

СЕМИНАР ЦАРЭС ПО МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ И ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

ЦИКЛИЧНЫЕ МЕРЫ МАКРО-ПОЛИТИКИ В СТРАНАХ ЦАРЭС

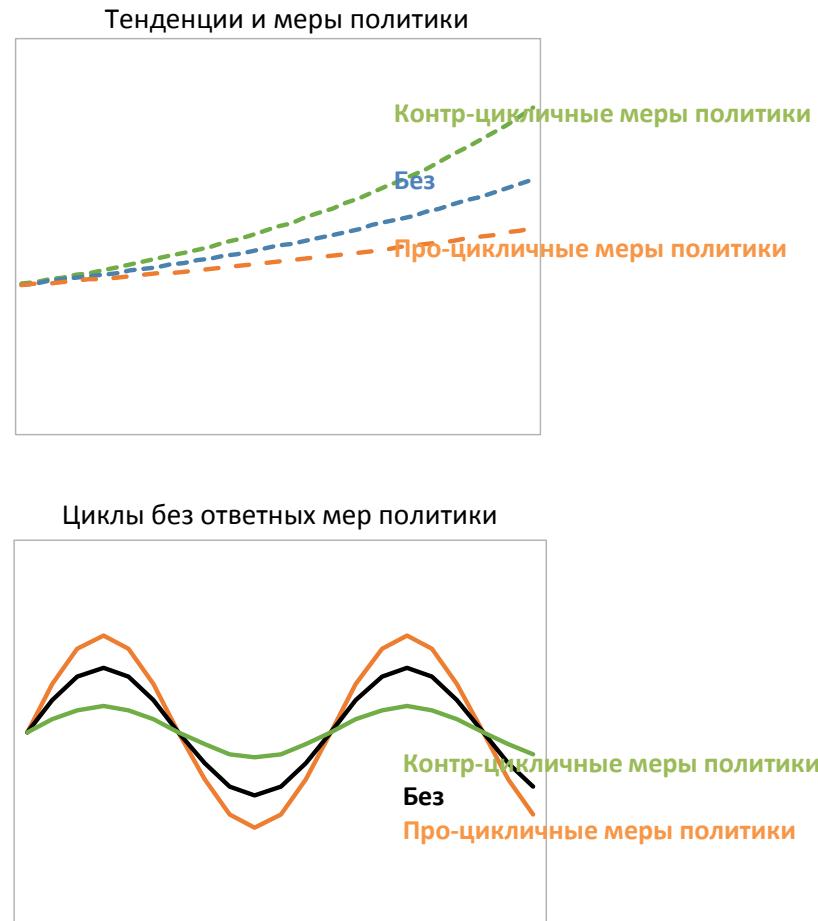
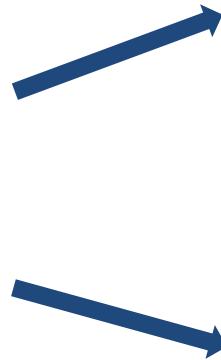
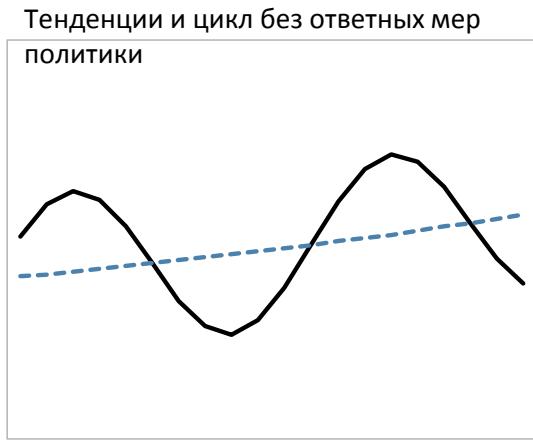
Астана

16 мая 2018 г.

Альберт Егер, МВФ

Обоснование полезности контр-циклических мер макро-политики

Внешние и
внутренние
шоки



Однако контр-циклические меры политики не возникают случайно.

Обзор

- Циклы и меры макро-политики: Общепринятое мнение
- Промышленное производство, безработица и финансовые циклы в экономиках стран ЦАРЭС
- Цикличная динамика мер макро-политики в странах ЦАРЭС:
Первая проба
 - Денежно-кредитная политика
 - Фискальная политика
 - Меры политики в финансовом секторе
- Переход от про-цикличных к контр-цикличным мерам политики
- Разматывая клубок контр-цикличных мер политики



Циклы и меры политики: Общепринятое мнение

- Циклы и меры макро-политики в развитых экономиках (РЭ) отличаются от циклов и мер макро-политики в развивающихся экономиках (РаЭ) и странах с низким уровнем дохода (СНД):*
 - Циклы РаЭ/СНД больше, чем циклы РЭ; «правило двух раз»
 - Циклы РаЭ/СНД усугубляются про-циклическими мерами макро-политики; «если идет дождь, то льет как из ведра»
- Однако примерно за последнее десятилетие, около 1/3 РЭ перешли от про-циклических к более контр-циклическим структурам денежно-кредитной и фискальной политики*

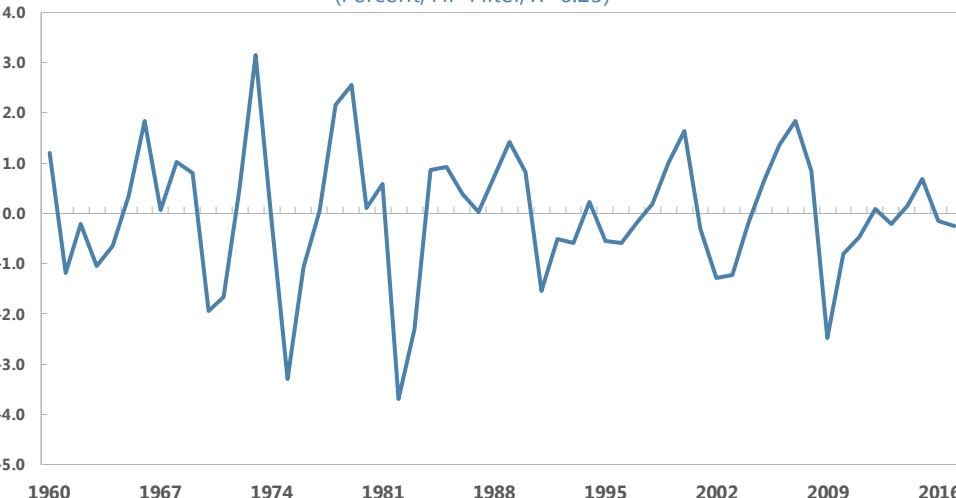
*См. справочные материалы на тему циклов и мер макро-политики в РаЭ/СНД в сравнении с РЭ на слайде в конце презентации



Циклы промышленного производства

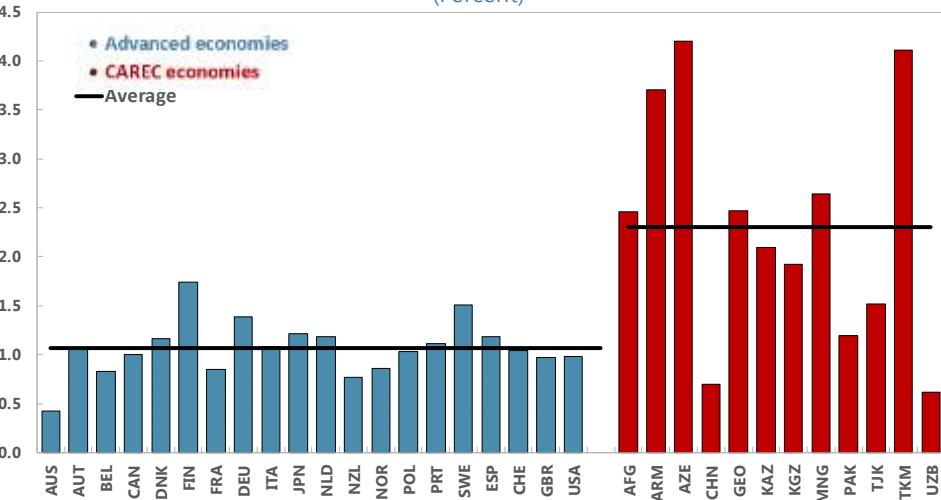
United States: Output Cycle, 1960-2017

(Percent, HP Filter, $\lambda=6.25$)



AEs and CAREC Economies: Standard Deviation of Output Cycles, 1995-2017

(Percent)

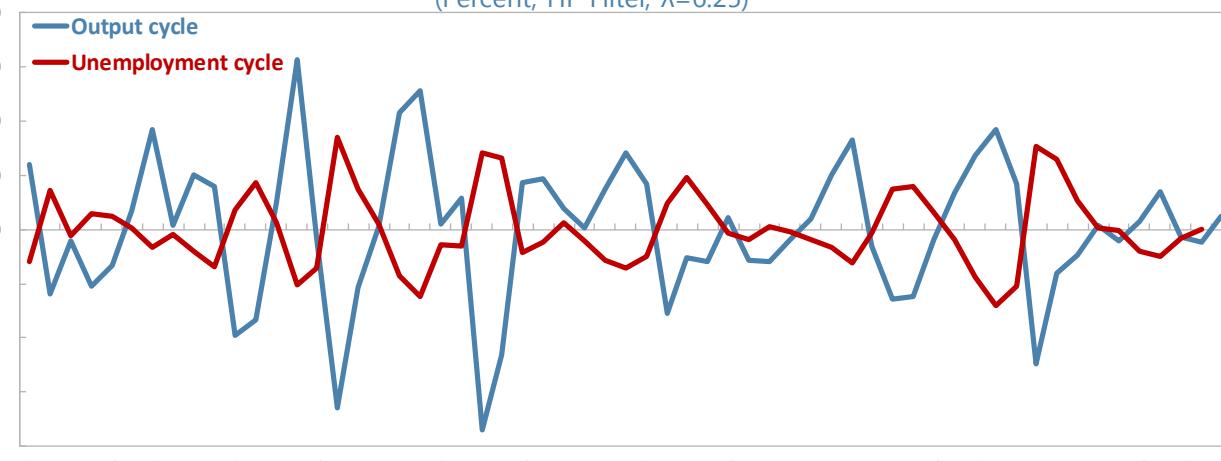


- Основной взгляд на цикл промышленного производства:
Преходящие колебания промышленного производства вокруг долгосрочной тенденции роста
- Ловушка ложного цикла:
Механическое устранение трендов может привести к искусственным циклам (фильтр Ходрик-Прескотта (ХП) индивидуализирован под циклы промышленного производства США)
- Циклы промышленного производства стран ЦАРЭС в два раза больше, чем циклы РЭ

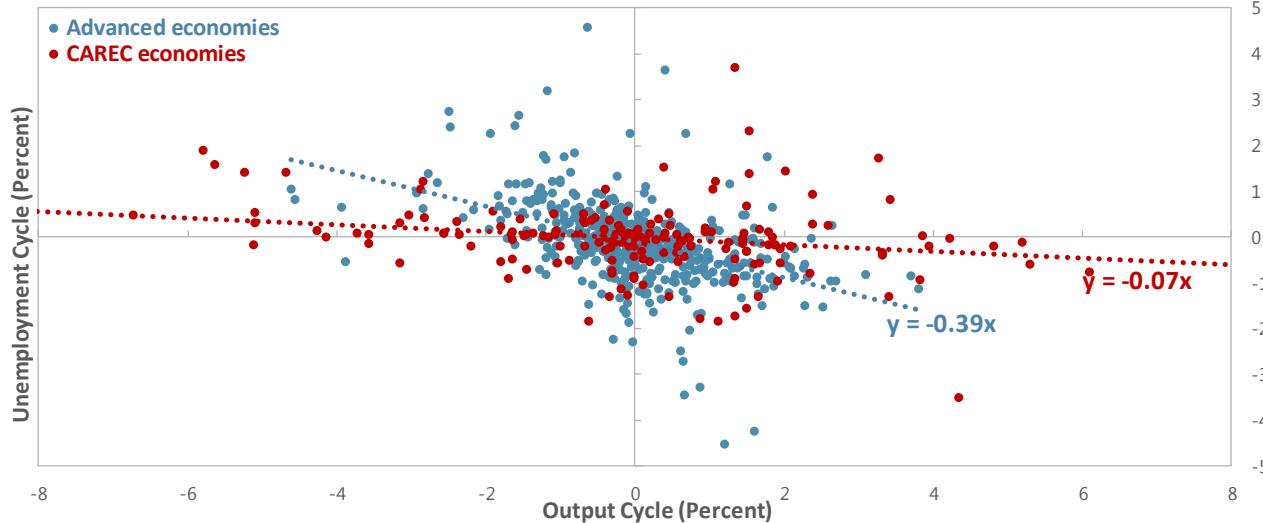


Безработица и циклы промышленного производства

United States: Unemployment and Output Cycles, 1960-2017
(Percent, HP Filter, $\lambda=6.25$)



AE and CAREC Economies: Unemployment and Output Cycle Observations, 1995-2017

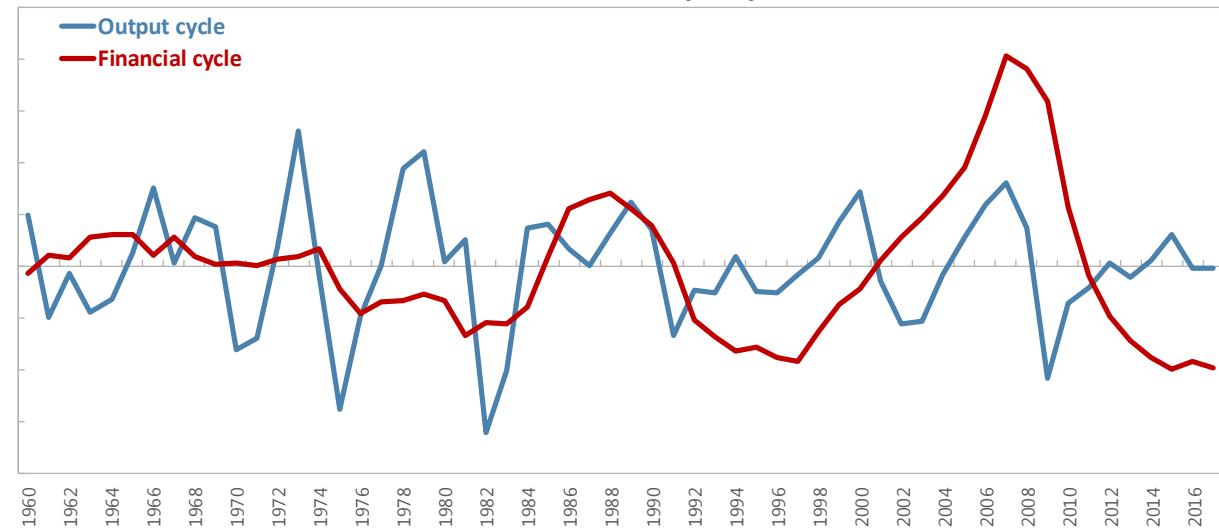


- В РЭ, тесная (противоположная) связь между промышленным производством и циклами безработицы (Закон Окуна)
 - Стабилизация промышленного производства $<=>$ стабилизация безработицы
- В странах ЦАРЭС: Слабая связь между циклами промышленного производства и безработицы
- Почему?
 - Низкое качество данных о рабочей силе
 - Размер неформального сектора



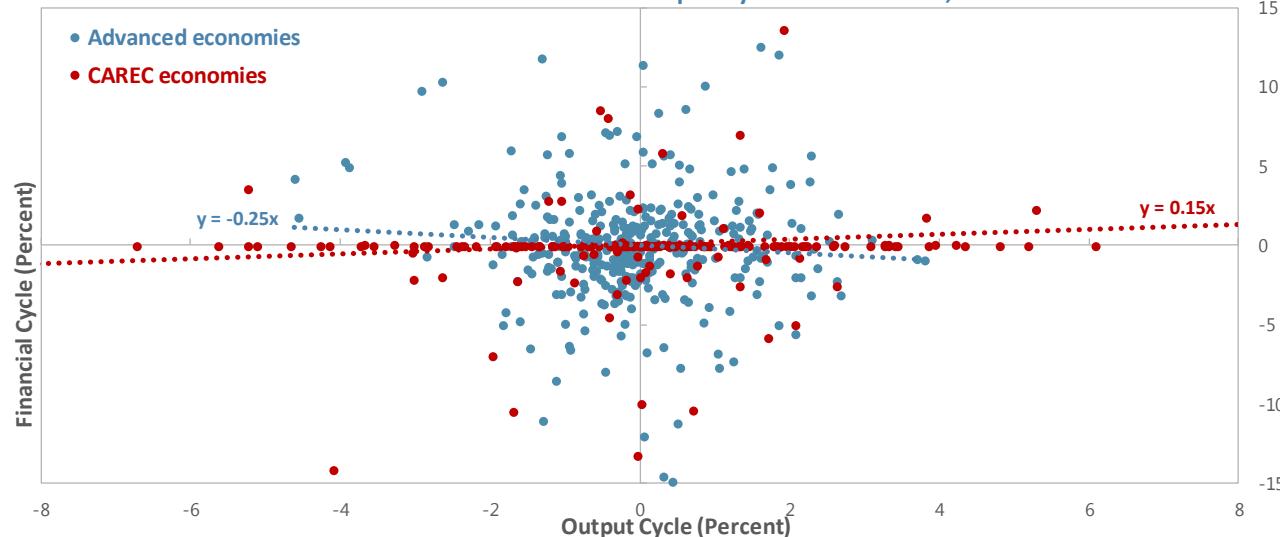
Финансовые циклы и циклы промышленного производства

United States: Financial and Output Cycles, 1960-2017



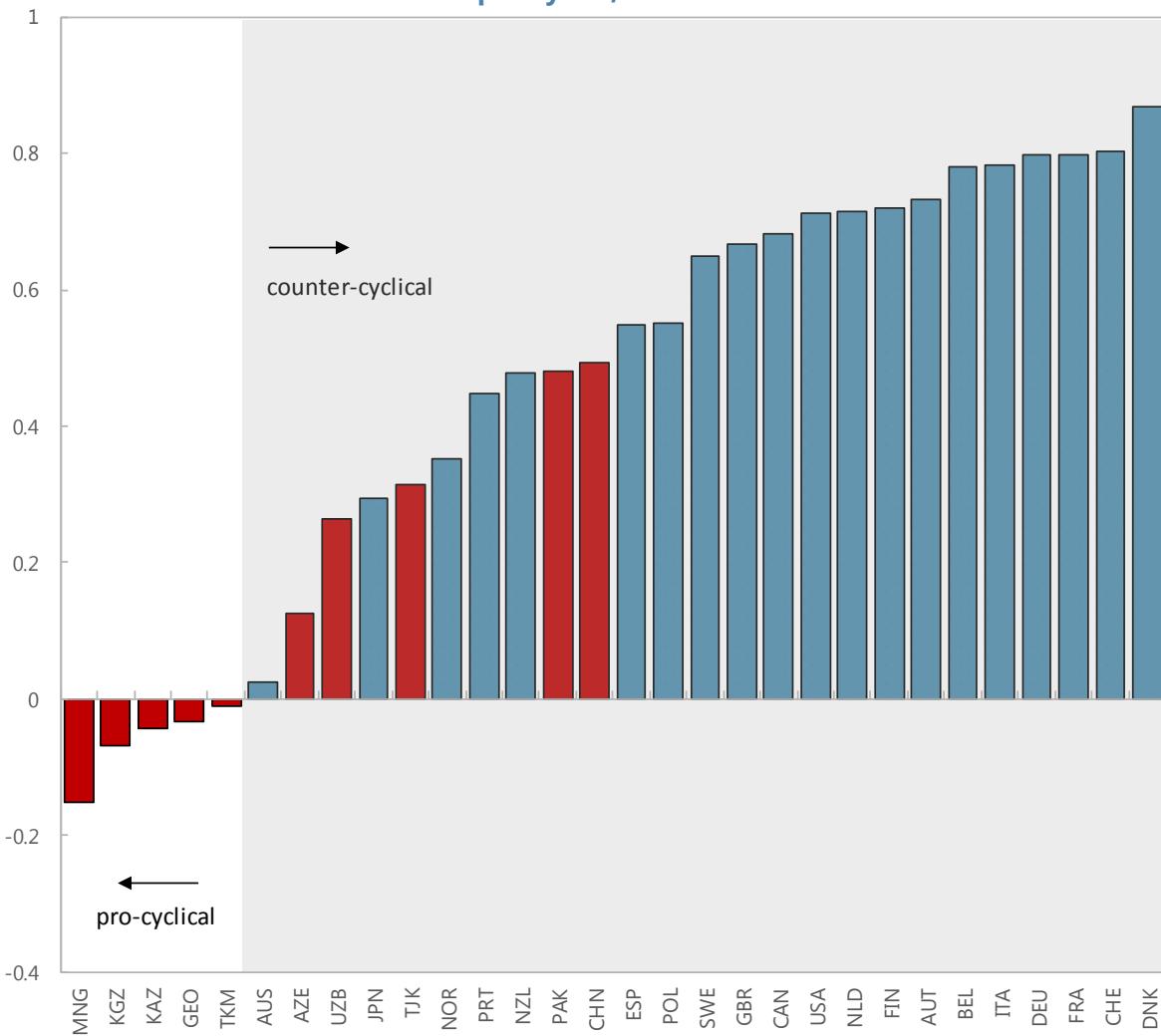
- Финансовый цикл: Старая идея, возродившаяся в связи с Глобальным финансовым кризисом 2008-09 годов
- В большинстве стран, финансовые (кредитные) циклы, как правило, длиннее/крупнее, чем циклы промышленного производства
- Это приводит к отсутствию сильной связи между финансовыми циклами и циклами промышленного производства как в РЭ, так и в странах ЦАРЭС
- Однако существуют доказательства того, что финансовые циклы влияют на длину и амплитуду циклов промышленного производства, особенно во время рецессий.

AEs and CAREC Economies: Financial and Output Cycles Observations, 1995-2016



Циклическое поведение валютно-денежной политики

AEs and CAREC Economies: Correlation between Interest Rate and Output Cycles, 1995-2017

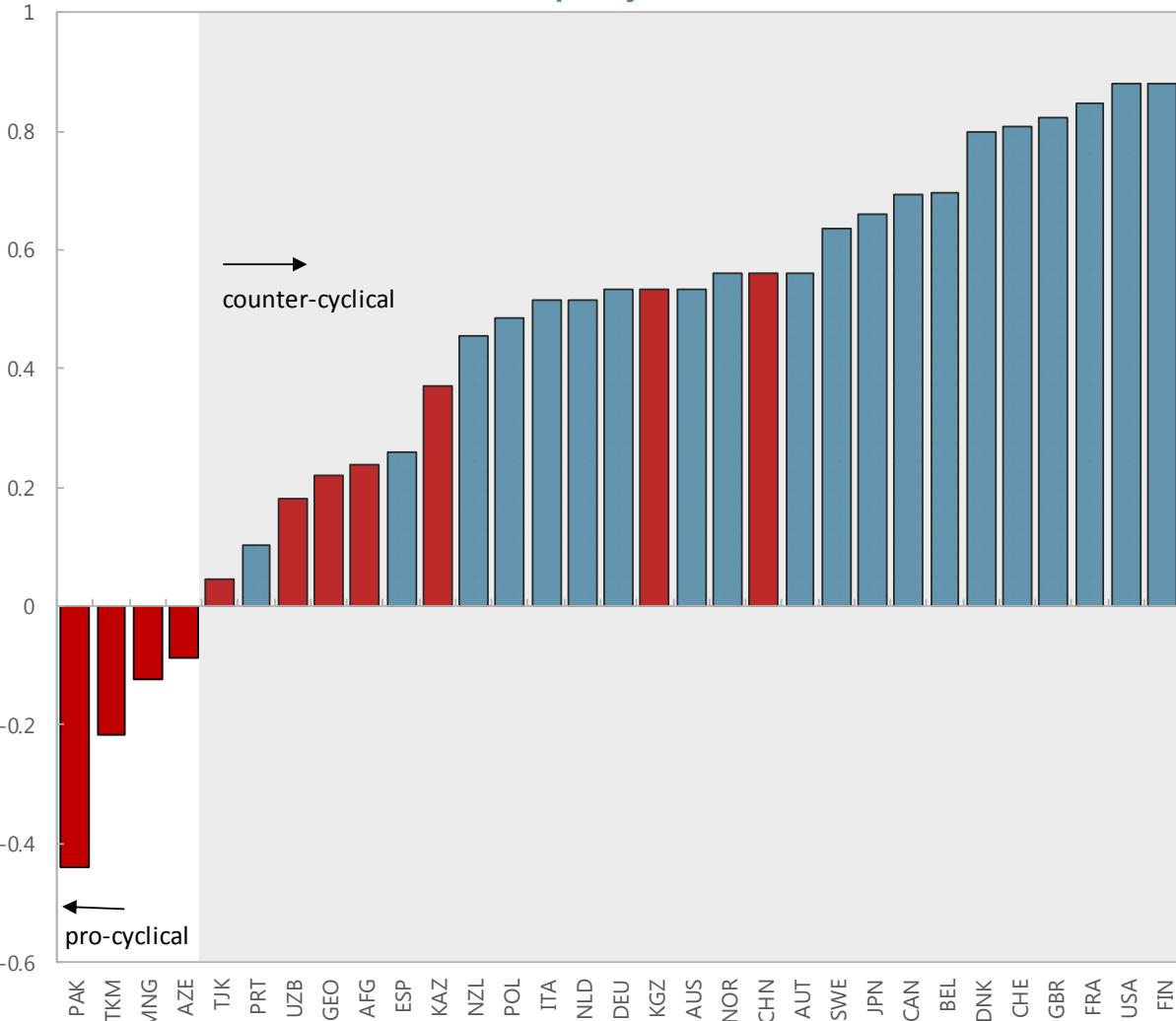


- В РА валютно-денежная политика, как правило, имеет сильную контриклическую направленность
- В странах ЦАРЭС наблюдается смешанная циклическая динамика валютно-денежной политики
- Почему?
 - Долларизация обязательств
 - Недостаточная надежность политики
 - Боязнь свободного падения = мнимая необходимость использовать процентные ставки для защиты обменного курса во время циклических спадов



Цикличная динамика валютно-денежной политики: Фискальный баланс

AEs and CAREC Economies: Correlation between Fiscal Balance-to-GDP and Output Cycles, 1995-2017

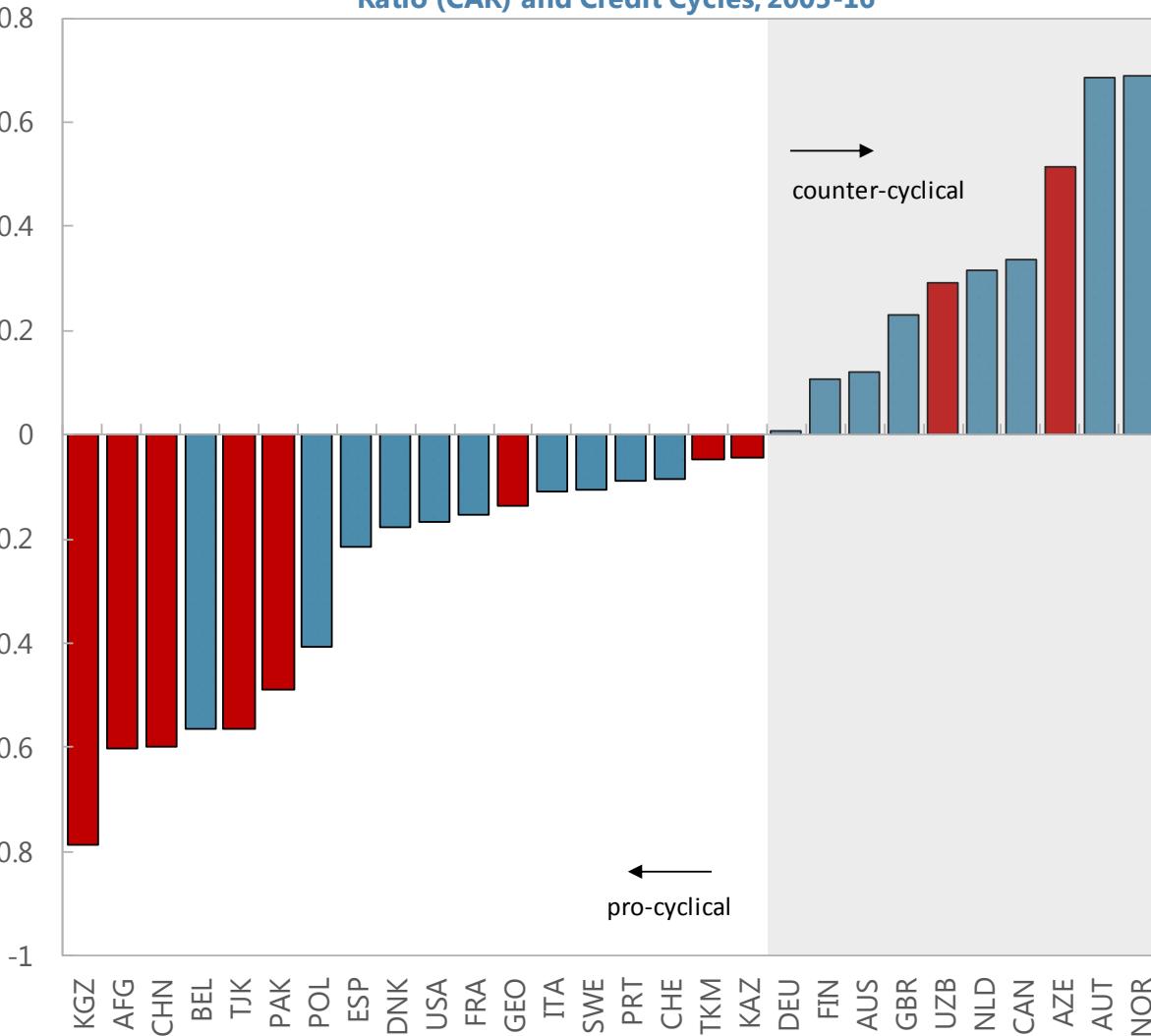


- В РЭ валютно-денежная политика, как правило, имела контр-циклическую направленность
- В странах ЦАРЭС фискальная политика была по большей части нейтральной, но с исключениями
- Почему?
 - Фаза расширения промышленного производства (хорошие времена): Давление политической экономики в сторону расходов и снижения налогов
 - Фаза уменьшения промышленного производства (плохие времена): неспособность заимствовать



Цикличная динамика мер политики в финансовом секторе

AEs and CAREC Economies: Correlation between Capital Adequacy Ratio (CAR) and Credit Cycles, 2005-16

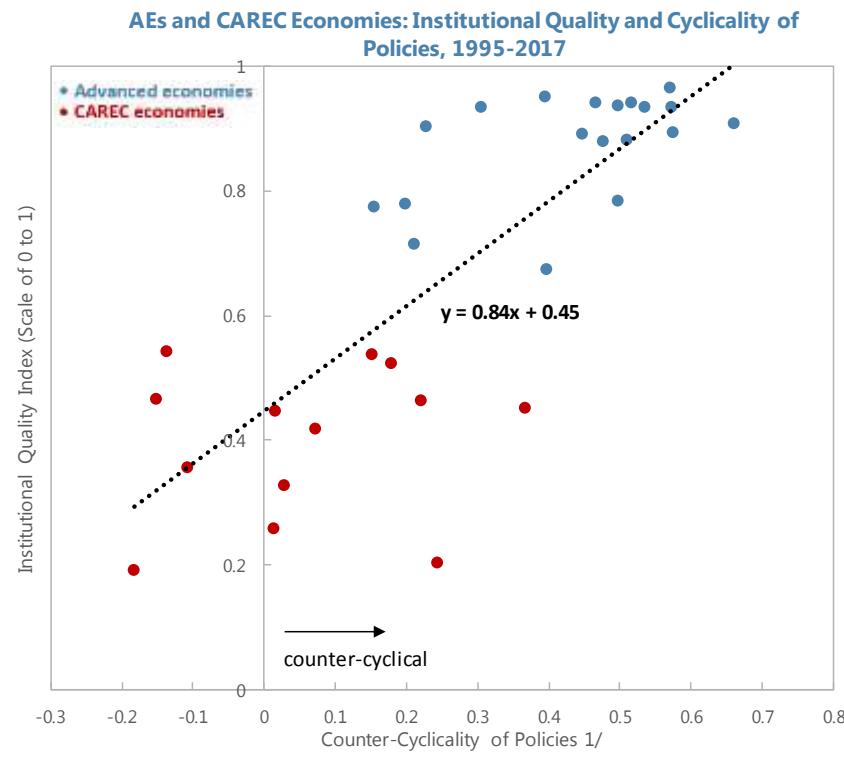


- Многие индикаторы пруденциального управления (буферный капитал, коэффициенты левериджа, резервирование, соотношение стоимости активов и суммы кредита)
- Коэффициенты достаточности капитала (КДК) в большинстве стран ЦАРЭС являются про-циклическими (в отношении финансового цикла)
- Почему?
 - Слишком короткие данные
 - Структуры надзора не основаны на рисках
 - Сниходительность надзора



Переход от про-циклических к контр-циклическим мерам политики

- Содействие контр-циклической денежно-кредитной политике
 - Улучшение денежно-кредитных структур (инфляционное таргетирование)
 - Финансовое углубление
- Содействие контр-циклической денежно-кредитной политике
 - Улучшение фискальной прозрачности
 - Фискальные правила; стабилизационные фонды
- Содействие контр-циклической денежно-кредитной политике в финансовом секторе
 - Структуры надзора на основании правил и рисков (Базель 3)
 - Улучшение управления в банках
- Главное затруднение перехода: институциональное качество
 - Верховенство закона
 - Коррупция
- Роль международных финансовых институтов (МФИ) и коллегиального обучения



Очищая луковицу контр-циклических мер политики



- Первый слой: Политика на бумаге (*de юре*)
- Второй слой: Политика *де факто* отражает потенциал в области реализации
- Третий слой: Потенциал в области реализации зависит от управлеченческой практики
- Заключительный слой: Управленческая практика зависит от качества институтов



Справочные материалы

Циклы и меры макро-политики: Общие аспекты

- Каминский/Райнхарт/**Вег** (2005), Если идет дождь, то льет как из ведра: Про-циклические потоки капитала и меры макроэкономической политики
- Рами / Рами (1995) Международные доказательства связи между волатильностью и ростом



Карлос А. Вег

Главный экономист
ЛАТАМ, Всемирный Банк

Циклы и меры денежно-кредитной политики

- Рохас/**Вег**/Вулетин (2018), Дilemmы денежно-кредитной политики на развивающихся рынках
- МакГеттиан и др. (2013) Денежно-кредитная политика на развивающихся рынках: Обуздание цикла

Циклы и меры фискальной политики

- Франкель/**Вег**/Вулетин (2017), Об отходе от поддержки фискальной цикличности

Циклы и меры политики в фискальном секторе

- Борио (2014), Фискальный цикл и макроэкономика: Чему мы научились?
- Клессенс и др. (2012), Как взаимодействуют бизнес и финансовые циклы?

