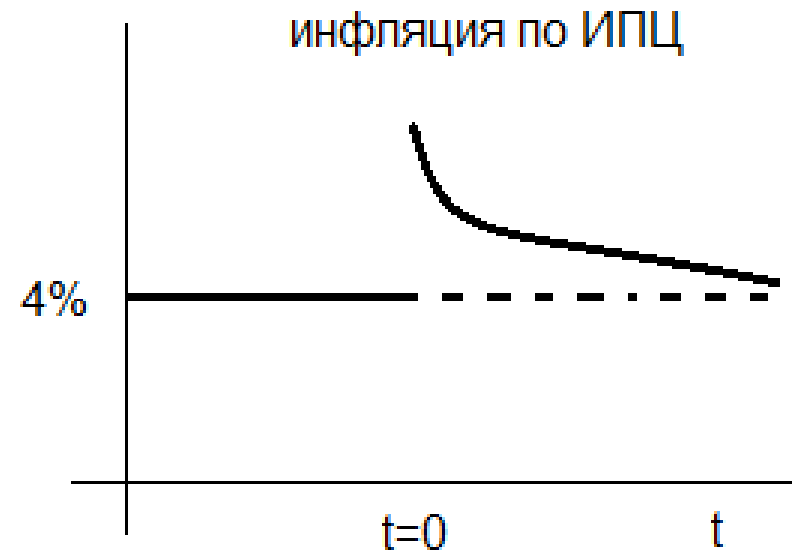
По содержанию III: Неоптимальность сдерживания инфляционного давления?

«Кроме того, стоит отказаться от попыток стабилизации курса рубля во время кризисов путем управления процентными ставками. Также неэффективными следует признать попытки сдерживать инфляционное давление путем охлаждения внутреннего спроса: в условиях высокой открытости российской экономики и значительной доли импорта на внутренних рынках внутренние цены в условиях шоков платежного баланса во многом определяются динамикой курса рубля, не подконтрольной Банку России.»

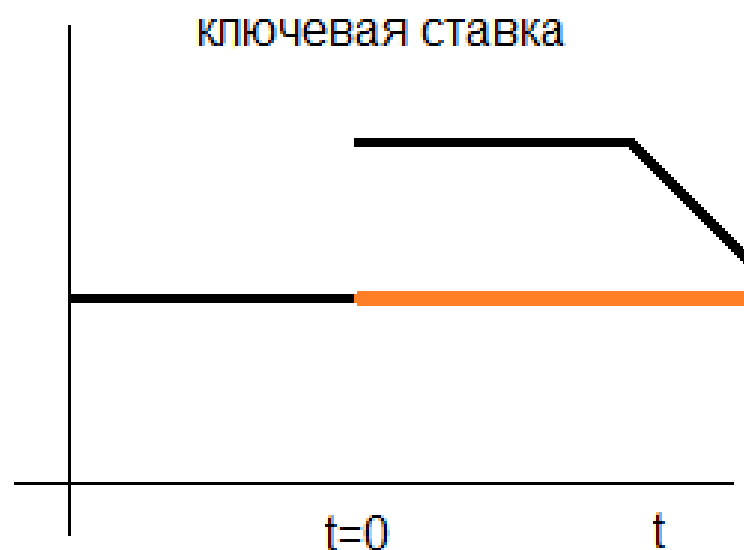
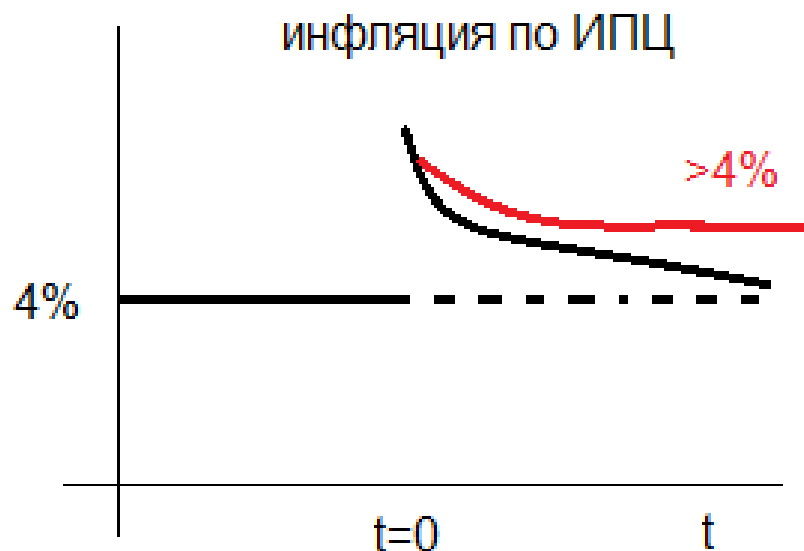


По содержанию III: Неоптимальность сдерживания инфляционного давления?

- Таргетирование текущей (уже реализовавшейся) инфляции (подверженной влиянию равновесного корректировки относительных цен)?
- Таргетирование инфляции на среднесрочном горизонте? То есть, когда все равновесные изменения относительных цен отмирают, и инфляция отражает только давление монетарных факторов



По содержанию III: Неоптимальность сдерживания инфляционного давления?



По содержанию IV: Вопросы «Почему?»»



Почему получаются такие эмпирические результаты? Как их содержательно объяснить?

Почему ставки не влияют на курс и рост цен?

Как на изменение трансмиссии влияет шок цен на нефть? Что такого происходит в экономике, что не действует трансмиссия? Какие каналы перестают работать?

Или трансмиссия не действовала и до шока цен на нефть? Почему?

Корреляции vs. Содержательный анализ



- Тезис: *В условиях нефтяного шока снижение ставок поддержало бы спрос в экономике (через поддержку кредитования)*
- Контраргументы:
 - Нехватка спроса связана с нехваткой долларов. Может ли ЦБ напечатать доллары, снизив свои ставки?
 - Банки в условиях нефтяного шока, сокращения доходов населения и роста NPL, не будут ужесточать условия выдачи кредитов независимо от уровня ставок.
Что для них дороже: сохранить капитал или принять дополнительные риски на баланс в совсем неудачное время? Пример: проблемы у банков Еврозоны и нулевые ставки
 - Жесткая политика играет важную роль в сокращении экономической неопределенности, что помогает инвестициям в капитал.
 - при более мягкой политике слабее рубль и дороже импорт инвестиций, то есть вычет из роста производства.

Вывод по части комментариев по содержанию



- Использовать правильные модели и алгоритмы для ответов на поставленные вопросы
- Больше внимания уделить содержательному описанию трансмиссии и объяснению полученных результатов
- Быть аккуратнее с выводами

- Явная мисспецификация модели
 - Торгуемый и неторгуемый сектора
 - Бюджетная политика и стабилизирующая роль бюджетных фондов
 - Линейная модель при столь сильных шоках

- Идентификация шоков
 - По- видимому, идентификация не проведена (см. красным в таблице)

Таблица 2 - Ограничения на знаки функций отклика для идентификации различных шоков в данной работе

	Выпуск	Цены	Ставка
Внешний спрос / производительность	+	-	+
Внутренний спрос	+	+	-
Денежно-кредитная политика ¹⁵		-	+

Примечание. «+» означает рост показателя, «-» - его снижение. Ограничения накладываются в течение 6 месяцев.



- *Было бы интересно посмотреть на временной ряд шоков денежной политики: а была ли политика жесткой по сравнению с оцененным правилом в конце 2014 года?*
- *Как автор интерпретирует шоки денежной политики?*
- *Как и чем объясняется инфляция?*
- *Стоит попробовать Narrative approach к определению шоков денежной политики*

- *Шоки не должны быть коррелированы*

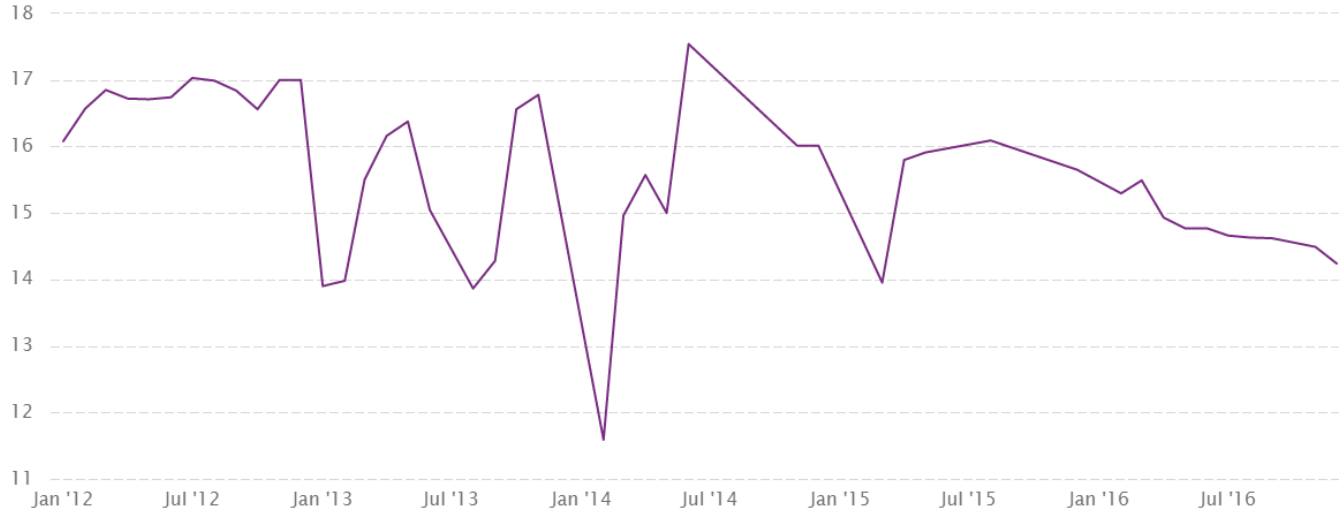
В рекурсивной идентификации шоков выявлен обратный эффект – «загадка цен» (“price puzzle”) – положительный отклик уровня цен на повышение процентной ставки. Это может объясняться ... неспособностью монетарных властей мерами процентной политики сдерживать инфляционное давление, возникающее вследствие действия негативных внешних шоков.

Выводы по эконометрике:



- С учетом обилия структурных сдвигов в экономике и связях между переменными с 2009 по 2016 гг., неоднозначности идентификационной схемы через знаки, агрегированные оценки трансмиссии ненадежны.
- Попробовать narrative approach к пониманию шоков денежной политики трансмиссии, Cloyne&Hurtgen (2014, Bank of England)

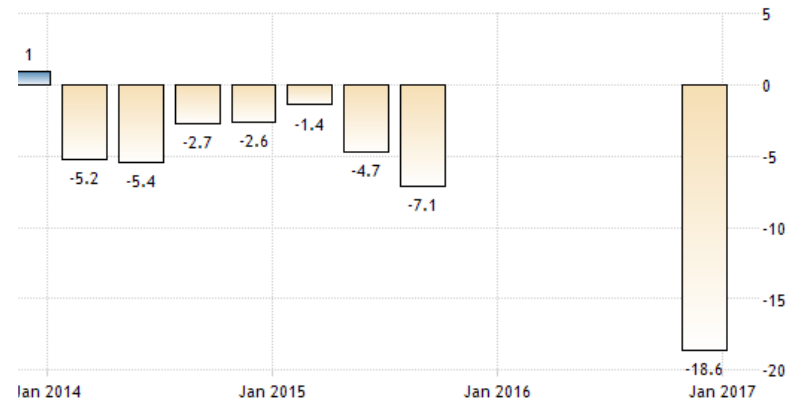
Back up По содержанию IV: Natural Experiment



Long Term Interest Rate: Month Avg: Venezuela: Government Bond Yield: 10 Years

SOURCE: WWW.CEICDATA.COM | CEIC Generate

VENEZUELA GDP ANNUAL GROWTH RATE



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

VENEZUELA INFLATION RATE



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | BANCO CENTRAL DE VENEZUELA