

Влияние ключевой ставки на долгосрочный рост экономики

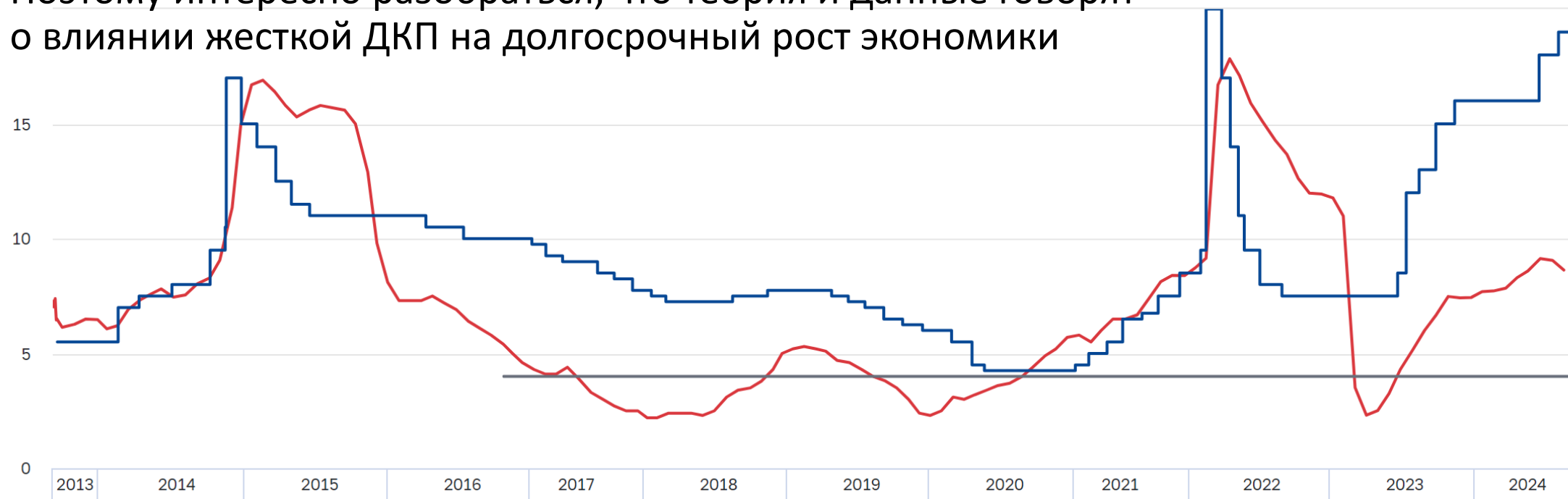
Филипп Картаев
экономический факультет МГУ
kartaev@gmail.com

Мотивация

Стараясь остановить инфляцию, Банк России продолжает проводить жесткую денежно-кредитную политику (ДКП)

В экспертном сообществе это вызывает дискуссию о рисках, которые высокая ключевая ставка создает для экономического роста

Поэтому интересно разобраться, что теория и данные говорят о влиянии жесткой ДКП на долгосрочный рост экономики



Жесткая ДКП и рост: теория

Почему высокая ставка может вредить экономическому росту

- Канал потребления
- Инвестиционный канал
- Технологический канал
- Канал рынка труда (проблема гистерезиса)

Почему эти каналы могут не работать

- Соотношение эффектов дохода и замещения в потреблении
- Относительная важность номинальных и реальных ставок
- Негативные эффекты неопределенности высокой инфляции

NB: обзорные работы по теме

Дробышевский С. М., Трунин П. В., Божечкова А. В., Синельникова-Мурылева Е. В. . Влияние ставок процента на экономический рост//Деньги и кредит. 2016

Vary M. The long-run real effects of monetary shocks: Lessons from a hybrid post-Keynesian-DSGE-agent-based menu cost model // Economic Modelling. 2021.

Жесткая ДКП и рост: эмпирические оценки при помощи метода [Fisher, Seater, 1993]

1. Тестируется стационарность переменных ДКП и реального сектора
2. Если порядки интегрированности этих переменных совпадают, то при помощи ARDL модели оценивается долгосрочный динамический эффект воздействия темпа прироста переменной монетарной политики (Δm_t) на экономический рост
Так проверяется гипотеза о нейтральности ДКП
3. Если переменная монетарной политики имеет более высокий порядок интегрированности, то при помощи ARDL модели оценивается долгосрочный динамический эффект воздействия изменения темпа прироста переменной монетарной политики ($\Delta m_t - \Delta m_{t-k-1}$) на экономический рост
Так проверяется гипотеза о супернейтральности ДКП

NB: это наиболее распространенный в литературе метод оценки именно долгосрочного влияния ДКП на рост, но есть и альтернативные подходы (SVAR)

Жесткая ДКП и рост: результаты оценивания для зарубежных стран

1. [Fisher, Seater, 1993] Применение данного подхода на годовых данных по США за период с 1869 по 1975 показало, что ужесточение монетарной политики замедляет экономический рост
2. [Boschen, Otrok, 1994] Разделение временного периода на две подвыборки (1869–1929 и 1940–1992) позволило прийти к выводу, что ненейтральность, полученная в работе FS, может быть продиктована наличием в данных аномального периода – Великой депрессии, исключение или учет которой позволяет заключить, что ДКП не влияет на долгосрочный рост.
3. [Coe, Nason, 1999] Результаты тестирования для США (1960 – 1997) могут быть чувствительны к выбранным переменным ДКП. Только для некоторых из них ужесточение ДКП замедляет рост
4. Канада, Дания, Италия, Норвегия, Швеция, Великобритания характеризуются нейтральностью денежной массы (M2) относительно реального ВВП на протяжении 20-го века [Haug, Lucas, 1997; Serletis, Krause, 1996; Coe, Nason, 1999].
5. Нейтральность в Великобритании достаточно устойчива как к структурным изменениям [Haug, Lucas, 1997], так и к выбору денежных агрегатов [Coe, Nason, 1999].

Жесткая ДКП и рост: результаты оценивания для России

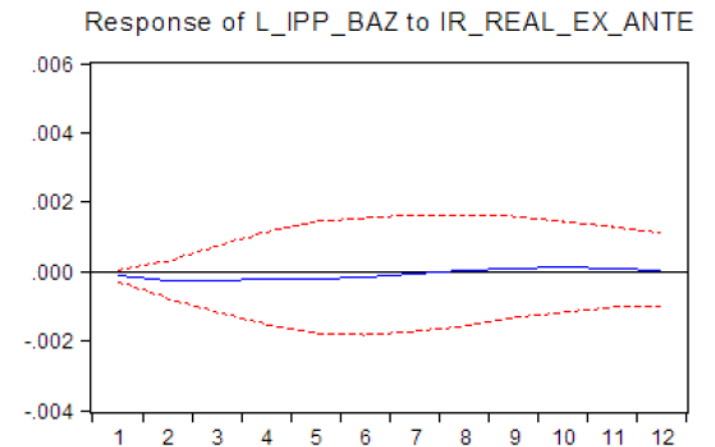
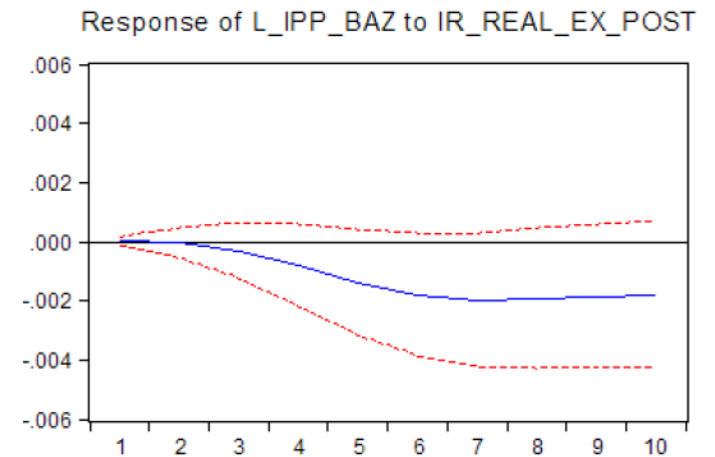
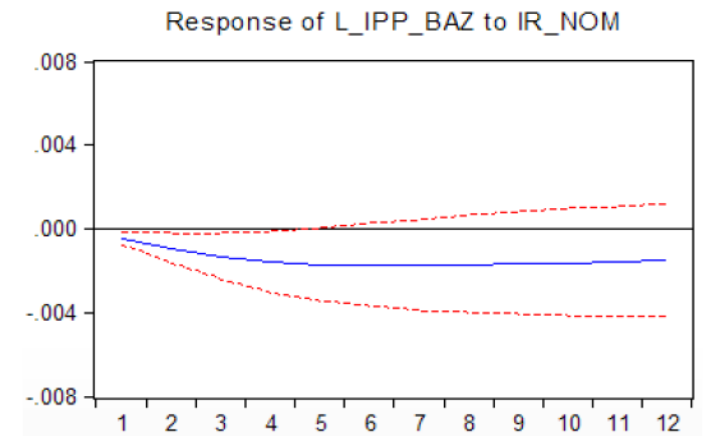
[Дробышевский и др. 2016] оценка влияния реальных и номинальных процентных ставок на динамику производства на основе идентификации SVAR-модели

Однородный период оценивания: 2010–2015

На рисунках: Функции импульсного отклика индекса промышленного производства на шоки

1. номинальной ставки процента
2. реальной ставки процента ex post
3. реальной ставки процента ex ante

Вывод: Проведенные эконометрические расчеты по процентному каналу на российских данных свидетельствуют о том, что повышение реальных ставок процента не оказывает значимого влияния на динамику выпуска и его составляющих.



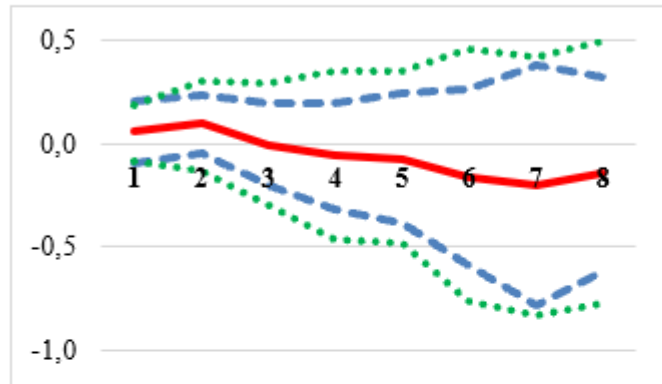
Жесткая ДКП и рост: результаты оценивания для России

- [Картаев, Герелишина, 2024] Оценка долгосрочного воздействия переменных ДКП на реальный сектор по методологии Фишера – Ситера
- Данные по экономике России за период с 1995 по 2023 год.
- В качестве реальных переменных были взяты ВВП в постоянных ценах (Y), а также его компоненты: расходы на конечное потребление домашних хозяйств (C), расходы на конечное потребление органов государственного управления (G) и валовое накопление (I) в млрд. руб.
- Мы оценили долгосрочные (до восьми лет) динамические мультипликаторы воздействия изменения переменных ДКП на реальный сектор

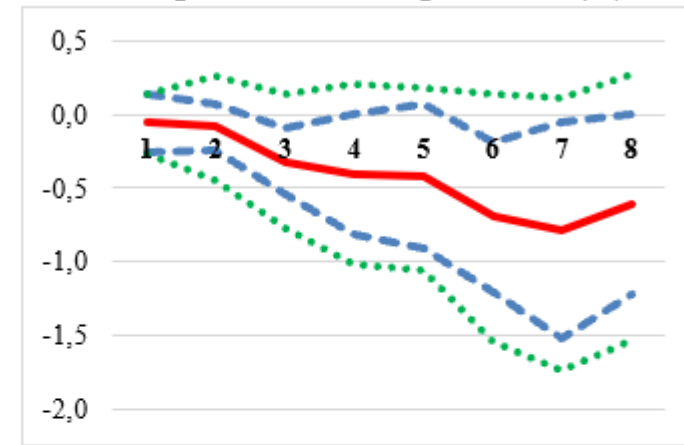
Жесткая ДКП и рост: результаты оценивания для России

1. Отклики на $\Delta M0$

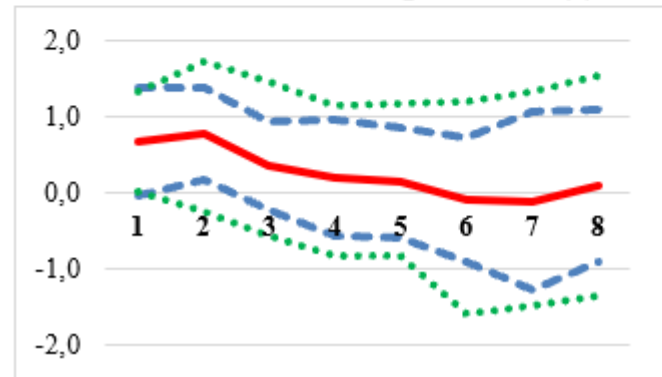
ВВП (Y)



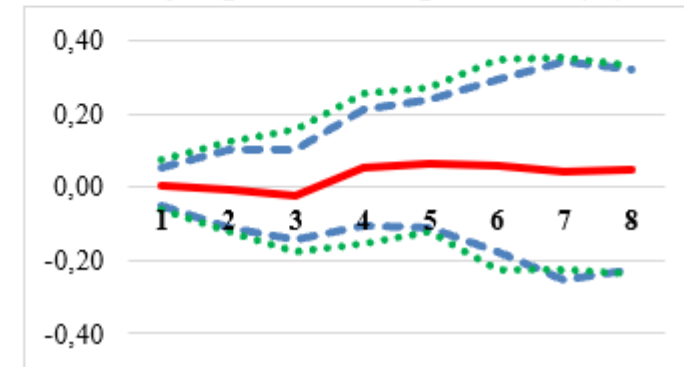
Потребительские расходы (C)



Инвестиционные расходы (I)



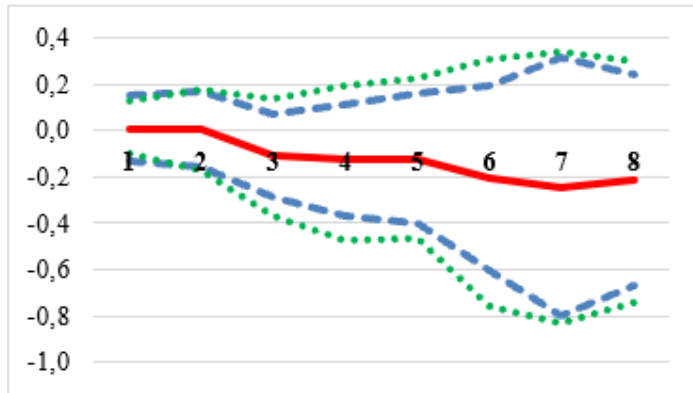
Государственные расходы (G)



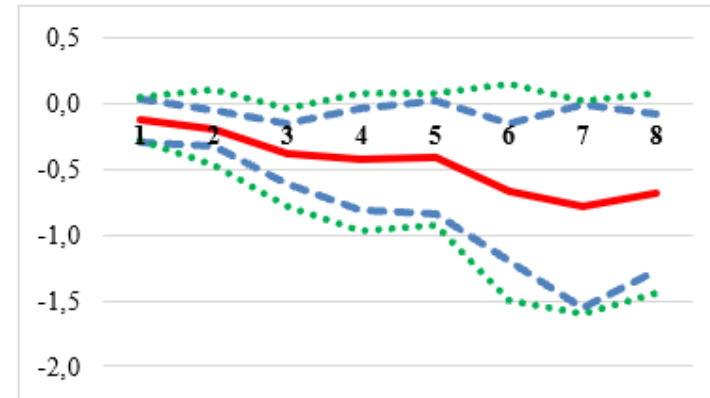
Жесткая ДКП и рост: результаты оценивания для России

2. Отклики на $\Delta M1$

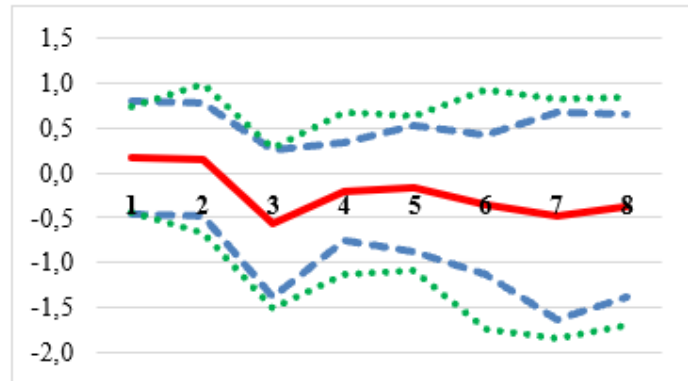
ВВП (Y)



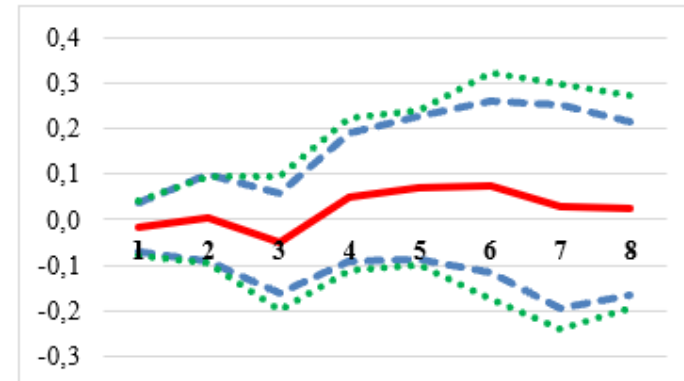
Потребительские расходы (C)



Инвестиционные расходы (I)



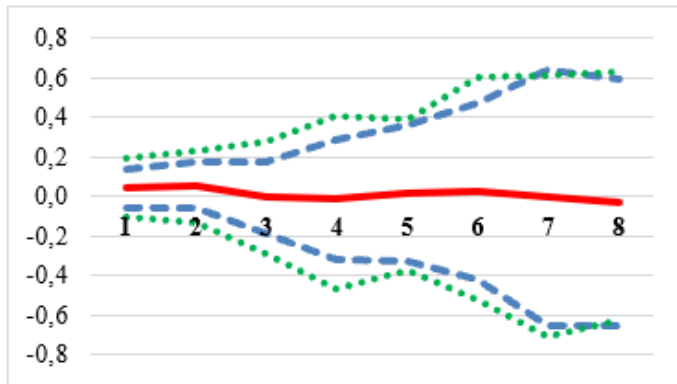
Государственные расходы (G)



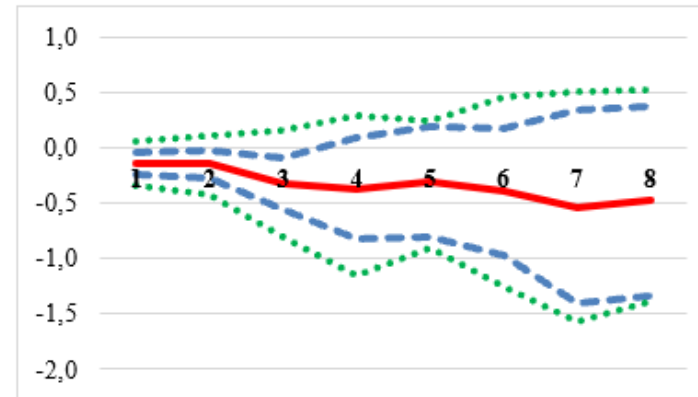
Жесткая ДКП и рост: результаты оценивания для России

3. Отклики на $\Delta M2$

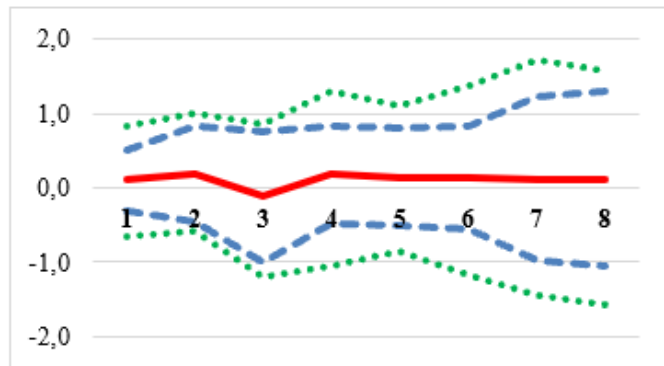
ВВП (Y)



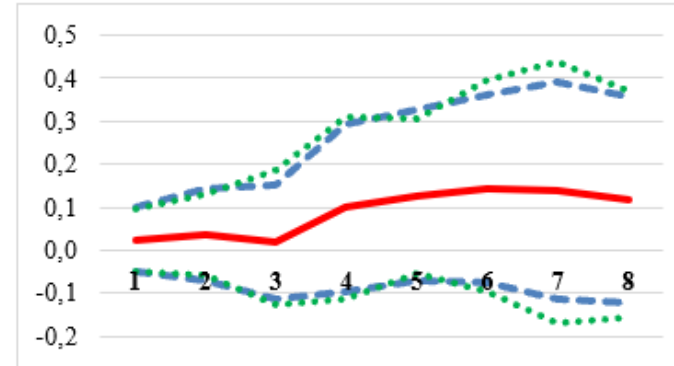
Потребительские расходы (C)



Инвестиционные расходы (I)



Государственные расходы (G)



Жесткая ДКП и рост: результаты оценивания для России

- Действие процентного канала денежно-кредитной трансмиссии приводит только к краткосрочному воздействию ключевой ставки процента на выпуск
- В данных не выявлено свидетельств в пользу того, что ужесточение монетарной политики оказывает долгосрочное негативное влияние на экономический рост
- Данные не подтверждают работоспособность инвестиционного канала воздействия процентных ставок на долгосрочный рост

В этих условиях стимулирование экономического роста посредством агрессивного снижения процентных ставок не целесообразно, так как увеличит инфляцию, не повлияв на долгосрочный выпуск

Спасибо за внимание!

Филипп Картаев
экономический факультет МГУ
kartaev@gmail.com