

A decorative graphic at the top of the slide consists of a horizontal line. On the left side, a large black left square bracket '[' is positioned above the line. On the right side, a large gold right square bracket ']' is positioned above the line. The line itself is a light olive green color.

# **Цели и ограничения макроэкономической политики**

# Сформулируйте общие цели фискальной и монетарной политики

- Микроэкономические цели фискальной политики
  - Решение проблем провалов рынков
  - Перераспределение доходов
- Макроэкономические цели фискальной политики
  - Краткосрочная стабилизация выпуска, занятости и инфляции
  - Стимулирование долгосрочного экономического роста
- Цели монетарной политики
  - Стабильность функционирования финансовой системы
  - Стабильный и низкий уровень инфляции
  - Стабильность динамики валютного курса
  - Краткосрочная стабилизация выпуска и занятости

# Объясните, с какими проблемами сталкивается политика стимулирования совокупного спроса в краткосрочном периоде

- Ограничения на макроэкономическую политику:
- Взаимосвязанность целей (Политика регулирования совокупного спроса не может одновременно добиться увеличения выпуска (снижения безработицы) и снижения уровня инфляции)
  - Кривая Филлипса (output-inflation tradeoff)
  - Валютный курс, денежная масса и ставка процента
  - Стабильность финансовой системы и эффективность финансовых посредников
- Комплементарность инструментов
- Бюджетное ограничение
  - Зависимость бюджета от состояния экономической активности
  - Неявные обязательства правительства
  - Баланс государственного бюджета и внешнеторговый баланс
  - Ограничение устойчивости
  - Ограничение осуществимости
- Лаги политики (внутренние/внешние)
- Рациональные ожидания и доверие к политике
- Институциональное устройство экономики (финансовой системы) и доступность инструментов политики

# Объясните концепции «невозможной тройки» и «несостоятельного квартета»

## ■ «Невозможная тройка»:

- Совершенная мобильность капитала
- Режим фиксированного обменного курса
- Независимая национальная монетарная политика

## ■ «Несостоятельный квартет»:

- Свободная международная торговля
- Совершенная мобильность капитала
- Режим фиксированного обменного курса
- Независимая национальная монетарная политика

# В чем заключается проблема выбора для центрального банка между устойчивостью и эффективностью финансовой системы

- Стабильность или эффективность?

- Должен ли ЦБ активно использовать свою функцию «кредитора последней надежды» (the lender of last resort)?

- За: ожидаемое вмешательство ЦБ снижает вероятность масштабной банковской паники

- Против: проблемы финансовых посредников, как правило, свидетельствуют об их неэффективности



**Бюджетное ограничение  
государственного сектора**

# Запишите и проинтерпретируйте динамическое бюджетное ограничение государства (в номинальных величинах)

Динамическое бюджетное ограничение правительства:

- $G_t$  – (реальные) государственные закупки в периоде  $t$
- $T_t$  – (реальные) чистые налоги в периоде  $t$
- $B_t$  – (номинальный) государственный долг
- $R$  – номинальная ставка процента
- $M_t$  – денежная база,
- $P_t$  – уровень цен

$$(1) \quad P_t(G_t - T_t) = \frac{B_{t+1}}{(1+R)} - B_t + (M_{t+1} - M_t)$$

первичный дефицит бюджета
приращение в долге с учетом обслуживания долга
денежная эмиссия (покупка ЦБ гос. облигаций)

$$(2) \quad P_t(G_t - T_t) + \frac{RB_t}{(1+R)} = \frac{B_{t+1} - B_t}{(1+R)} + (M_{t+1} - M_t)$$

первичный дефицит бюджета
обслуживание долга
приращение в долге
денежная эмиссия (покупка ЦБ гос. облигаций)

Операционный дефицит бюджета

# Сформулируйте и объясните условие отсутствия игр Понци

■  $b_t$  – (реальный) государственный долг

$$b_t = - \sum_{\tau=0}^{N-1} \frac{(d_{t+\tau} - S_{t+\tau})}{(1+r)^\tau} + \frac{b_{t+N}}{(1+r)^N}$$

(5)  $\lim_{N \rightarrow \infty} \frac{b_{t+N}}{(1+r)^N} = 0$  - *NPG condition (отсутствие игр Понци)*:

приведенная стоимость государственного долга должна стремиться к нулю на бесконечном временном горизонте



# Напишите межвременное бюджетное ограничение государства

$$(4) \quad b_{t+1} = (b_t + d_t - S_t)(1+r) \quad (5) \quad \lim_{N \rightarrow \infty} \frac{b_{t+N}}{(1+r)^N} = 0$$

$$(6) \quad b_t = - \sum_{\tau=0}^{\infty} \frac{(d_{t+\tau} - S_{t+\tau})}{(1+r)^\tau} \quad (7) \quad \sum_{\tau=0}^{\infty} \frac{G_{t+\tau}}{(1+r)^\tau} + b_t = \sum_{\tau=0}^{\infty} \frac{(T_{t+\tau} + S_{t+\tau})}{(1+r)^\tau}$$

■ В каждый момент времени приведенная стоимость госрасходов должна быть равна приведенной стоимости налогов (включая сеньораж) с учетом накопленного государственного долга

# Какую роль играет соотношение между ставкой процента и темпом роста ВВП?

- Если  $r > g_y$  (ставка процента > темп роста ВВП), то макроэкономическая политика должна быть устойчивой – в противном случае правительство вовлечено в игру Понзи (отношение государственного долга к ВВП возрастает по экспоненте или даже быстрее)
- Рост государственного долга не может быть бесконечным – это может привести к кризису недоверия или к ситуации, когда экономика не может абсорбировать новые заимствования правительства
- Если  $r < g_y$ , то для любой «разумной» макроэкономической политики отношение государственного долга к ВВП стабилизируется с течением времени. При этом объем государственного долга может расти по экспоненте, не доставляя проблем экономике страны



**Бюджетные дефициты и  
государственный долг**

Сформулируйте основные причины накопления государственного долга (или стабилизационного фонда)?

- Контрциклическая фискальная политика
- Межвременное перераспределение ресурсов
- Сглаживание налогообложения
- Стратегическое взаимодействие политических партий

## Объясните основную идею политики сглаживания налогов

- Сбор налогов влечёт за собой искажения, которые увеличиваются более чем пропорционально величине собранного дохода. В этой ситуации искажения в среднем выше, чем при политике колеблющихся налоговых ставок, чем при политике стабильного налогообложения, хотя средний уровень налогов в обоих случаях одинаков, желание минимизировать величину искажений является причиной, по которой правительство выравнивает траекторию налогов во времени.

# Каким образом новая политическая экономия объясняет склонность фискальной политики к бюджетным дефицитам?

- Идея активной фискальной политики (стабилизация выпуска и сглаживание налогов) не может объяснить систематический характер *неэффективно высокого* дефицита бюджета
- В основе *позитивного* анализа, объясняющего склонность к дефициту, должны лежать действующие механизмы формирования государственного бюджета – это сфера т.н. *новой политической экономики*
- Потенциальные источники неэффективной политики:
  - Неполные знания политиков и общества относительно оптимальной макроэкономической политики
  - Стратегическое взаимодействие в ходе политического процесса
    - Отложенная стабилизация
    - Политические циклы и стратегическое накопление долга
- Неполные знания относительно оптимальной политики
  - Выгоды от высоких государственных расходов и низких налогов являются прямыми и очевидными
  - Издержки (более низкие будущие расходы и более высокие будущие налоги, которые необходимы, чтобы выполнялось бюджетное ограничение) являются непрямыми и менее очевидными
- Стратегическое взаимодействие политических партий
  - Политик, стоящий у власти, может накопить неэффективно высокую сумму долга, чтобы ограничить расходы своего приемника
  - Несогласие по поводу распределения бремени снижения дефицита может привести к замедлению реформы фискальной политики
  - Дефицит может формироваться из-за попыток выбранных лидеров сообщить о своих способностях избирателям
- Лидер может накопить неэффективно высокую сумму долга, чтобы определить расходы приемника.
- Несогласие по поводу распределения бремени снижения дефицита
- Дефицит может образовываться из-за попыток выбранных лидеров сообщить о своих способностях избирателям.

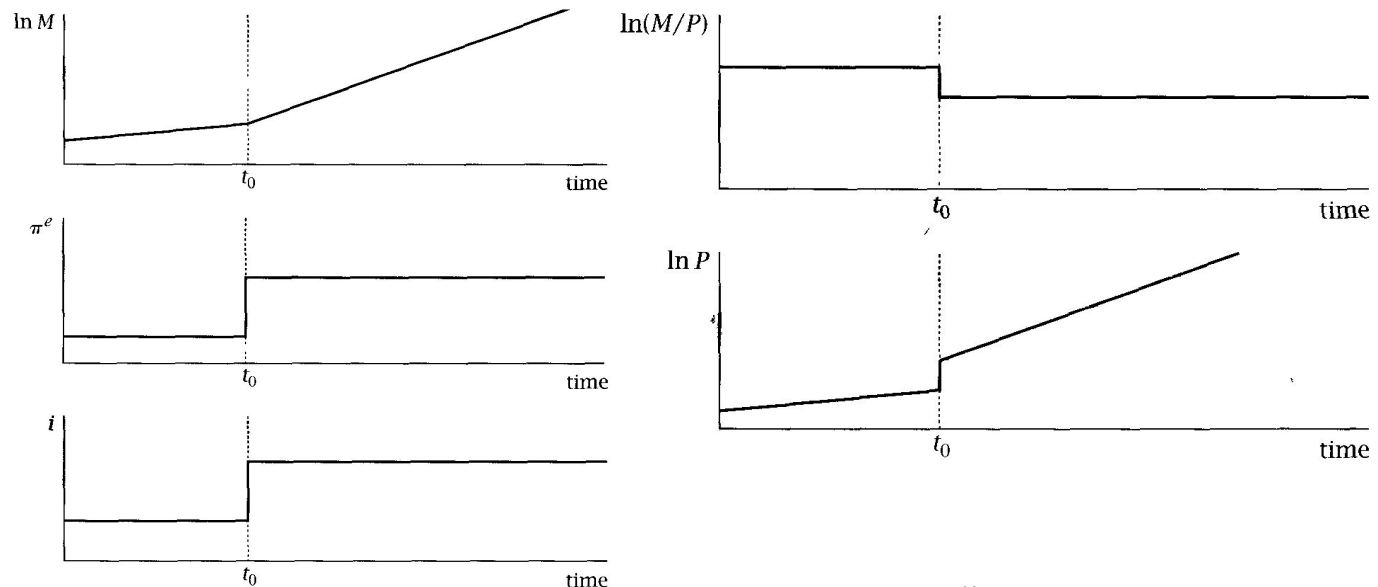
A decorative graphic at the top of the slide consists of a horizontal line. On the left side, a black left square bracket is positioned above the line. On the right side, a gold right square bracket is positioned above the line.

# **Денежная масса, инфляция и сеньораж**

# Охарактеризуйте эмпирическую взаимосвязь между темпом роста денежной массы и инфляцией

Рост денежной массы играет особую роль в определении инфляции не потому, что деньги влияют на цены более непосредственно, чем другие факторы, а потому что, как мы знаем из эмпирических исследований, вариации темпа роста денег объясняют большую часть вариаций темпов роста агрегированного спроса. **Имеется четкая и сильная связь между этими двумя переменными.**

**Случай гибких цен:**



**Случай жестких цен:**

- Если цены жесткие (в краткосрочном периоде), то увеличение темпа роста денежной массы приводит к увеличению выпуска и снижению *реальной* ставки процента
- Если снижение *реальной* ставки процента сильнее, чем рост инфляционных ожиданий, *номинальная* ставка процента первоначально снижается
- В долгосрочном периоде *номинальная* ставка процента возрастает до нового, более высокого уровня



# Дайте развернутое описание причин роста денежной массы и уровня инфляции

- Бюджетные дефициты
- “Inflation bias” в монетарной политике
- Обменный курс и условия торговли
- Индексация зарплат
- Частота подстройки цен

Механизмы инфляции:

- Инфляционная спираль спроса/издержек (растет спрос - растут цены - растут издержки, т.к. некоторые товары используются в производстве - от этого еще сильнее растут цены; растет спрос – растут цены – профсоюзы требуют повышения зп – растут издержки – производители увеличивают цены)
- Инфляционные ожидания (люди ожидают увеличение цен – начинают приобретать сверх меры и требовать повышения з/п – спрос растет – растут цены)
- Структурная инфляция (сектора экономики несбалансированны – есть сектор, сильно влияющий на эк-ку – в нем цены растут – растут во всей экономике)
- Подавленная инфляция (государство замораживает цены - спрос превышает предложение - растет дефицит товаров - снижается реальная стоимость денег)

# Опишите возможные механизмы инфляции

- Инфляционная спираль спроса/издержек (растет спрос - растут цены - растут издержки, т.к. некоторые товары используются в производстве - от этого еще сильнее растут цены; растет спрос – растут цены – профсоюзы требуют повышения зп – растут издержки – производители увеличивают цены)
- Инфляционные ожидания (люди ожидают увеличение цен – начинают приобретать сверх меры и требовать повышения з/п – спрос растет – растут цены)
- Структурная инфляция (сектора экономики несбалансированны – есть сектор, сильно влияющий на эк-ку – в нем цены растут – растут во всей экономике)
- Подавленная инфляция (государство замораживает цены - спрос превышает предложение - растет дефицит товаров - снижается реальная стоимость денег)

# Объясните взаимосвязь между бюджетным дефицитом, сеньоражем (инфляционным налогом) и инфляцией

Причина, лежащая в основе большинства, если не всех, случаев высокой инфляции и гиперинфляции, это желание правительства получить сеньораж – то есть, доход от печатания денег. Войны, падения экспортных цен, уклонение от уплаты налогов и безвыходное в политическом плане положение часто оставляют правительства с крупным бюджетным дефицитом. И зачастую инвесторы не имеют достаточной уверенности в том, что правительство сможет выплатить свои долги, и поэтому отказываются покупать государственные облигации. Таким образом, правительству не остается другого выхода, как уповать на сеньораж.

$$S = \frac{\dot{M}}{P} = \frac{\dot{M}}{M} \frac{M}{P} = \mu m \quad \mu = \frac{\dot{M}}{M} \text{ - темп роста денежной базы}$$

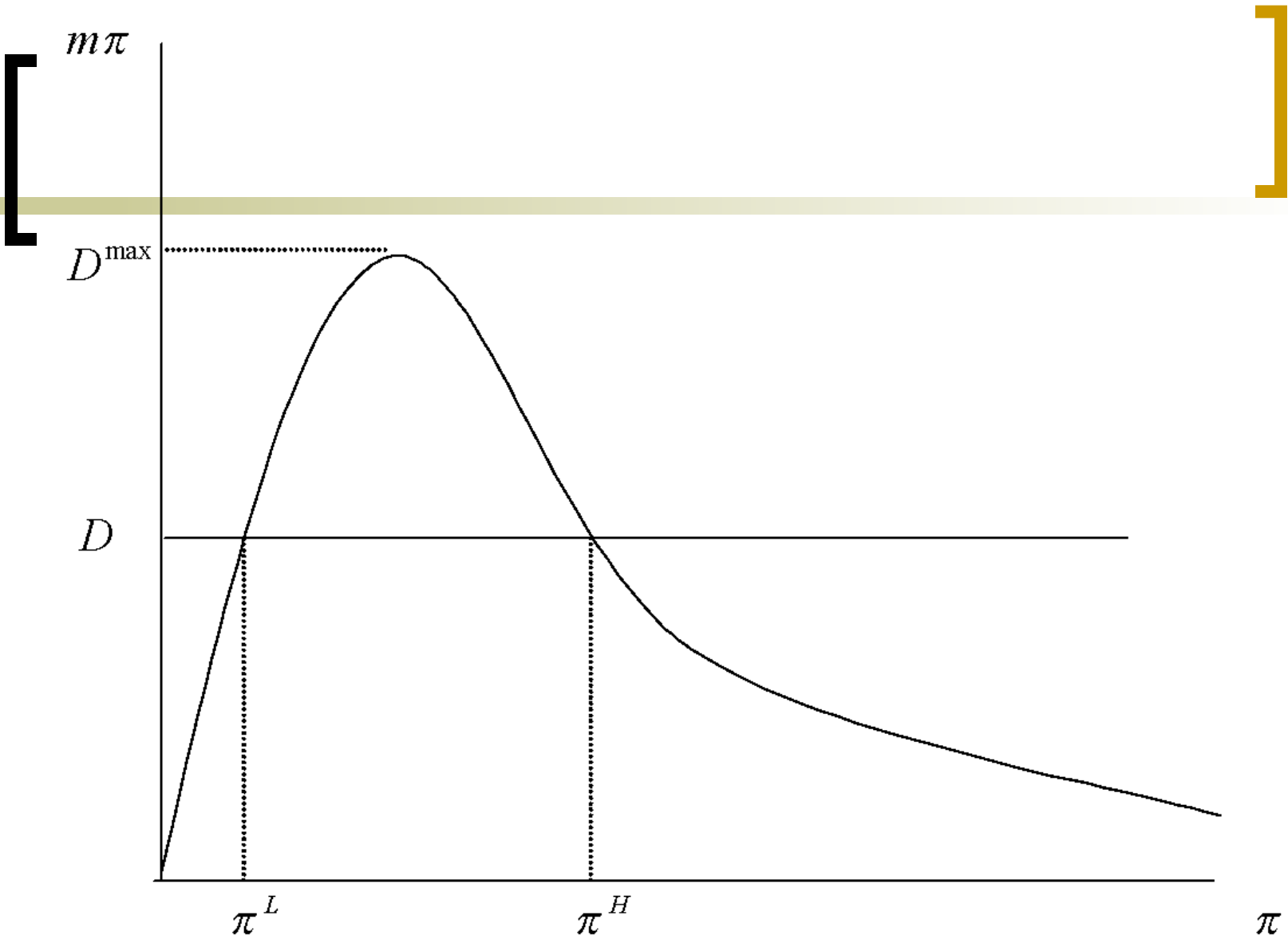
$$m = \frac{M}{P} \text{ - реальные денежные остатки}$$


$$\dot{m} = \frac{\partial}{\partial t} \left( \frac{M}{P} \right) = \frac{\dot{M}P - M\dot{P}}{P^2} = \frac{\dot{M}}{P} - \frac{\dot{P}}{P} \frac{M}{P} = S - \pi m$$

$$S = \dot{m} + \pi m$$

$\dot{m}$  - чистый сеньораж       $\pi m$  - инфляционный налог

$$S = \dot{m} + \pi m = \mu m \quad \dot{m} = (\mu - \pi)m \quad \mu = \pi \Leftrightarrow \dot{m} = 0 \Leftrightarrow S = \pi m$$



A decorative graphic at the top of the slide consists of a thin horizontal line. On the left side, a large black bracket '[' is positioned above the line. On the right side, a large gold bracket ']' is positioned above the line.

# Реальные эффекты инфляции и издержки дезинфляции

# Рассмотрите классификацию реальных эффектов инфляции Фишера-Модильяни

- Реальные эффекты в экономике с полным механизмом индексации
- Реальные эффекты номинальных государственных институтов
- Реальные эффекты номинальных частных институтов и привычек
- Реальные эффекты непредвиденной инфляции, обусловленные номинальными контрактами
- Реальные эффекты неопределенности относительно будущей инфляции

# Опишите источники и природу прямых и косвенных эффектов (слайд 1)

## ■ *Реальные эффекты в экономике с полным механизмом индексации*

*Источник1:* Необходимость менять цены более часто. *Природа эф-тов1:* Издержки меню

*Источник2:* На внешние деньги не выплачивается процент. *Природа эф-тов2:* Государство получает дополнительный доход (сеньораж); Снижение чистого частного богатства (инфляционный налог); Возможность снижения обычных налогов или увеличения государственных расходов; Транзакционные издержки (издержки стоптанных башмаков); Эффект Тобина (увеличение запаса капитала, снижение реальной ставки процента)

## ■ *Реальные эффекты номинальных государственных институтов*

*Источник1:* Прогрессивная шкала подоходного налога *Природа эф-тов1:* Увеличение реального подоходного налога

*Источник2:* Налогообложение номинального процентного дохода. *Природа эф-тов2:* Снижение реальной нормы доходности капитала (после уплаты налогов)

*Источник3:* Налогообложение в форме номинальных величин. *Природа эф-тов3:* Эффект Оливера-Танци (снижение реальных налогов: потери государства, выигрыш фирм)

*Источник4:* Номинальные трансфертные платежи. *Природа эф-тов4:* Снижение реальной стоимости получаемых трансфертов (выигрыш государства, потери домохозяйств)

*Источник5:* Расчет номинальных величин в системе национальных счетов. *Природа эф-тов:* Искажения в интерпретации данных в системе национальных счетов

## ■ *Реальные эффекты номинальных частных институтов и привычек*

*Источник1:* Денежные иллюзии. *Природа эф-тов1:* Искажения в относительных ценах (например, снижение реальной зарплаты: потери для домохозяйств, выигрыш фирм)

*Источник2:* Номинальная бухгалтерия фирм. *Природа эф-тов2:* Искажения в отчетах о деятельности компаний (Искажения в оценке стоимости фирм, Искажения в оценке реальных норм доходности и в инвестиционных решениях)

# Опишите источники и природу прямых и косвенных эффектов (слайд 2)

## ■ *Реальные эффекты непредвиденной инфляции*

■ *Источник:* Номинальная жесткость контрактов, соглашений и оферт. *Природа эф-тов:* Перераспределение между покупателями и продавцами (если объемы продаж фиксированы); Воздействие на объемы сделок; Перераспределение богатства от кредиторов к должникам; Искажение относительных цен (фиксированных в разное время); Неэффективное размещение ресурсов; Перераспределение в пользу экономически активного населения (например, от старого поколения к молодому)

## ■ *Реальные эффекты неопределенности относительно будущей инфляции*

■ *Источник:* Необходимость принимать решения в отсутствии точного знания будущих цен. *Природа эф-тов:* Нежелание принимать те или иные решения в отсутствии полной информации (Невозможность построения долгосрочных планов и связей); Отсутствие безрисковых активов; Отказ от долгосрочных контрактов (Дополнительные транзакционные издержки перезаключения краткосрочных контрактов); Изменения в структуре портфелей активов

## ■ **Реальные эффекты инфляции определяются:**

- Институциональной структурой экономики
- Предсказуемостью инфляции



# С какими издержками сопряжена политика дезинфляции и от чего они зависят? Как измеряются данные издержки?

## ■ Измерение потерь общества от политики дезинфляции

■ В отсутствии положительных шоков краткосрочного совокупного предложения, постепенное снижение уровня инфляции связано с периодом экономического спада (снижения ВВП и роста уровня безработицы)

$$Sacrifice\ ratio = \frac{\sum \Delta Y\%}{\sum \Delta \pi\%}$$

■ Потери от политики дезинфляции зависят от

- характеристики инфляционной инерции
- степени доверия к политике дезинфляции



---

# **Оптимальность и динамическая несогласованность политики**

Дайте определение динамически согласованной политики, и объясните, почему в модели Кидлэнда-Прескотта оптимальная политика является динамически несогласованной.

Динамически согласованная политика - это политика, минимизирующая потери общества с учетом эффекта обратной связи – ожидания общества относительно проводимой политики меняют набор альтернатив, доступных политику

Предположим, что общество полагает, что политик связан обязательствами, хотя на самом деле он имеет свободу действий

До тех пор, пока общество не осознает, что политик не выполняет обязательств, политик может увеличить благосостояние общества

$$(5.5) \quad L = \frac{1}{2}[\bar{y} + b(\pi - \pi^e) - y^*]^2 + \frac{1}{2}a(\pi - \pi^*)^2$$

Если политик сформирует инфляционные ожидания

$$(5.9) \quad \pi^e = \pi^* - (y^* - \bar{y}) / b$$

а затем установит инфляцию  $\pi = \pi^*$ , то он сможет достичь оптимума (*first best*):

$$(5.10) \quad L^{FB} = 0$$

Однако, представленная оптимальная политика является динамически несогласованной (*time-inconsistent*)

Как только общество подстраивает свои ожидания под действия политика,  $\pi^e = \pi = \pi^*$ , данная политика становится субоптимальной (*second best*):

$$(5.11) \quad L^{SB} = \frac{1}{2}(\bar{y} - y^*)^2 = L^C$$



**Решения проблемы динамической  
несогласованности**

# Объясните, каким образом забота политика о репутации может решить проблему динамической несогласованности низкоинфляционной политики?

- Решение проблемы динамической несостоятельности – это *политика правил* (политика, следующая обязательствам). Но это должны быть *принудительные правила*, так чтобы политик вынужден был им следовать, несмотря на изменяющиеся обстоятельства

- Возникающие при этом проблемы:

- Сложно учесть все возможные обстоятельства
- Политик безнаказанно может не следовать правилам

- Роль репутации:

- Репутация может использоваться для решения проблемы динамической несостоятельности, если политики занимают свою должность более одного периода, и общество не имеет о них точной информации

- Например, общество может не знать предпочтений политиков в отношении инфляции и выпуска или их мнение по поводу выбора между инфляцией и безработицей, а также являются ли их заявления о будущей политике обязательными для выполнения

- В таких ситуациях поведение политиков дает информацию об их характеристиках, и, следовательно, влияет на ожидания общества в отношении инфляции в последующие периоды

- Т.к. политики имеют лучший набор альтернатив при выборе между инфляцией и безработицей, когда инфляция ниже, это дает им стимул следовать низкоинфляционной политике

- Общество не знает, какой политике будет следовать правительство в будущие периоды

- При правдоподобных предположениях, чем ниже инфляция, наблюдаемая сегодня, тем ниже ожидаемая в будущем инфляция

- Это создает стимул поддерживать инфляцию на низком уровне

- Таким образом, неопределенность в отношении характеристик политиков снижает инфляцию

## Объясните идею Рогова о некотором «оптимальном уровне консерватизма» центрального банка

- Анализ может быть распространен на случай, когда экономика подвержена воздействию шоков
- При разумных предположениях, политик, чьи предпочтения в отношении выпуска и инфляции отличаются от предпочтений общества, не реагирует на шоки оптимально
- При выборе того, кому делегировать полномочия по проведению монетарной политики, существует альтернатива: выбор кого-то, кто нерасположен к инфляции, приводит к лучшим результатам в отношении средней инфляции, но к худшим результатам в отношении реакции на шоки
- В результате, существует некий оптимальный уровень «консерватизма» для центральных банков
- Чем больше независимость центрального банка, тем проще делегировать полномочия по проведению политики индивидам, которые особенно нерасположены к инфляции

A decorative graphic consisting of a horizontal line with a light green gradient. On the left side, there is a large black left square bracket. On the right side, there is a large gold right square bracket.

# **Финансовые рынки и независимость центрального банка в развитых странах**

# Объясните, что такое рычаг центрального банка

- Рычаг центрального банка проявляется в том, что изменение ЦБ ставки процента очень сильно влияет на рыночные ставки. Это происходит потому, что ЦБ может почти без издержек увеличить объем своих сделок, хотя и влияет на маленькую долю финансовых потоков.
- Ставка процента – сигнал и ориентир для агентов финансового рынка.
- ЦБ – гораздо более сильный игрок на национальном финансовом рынке, чем на валютном
- И политика ЦБ напрямую влияет на международные потоки капиталов – например, если денежная масса падает, то идет отток капитала из страны, это необходимо учитывать при борьбе с инфляцией.



# Чем ограничены возможности проведения политики центрального банка?

- Если ЦБ регулирует *ставку процента*, то спрос на деньги определяет равновесную денежную массу
- Компромиссный выбор между целями (комбинация валютного курса, роста денежной массы и т.д.)
- Реакция экономических агентов на политику ЦБ
- Международные потоки капиталов и валютный курс



# Макроэкономическая политика в США и ЕС

# Опишите, как проводится монетарная политика в США

## ■ Federal Reserve System (USA)

■ ФРС – не 1 банк, а 12 региональных резервных банков, чья деятельность координируется правлением в Вашингтоне

■ Со времен Великой Депрессии (1929-1933) до начала 70-ых гг. роль ФРС второстепенна во многом из-за доминирования кейнсианских взглядов в экономике

■ ФРС выполняет все функции центрального банка, в том числе управляет государственным долгом и отвечает за стабильность банковской системы

## ■ Цели ФРС

■ 1. Коммерческие банки могут брать кредиты у 12 региональных резервных банков по ставкам, ниже *discount rate*

■ 2. Создается *discount window* для коммерческих банков

■ 3. В 70-ых проводится смешанная политика таргетирования ставки процента и таргетирования резервов посредством изменения нормы обязательного резервирования

■ 4. В середине 80-ых таргетирование ставки процента признается более гибким инструментом

■ 5. В любом случае – денежная масса является эндогенной

## ■ Независимость ФРС

■ ФРС независима как в формировании своих целей, так и в использовании своих инструментов

■ Государственные наблюдатели не имеют право воздействовать на решения ФРС

■ ФРС одновременно независима от частных бизнес интересов

■ ФРС достаточно «открытая» организация

■ ФРС не таргетирует инфляцию и интерпретирует стабильность цен достаточно широко

# В чем особенность проведения фискальной и монетарной политики в ЕМС?

## ■ Особенности ЕМС:

- 1) Монетарная политика обладает значительно большими возможностями, чем разрозненные фискальные, что ведет к увеличению обязанностей ЕСВ
- 2) ЕСВ должен следить не только за уровнем цен, но и за объемом выпуска и госдолгом
- 3) Лидерство фискальной политики более эффективно
- В ЕМУ лидер в стратегическом взаимодействии является ЕСВ
- Необходима согласованность целей фискальных политик
- В ЕМУ согласованность целей слабо достижима
- Создание единого фискального союза

# Каковы основные отличия Европейского Центрального Банка и Банка Англии?

## ■ Основные отличия **Европейского Центрального Банка** и **Банка Англии**:

■ Цель по инфляции устанавливается совместно с фискальной властью, независимость в использовании инструментов (**Независимость в установлении цели по инфляции и в использовании инструментов**)

■ Цель – инфляционное таргетирование (**Не слишком прозрачная цель – ценовая стабильность**)

■ Публикует подробные записи своих заседаний (**Публикует краткий пресс-релиз**)

■ Публикует регулярные прогнозы (**Нет регулярных прогнозов**)

■ Фактически подотчетен Парламенту (**Обладает абсолютной независимостью**)



---

**Финансовая система и  
макроэкономическая политика в  
развивающихся странах**

# Объясните, в чем заключается проблема неразвитости финансовой системы в странах с развивающейся экономикой

## ■ Доминирующая роль и слабость банковского сектора

Доля банковского кредита в общем объеме финансирования фирм в Латинской Америке и Азии – 50-90%

Банковский кредит (в % ВВП) значительно ниже, чем в развитых странах

Банковская система является «хрупкой», что часто приводит к банковским паникам и валютным кризисам

## ■ Капитализация рынков акций

Существенно возросла в последние десятилетия

Остается ниже, чем в развитых странах

## ■ Рынок корпоративных облигаций

Узость, большая степень концентрации и низкая ликвидность

## ■ Наличие неформальных рынков заемного капитала и параллельного валютного рынка

# В чем проявляется финансовая репрессия?

- Финансовая репрессия – это проявление административной неэффективности и политических ограничений

Финансовая репрессия дает правительству *неявную субсидию*

- Финансовая репрессия:

Ограничения сверху на номинальные ставки процента

Селективное распределение кредита в «приоритетные» сектора экономики

Высокие нормы обязательного резервирования

Процент по обязательным резервам ниже рыночного

Прямой государственный контроль ключевых банков

Кредитная политика определяется политическими, а не экономическими мотивами

Государственное регулирование портфеля активов банков

Требование держать определенную долю активов в форме государственных облигаций (с доходностью ниже рыночной)

- **Ограничения в форме финансовой репрессии – это *неявный налог на банковский сектор***



# К каким последствиям для экономики и макроэкономической политики приводит финансовая репрессия?

## ■ Последствия финансовой репрессии:

Увеличение спреда между ставкой по депозитам и ставкой по кредитам

Неэффективность финансовой системы

Сокращение объемов сбережений и инвестиций

Появление неформальных видов финансового посредничества, что затрудняет проведение монетарной политики

# Каковы причины и последствия рационализации кредита?

- Рационализация кредита зависит от состояния финансового рынка, т.е. носит *эндогенный характер*

- В условиях асимметрии информации кредитор берет на себя часть риска инвестиционного проекта. Рост ставки процента по кредиту повышает вероятность дефолта. Если ставка процента превышает некоторый критический уровень, ее дальнейший рост снижает ожидаемый доход кредитора – происходит *рационализация кредита*

- Агентские проблемы обусловлены

Эффектом неблагоприятного отбора

Эффектом морального искушения

Дорогостоящей верификацией состояния

# Что такое долларизация? Каковы ее причины и последствия для проведения макроэкономической политики.

- Долларизация: Причина замещения валюты – высокая инфляция

Инфляционный налог

Издержки меню

Диверсификация портфеля активов

- **Долларизация обладает свойством гистерезиса**

Пример эффекта гистерезиса - состояние безработицы; достигнув достаточно высокого уровня, она может в определенной мере самовоспроизводиться и удерживаться на нем. Экономические причины гистерезиса (долгосрочной негибкости рынка труда) неоднозначны.

Транзакционные издержки переключения на другую валюту

Риски возврата к высокой инфляции и обесценения валюты

- **Проблемы для макроэкономической политики**

Сокращение базы инфляционного налога

Необходимость пересмотра структуры денежных агрегатов

Валютное несоответствие в банковских балансах

Выбор валютного режима

- Как бороться с долларизацией? Это не причина, а симптом.

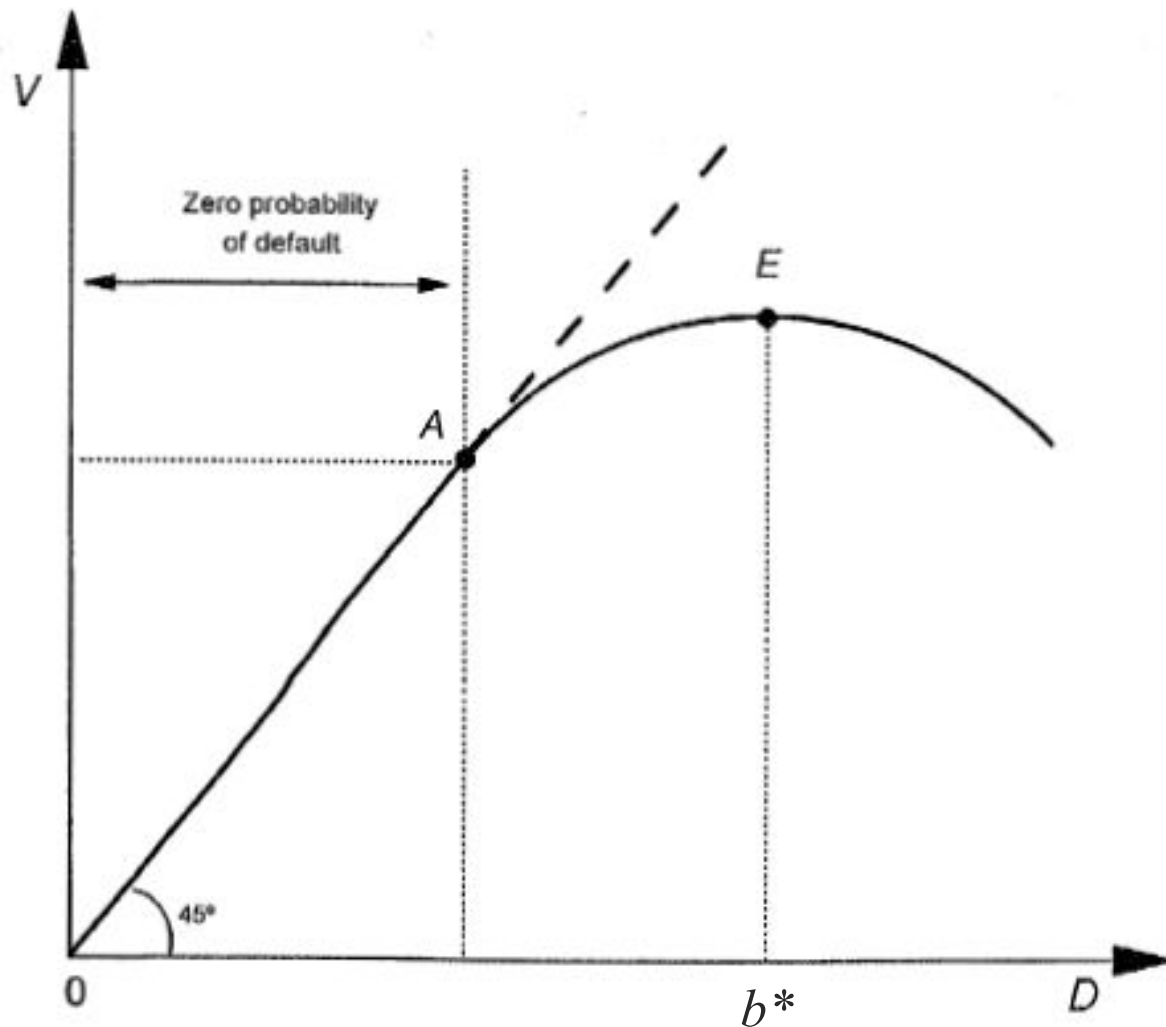
A decorative graphic at the top of the slide consists of a thin horizontal line. On the left side, a large black left square bracket '[' is positioned above the line. On the right side, a large gold right square bracket ']' is positioned above the line.

# **Проблемы государственного долга в развивающихся странах**

# Объясните, почему развивающиеся страны испытывают затруднения с долговым финансированием бюджетного дефицита (слайд 1)

- смысл "**долгового навеса**" заключается в том, что количество уже взятых государством обязательств становится столь велико, что начинает внушать кредиторам опасения относительно способности страны погасить их в полном объеме. В такой ситуации перед кредиторами встает очевидная **проблема** выбора между различными вариантами реструктуризации, включая пролонгацию займов через предоставление дополнительного кредитования и списание долга.
- **Долговой навес** – ситуация, когда ожидаемые выплаты по внешнему долгу,  $V$ , меньше суммы долга,  $b^*$

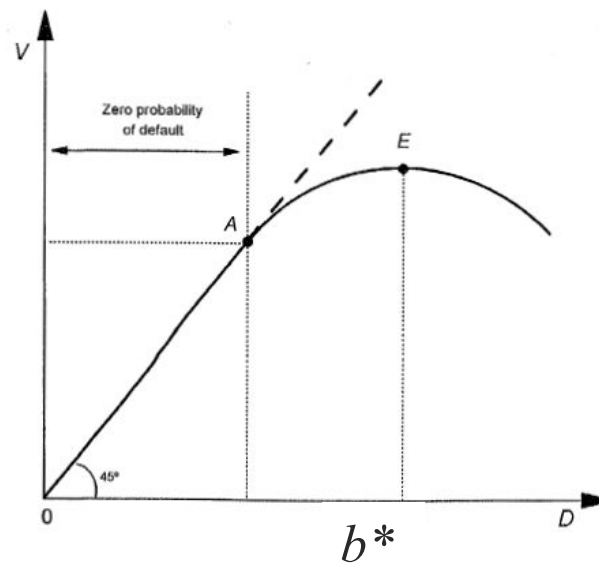
Объясните, почему развивающиеся страны испытывают затруднения с долговым финансированием бюджетного дефицита (слайд 2)



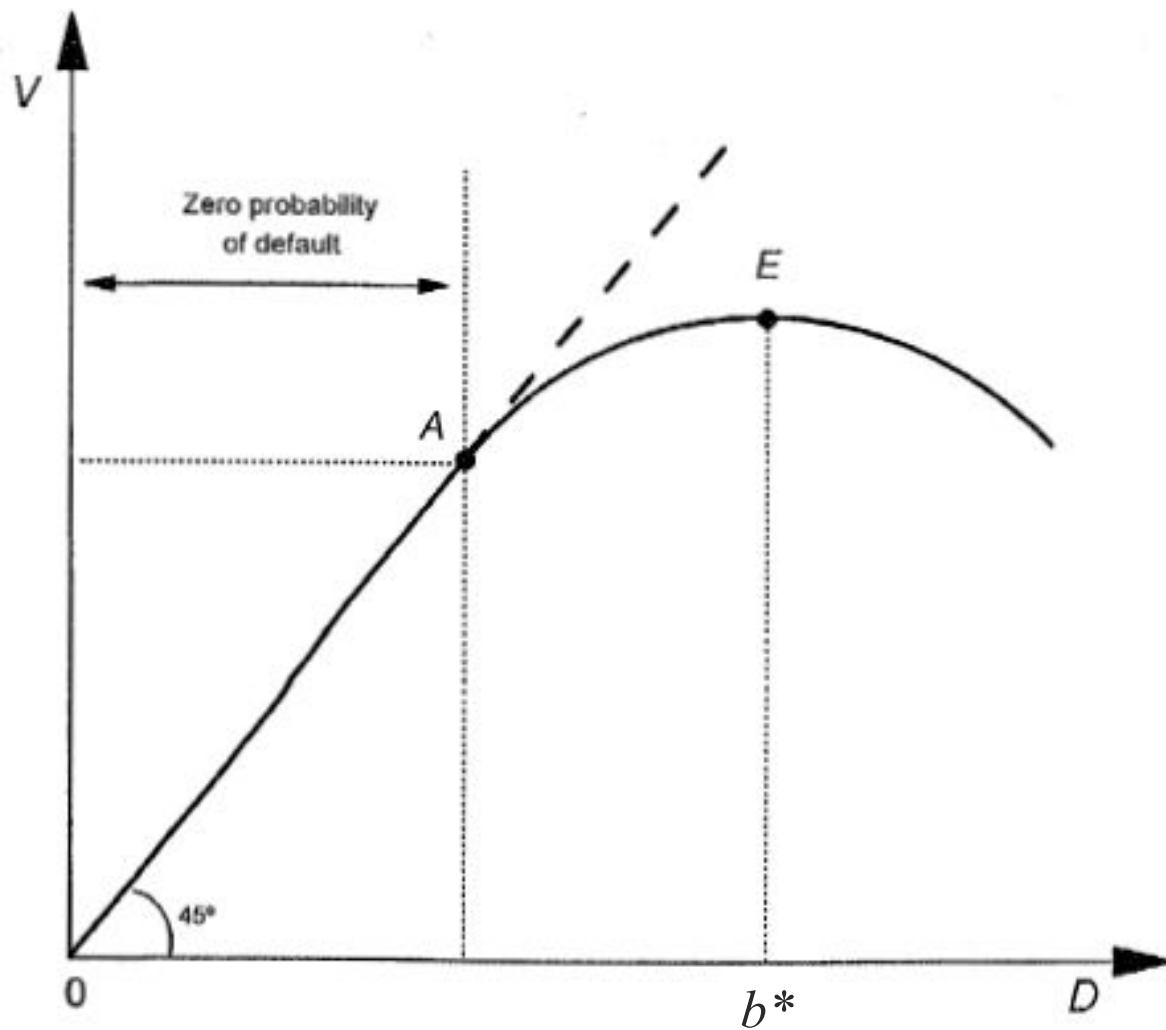
# В чем заключается проблема долгового навеса? (слайд 1)

■ Смысл "долгового навеса" заключается в том, что количество уже взятых государством обязательств становится столь велико, что начинает внушать кредиторам опасения относительно способности страны погасить их в полном объеме. В такой ситуации перед кредиторами встает очевидная **проблема** выбора между различными вариантами реструктуризации, включая пролонгацию займов через предоставление дополнительного кредитования и списание долга.

■ **Долговой навес** – ситуация, когда ожидаемые выплаты по внешнему долгу,  $V$ , меньше суммы долга,  $b^*$



В чем заключается проблема долгового навеса? (слайд 2)





# Проинтерпретируйте условие платежеспособности страны по ее внешнему долгу

## Платежеспособность страны по ее внешнему долгу

$b^*$  – чистый внешний долг страны

$Z$  - чистый внешний излишек (счет текущих операций *без учета* чистого процентного дохода)

$r^*$  – мировая ставка процента

$$Z_t - \frac{r^* b_t^*}{(1+r^*)} + \frac{b_{t+1}^* - b_t^*}{(1+r^*)} = 0, \quad -Z_t = \frac{b_{t+1}^*}{(1+r^*)} - b_t^*,$$

$CA$ 
 $CF - \Delta IR$

$$b_{t+1}^* = (b_t^* - Z_t)(1+r^*), \quad NPG: \lim_{N \rightarrow \infty} \frac{b_{t+N}^*}{(1+r^*)^N} = 0,$$

$$b_t^* = \sum_{\tau=0}^{\infty} \frac{Z_{t+\tau}}{(1+r^*)^\tau}$$

■ Устойчивый уровень внешнего долга страны должен быть обеспечен будущими чистыми внешними излишками



# **Макроэкономическая политика в России в 1992-98 гг**

# Охарактеризуйте финансовый рынок и монетизацию русской экономики.

Какие проблемы это создает для проведения политики Банка  
России?

## ■ Неразвитость финансового рынка

- Большие спрэды
  - цена покупки и цена продажи акций
  - ставка процента по депозитам и по кредитам
- Отсутствие «длинных денег»
- Концентрация банковского и финансового сектора в одном месте

## ■ Ограничения на политику ЦБ

- Ставка процента – искаженный сигнал для агентов
- *Central bank leverage* действует слабо

## ■ Инфляция:

Отсутствие стабильной взаимосвязи между денежной массой и уровнем инфляции

Необходимость учитывать влияние лагов монетарной политики

Инфляция – забота не только ЦБ, необходима фискальная коррекция

Необходимость эффективного взаимодействия фискальной и монетарной политики

Охарактеризуйте макроэкономическую политику в период 1992-94гг. Каковы были цели либерализации цен и какие при этом возникли проблемы?

- Снижение избыточного спроса
- Соответствие производства товаров и предпочтений потребителей
  - Сохранился контроль цен на продукты питания и электроэнергию, что привело высоким субсидиям и увеличению бюджетного дефицита
  - В январе 1992 года цены выросли больше, чем на 245% против ожидаемого увеличения не более, чем на 100%
  - За 1992 год денежная масса возросла на 137,5 млрд.руб., что превысило прирост денежной массы с 1961 по 1990 годы

# Опишите основные причины бюджетных дефицитов, роста денежной массы и инфляции в 1992-94 гг.

- Основная причина роста денежной массы в 1992 году – увеличение кредитов, предоставленных ЦБ РФ

- Кредиты правительству, направленные на финансирование растущего бюджетного дефицита
- Повышение ликвидности банковского сектора, возникшей из-за огромных значений избыточных резервов
- Финансовая помощь бывшим республикам СССР
- Прямые кредиты ЦБ РФ предприятиям (квазифискальная политика)

- Причины инфляции:

Фискальное доминирование не может являться объяснением высокой инфляции в посткоммунистической России

Основной причиной высокого уровня инфляции являлись не дефициты государственного бюджета, а инфляционные методы его финансирования

- Причины бюджетного дефицита:

Снижение цены на нефть в конце 80-ых годов и большие военные расходы привели к дефициту бюджета в СССР в 6-8% от ВВП

Неспособность правительства сократить субсидии и собрать достаточное количество налогов

- Усиление бюджетного дефицита и низкие объемы резервов привели к сильному давлению на валютный курс
- «Черный вторник»: 11 октября 1994 года рубль подешевел на 28%

## Чем обусловлена смена курса монетарной политики в 1995 году?

- Последствия либерализации цен:

Инфляционная спираль «зарплата-цены»

Высокие инфляционные ожидания – многие экономические агенты стали воспринимать инфляцию как перманентное явление

Долларизация

# Охарактеризуйте макроэкономическую политику в период 1995-98гг. (до кризиса)

Меры макроэкономической политики:

- Введение валютного коридора в июле 1995 года
- Несостоятельность инфляционных мер финансирования бюджета
  - ЦБ не мог предоставлять большие кредиты без сильного воздействия на уровень инфляции
  - Финансирование дефицита бюджета за счет внешних и внутренних займов
- Проведенные меры оказались эффективными в краткосрочном периоде
- К 1996 году объем рынка ГКО и ОФЗ составлял 11% от ВВП и был открыт для иностранных инвесторов
- Государственные займы в 1996-1998 годах более чем в 2 раза превысили увеличение денежной базы
- В 1998 году произошла резкая девальвация рубля и был объявлен дефолт по внутреннему и внешнему долгу
  - Сумма ГКО и ОФЗ, подлежащих погашению более, чем в 1,5 раза превысила доходы бюджета
  - Правительство не могло больше финансировать бюджет с помощью накопления долга
  - Снижение цен на нефть и резкий отток капитала привели к истощению ЗВР
  - Ухудшение инвестиционного климата

A decorative graphic consisting of a horizontal line with a light green gradient. On the left side, there is a large black left square bracket. On the right side, there is a large gold right square bracket.

# **Кризис 1998 года и макроэкономическая политика в 2000-ых гг**



# Опишите причины кризиса 1998 года. Какую роль при этом сыграла макроэкономическая политика в предшествующий период.

- К 1996 году объем рынка ГКО и ОФЗ составлял 11% от ВВП и был открыт для иностранных инвесторов
- Государственные займы в 1996-1998 годах более чем в 2 раза превысили увеличение денежной базы
- В 1998 году произошла резкая девальвация рубля и был объявлен дефолт по внутреннему и внешнему долгу
  - Сумма ГКО и ОФЗ, подлежащих погашению более, чем в 1,5 раза превысила доходы бюджета
  - Правительство не могло больше финансировать бюджет с помощью накопления долга
  - Снижение цен на нефть и резкий отток капитала привели к истощению ЗВР
  - Ухудшение инвестиционного климата
- Выводы:
- Кризис 1998 года стал результатом слабой фискальной политики и ряда внешних факторов
- Программы 1992-1994 и 1995-1998 годов не были поддержаны структурными и институциональными изменениями
- Таргетирование валютного курса оказалось более эффективным в краткосрочной перспективе, чем таргетирование денежной массы
- Кризис 1998 года стал провалом взаимодействия фискальной и монетарной политики

# Охарактеризуйте рекомендации МВФ для российской экономики

## ■ Рекомендации и оценки IMF:

Все действия российских властей были одобрены IMF

Существенная недооценка уровня инфляции после либерализации цен в январе 1992 года

До лета 1995 года не было выявлено одновременной наличие инфляционной спирали и высоких инфляционных ожиданий

Финансовая помощь IMF в период реформ была недостаточной

## ■ Помощь со стороны IMF:

Помощь IMF оказалась достаточной для достижения точки невозврата к командной экономике

Изначальное таргетирование валютного курса могло оказаться более эффективной мерой, чем таргетирование денежной массы

- Это бы неизбежно потребовало большего объема резервов
- В начале 90-ых годов внешняя финансовая поддержка была необходима именно для увеличения резервов

Охарактеризуйте макроэкономическую политику в 2000-ые годы. Каковы причины бюджетных профицитов и каковы цели накопления Стабилизационного фонда? Каким образом и с какой целью Банк России поддерживал обменный курс?

- С 2000-ого года бюджетный дефицит сменился бюджетным профицитом
- Была решена проблема государственного долга, в 2004 году был создан Стабилизационный фонд для стерилизации избыточной денежной массы
- На фоне роста цен на нефть ЦБ РФ предпочел таргетировать валютный курс, а не сокращать инфляцию ниже 2-значных значений
- Положительные темпы роста ВВП

# Опишите причины банковского кризиса 2004 года.

- Отзыв лицензии у нескольких коммерческих банков и последовавшая банковская паника привели к нехватке ликвидности
- В июне 2004 года Банк России понизил ставку рефинансирования с 14% до 13%, а в июле 2004 года понизил норму обязательного резервирования с 7% до 3,5%