

# Влияние режима монетарной политики на экономический рост

Филипп Сергеевич Картаев

д.э.н., заведующий кафедрой  
микро- и макроэкономического анализа экономики  
экономического факультета МГУ

# Почему может быть важно вернуться к вопросу о выборе режима ДКП

- На практике центральные банки используют вариации четырех режимов:
  - режим фиксированного валютного курса
  - таргетирование денежной массы
  - инфляционное таргетирование
  - политика без явного номинального якоря
- При этом в теории отсутствует консенсус по поводу воздействия выбора целевого ориентира монетарной политики на экономический рост:
  - в соответствии с традиционным подходом в долгосрочной перспективе деньги нейтральны и, следовательно, выбор не важен
  - однако современные эконометрические исследования ставят под сомнение выполнение гипотезы нейтральности денег
- В 2022-2023 годах инфляция сильно ускорилась не только в России, но и во всем мире. Это добавило остроты дискуссии по поводу выбора режима ДКП
  - Является ли инфляционное таргетирование по-прежнему хорошим выбором?

# Современные вызовы для инфляционного таргетирования

- Устойчивое превышение фактических уровней инфляции над целевыми даже в тех экономиках, которые давно не сталкивались с подобной проблемой
  - Например, в Великобритании по состоянию в 2022 году инфляция достигла 10% в выражении, что является сорокалетним рекордом.
  - В США инфляция к середине года превысила 8% в годовом выражении
- Асимметричность влияния пандемических шоков на инфляцию
  - Негативные шоки, связанные с падением спроса в условиях пандемии, оказали более слабое влияние на динамику общего уровня цен по сравнению с проинфляционными шоками спроса в конце пандемии (Baqaee, Farhi, 2022, Bun et al, 2022)
- Рост не только уровня инфляции, но и её неопределенности
  - Также увеличилась неопределенность инфляционных ожиданий (Bun et al, 2022)

# Споры вокруг ИТ: как оно влияет на экономический рост?

<b>Скептики:</b>  — Влияет негативно	<b>Традиционный взгляд:</b>  — Не влияет	<b>Энтузиасты:</b>  — Влияет позитивно
<p>Концентрируясь на цели по инфляции, ЦБ</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• допускает излишние колебания выпуска</li><li>• допускает излишне высокую волатильность курса</li><li>• завышает ставки процента</li></ul> <p>Всё это негативно сказывается на инвестициях и, следовательно, на долгосрочном росте</p>	<p>В долгосрочной перспективе деньги нейтральны</p>	<p>Достижение ценовой стабильности</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• снижает уровень неопределенности</li><li>• снижает «издержки меню»</li><li>• способствует снижению реальных процентных ставок за счет уменьшения риск-премии</li></ul> <p>Всё это позитивно сказывается на инвестициях и, следовательно, на долгосрочном росте</p>

# Влияние ИТ на рост: что говорят данные (1/2)

		Метод	Страны	Вывод
Hu, 2003	Washington: Institute for International Economics	Difference in differences	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние
Sheridan, Ball, 2005	The Inflation Targeting Debate. University of Chicago Press for the NBER	Difference in differences	Развитые	Нет влияния
Walsh, 2009	International Finance	Matching	Развитые	Нет влияния
Fang et al. 2009	University of Connecticut, Working Paper №14R	Matching	Развитые и развивающиеся	Нет влияния
Brito, Bystedt, 2010	Journal of Development Economics	GMM	Развивающиеся	Отрицательное влияние

# Влияние ИТ на рост: что говорят данные (2/2)

		Метод	Страны	Вывод
Mollick et al., 2011	Journal of Policy Modeling	GMM, FE, RE	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние
Kurihara, 2013	Journal of World Economic Research	GMM	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние
Ayres et al., 2014	Journal of Policy Modeling	GMM	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние
Зубарев, Трунин, 2015	Финансы и кредит	GMM	Развивающиеся	Нет влияния
Hale, Philippov, 2015	FRBSF Economic Letter	Matching	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние
Картаев, Филиппов, Хазанов, 2016	Журнал Новой экономической ассоциации	GMM	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние в развитых экономиках
Guimarães e Souza et al., 2016	Economic Systems	FE	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние

# Промежуточные выводы

- Для учета воздействия перехода к инфляционному таргетированию на долгосрочную динамику выпуска используются:
  - сглаженные при помощи трех- или пяти летних скользящих средних уровни выпуска (для исключения краткосрочных циклических колебаний)
  - включение в уравнение переменных инфляционного таргетирования с большим лагом (до трех-пяти лет)
- Работы, включающие временной период после Great moderation, улавливают позитивный эффект воздействия инфляционного таргетирования на долгосрочный рост
  - В работе (Зубарев, Трунин, 2015) используется минимальный лаг переменной ИТ, и поэтому не обнаружено значимого эффекта
- Работ, учитывающих данные периода пандемии и постпандемические данные, в литературе не выявлено

# Данные

188 стран (37 развитых), 1999-2023

Особенности:

- Включение свежих данных периода структурной трансформации экономике
- Расширение списка контрольных переменных
- Сравнение эффекта ИТ с эффектами альтернативных целевых ориентиров монетарной политики: денежной массы и валютного курса

Контрольные переменные:

логарифм численности населения

доля инвестиций в ВВП

человеческий капитал

открытость экономики

индекс политической стабильности

уровень развития финансового сектора

альтернативные целевые ориентиры монетарной политики

Независимость ЦБ

Прозрачность коммуникации ЦБ



# Модель

Гипотеза: выбор режима ДКП влияет на реальный выпуск в долгосрочной перспективе

$$\ln GDP_{i,t} = \sum_{j=1}^p \alpha_j * ERT_{i,t-j} + \sum_{j=1}^p \beta_j * IT_{i,t-j} + \sum_{j=1}^p \gamma_j * MT_{i,t-j} + \delta * X_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

$\ln GDP$  — логарифм реального ВВП.

$ERT, IT, MT$  — фиктивные переменные режимов таргетирования валютного курса, инфляции и денежной массы.

$X$  — вектор контрольных переменных

$\mu$  — фиксированные страновые эффекты

$p$  — количество лагов переменных ДКП  
(рассматривались случаи  $p = 3, 4, 5$ )

# Режим ДКП и долгосрочный выпуск: результаты моделирования

- В развивающихся странах инфляционное таргетирование в большей степени способствует росту долгосрочного выпуска по сравнению с альтернативными режимами ДКП
- Для развитых экономик выявлен аналогичный эффект, но он не является устойчивым
  - для некоторых спецификаций модели он оказывается статистически значимым, а для некоторых — нет
  - Ни в одной из спецификаций ни для одной из подвыборок не выявлено значимого негативного влияния инфляционного таргетирования на выпуск (важно, что речь везде идет о долгосрочном эффекте, а не о краткосрочном!)
- Значит ли это, что инфляционное таргетирование — это лучший режим на все времена? Конечно, нет
  - Наши расчеты говорят лишь о том, что это, вероятно, лучший режим из тех, которые регулярно применяются на практике в последние десятилетия

# Режим ДКП и долгосрочный выпуск: механизм воздействия

- Результаты эконометрического моделирования показывают, что монетарная политика может влиять на реальный сектор не только в краткосрочной, но и в долгосрочной перспективе.
- Потенциальным объяснением такого влияния является канал ожиданий (Картаев, 2017):
  - Успешная нормативная ДКП помогает заякорить инфляционные ожидания на низком уровне
  - Стабилизация инфляционных ожиданий влияет на инфляцию и её волатильность
  - Изменение инфляции и её волатильности сказываются на долгосрочном росте экономики
- Такое объяснение может работать в случае, если инфляция (вопреки неоклассическому взгляду) влияет на реальный сектор в долгосрочном периоде
  - Выявляют ли эмпирические данные такую гипотезу?
  - Ранние работы (Barro, 1998) показывают, что любая инфляция вредна для роста
  - Современные работы допускают, что это влияние может быть немонотонным

# Эконометрическая оценка воздействия инфляции на долгосрочный выпуск

**Пороговая регрессия:**

$$\ln y_{it} = \beta_0 + \beta_1 * \ln \pi_{it} + \beta_2 * d_{it} * (\ln \pi_{it} - \ln \pi^*) + \gamma * c_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

$y_{it}$  — потенциальный ВВП в постоянных ценах

значения потенциального ВВП получаются путем сглаживания при помощи усреднения за пятилетние периоды времени, фильтра Ходрика — Прескотта

$c_{it}$  — вектор контрольных переменных.  $\pi_{it}$  — уровень инфляции.

$d_{it} = 1$  при  $\pi_{it} > \pi^*$  и  $d_{it} = 0$  при  $\pi_{it} \leq \pi^*$ .

$\pi^*$  — пороговый уровень инфляции

Как видно из спецификации уравнения, предполагается, что при превышении инфляцией этого уровня происходит структурный сдвиг в воздействии инфляции на выпуск.

# Не всякая инфляция вредна

## Оценки порогового уровня инфляции

Работа	Развитые страны	Развивающиеся страны
Sarel, 1995		8%
Ghosh, Phillips, 1998		3%
Khan, Senhadji, 2001	1-3%	11-12%
Burdekin et al., 2004	3%	8%
Sepehri, Moshiri, 2004	5%	15%
Espinoza, 2010	1%	11%
Kremer, Bick, Nautz, 2013	3%	17%
Eggoh, Khan, 2014	3%	10-12%
Картаев, Клачкова, 2015		9%
Ibarra, Trupkin, 2016	4%	19%
Картаев, 2024 (ожидается)	4%	10%

# Выводы

- Пока инфляция ниже порогового уровня, её увеличение не вредит экономическому росту  
По некоторым оценкам ускорение роста цен даже может быть полезным
- При превышении порогового уровня дальнейшее ускорение инфляции замедляет долгосрочный рост экономики  
Это происходит в результате нелинейного изменения издержек инфляции и уровня неопределенности, негативно влияющих на инвестиционную активность
- По мере увеличения инфляции всегда увеличивается её волатильность, что создает дополнительные издержки для общества  
Поэтому таргетировать инфляцию можно только на близком к нулю уровне
- ДКП не может быть главным драйвером долгосрочного экономического развития, однако может вносить в него свой вклад  
Эконометрическое моделирование показывает, что помогая поддерживать инфляцию на низком и устойчивом уровне, инфляционное таргетирование создает условия для долгосрочного роста экономики

Спасибо за внимание!