

Денежно-кредитная политика, осуществляемая Центральным банком, играет важную роль в формировании макроэкономических переменных. С одной стороны, монетарные власти устанавливают процентные ставки, которые оказывают существенное влияние на цены финансовых активов и их ожидаемую доходность, что в свою очередь влияет на потребительские решения экономических агентов. С другой стороны, решения экономических агентов влияют на объем производства, спрос, занятость и инфляцию. Поэтому одним из ключевых вопросов экономической теории является вопрос о том, как монетарная политика влияет на реальные показатели.

Инструмент, с помощью которого денежно-кредитная политика влияет на экономические показатели, называется трансмиссионным механизмом. Он представляет собой последовательность связей, воздействующих друг на друга и соединяющих денежно-кредитную политику с совокупным спросом и, соответственно, инфляцией. Одним из важнейших трансмиссионных каналов является процентный канал. Действие этого канала основано на способности влияния ключевой ставки процента на краткосрочные и долгосрочные ставки денежного рынка, которые в свою очередь влияют на кредитные и депозитные ставки. Эти ставки влияют на привлекательность инвестиций, сбережений и потреблений и, соответственно, на решения экономических агентов (например, решение об корректировке потребления и инвестирования при изменении ставки процента), что в итоге влияет на совокупный спрос. Теория говорит о том, что рост ставок процента сдерживает совокупный спрос и инфляцию, а снижение оказывает стимулирующее влияние. Однако вопрос о том, может ли Центральный банк посредством процентного канала оказывать влияние на экономическую активность, является предметом современных исследований. В конце 2014 года Банк России осуществил переход к режиму инфляционного таргетирования, что привело к возникновению новых макроэкономических условий. Прежде всего, 2014 год характеризуется значительным ослаблением курса рубля, одновременно с которым произошел отказ Банка России от управления курсом российской валюты. Начиная с 2013 года Банк России осуществлял шаги для повышения действенности процентной политики, в которые также входило повышение гибкости курсообразования. Кроме того, период с 2015 года характеризуется постепенным снижением процентных ставок: так, в первом квартале 2015 года межбанковская ставка МІАСR находилась на уровне 15,6%, а к концу 2020 года снизилась до 4,2%. Так же наблюдалось снижение уровня инфляции: в 2017 году Банк России впервые достиг цели по инфляции (годовая инфляция составила 2,5%). Поэтому важно выяснить, какое влияние оказал переход к режиму инфляционного таргетирования на трансмиссионный механизм.

Одним из способов исследования наличия связи между ставкой процента и совокупным спросом является построение кривой IS. Наиболее широко в современных исследованиях используется неокейнсианский вид кривой IS. Вывод кривой IS связан с решением задачи максимизации полезности репрезентативного агента, имеющего следующую функцию полезности (формула (1)):

$$U_t = E_t \sum_{j=0}^{\infty} \beta^j \frac{C_{t+j}^{1-\sigma}}{1-\sigma}, \quad (1)$$

где $\sigma > 0$ — коэффициент относительного неприятия риска, β — коэффициент дисконтирования и C_t — потребление.

Решение поставленной задачи приводит к неокейнсианскому виду кривой IS, согласно которой совокупный спрос отрицательно зависит от реальной ставки процента ex-ante:

$$y_t = \mu E_t y_{t+1} + \beta(i_t - E_t \pi_{t+1}) + \varepsilon_t. \quad (2)$$

В уравнении (2) y_t — разрыв выпуска, $E_t y_{t+1}$ — ожидаемый разрыв выпуска, i_t — номинальная ставка процента, $E_t \pi_{t+1}$ — ожидаемый темп инфляции, ε_t — шок совокупного спроса.

В этом уравнении $i_t - E_t\pi_{t+1}$ является реальной ставкой процента ex-ante, через которую и осуществляется трансмиссия.

Кроме того, в литературе также распространены иные версии кривой IS, например, версия кривой IS с несколькими лагами разрыва выпуска:

$$y_t = a_1y_{t-1} + a_2y_{t-2} + \mu E_t y_{t+1} - \beta(i_t - E_t\pi_{t+1}), \quad (3)$$

Однако часто при оценивании кривой IS исследователи приходят к противоречивым выводам. В нескольких работах оценивались различные версии кривой IS, в том числе назад-смотрящая спецификация и модель с запаздывающими лагами для стран G7. Оценивание назад-смотрящего уравнения приводит к незначимым оценкам при реальной ставке процента для всех стран. Результаты оценивания вперед смотрящего уравнения свидетельствуют, что значимая отрицательная связь между реальной ставкой процента и разрывом выпуска существует только для США, а для Канады она оказалась вовсе положительной, что противоречит теории. После найденного противоречия кривой IS в литературе предпринято множество попыток решить эту проблему. Как правило, авторы дополняют вперед смотрящие уравнения экзогенными переменными, которые оказывают влияние на совокупный спрос. Уравнение в этом случае, как правило, имеет следующий вид:

$$y_t = a_1y_{t-1} + a_2y_{t-2} + \mu E_t y_{t+1} - \beta(i_t - E_t\pi_{t+1}) + \varphi x_t + \varepsilon_t, \quad (4)$$

где x_t – вектор экзогенных переменных.

Авторы многих работ отмечают, что в странах с открытой экономикой монетарные власти обладают меньшей уверенностью относительно влияния обменного курса на экономику и влиянии денежно-кредитной политики на обменный курс, поэтому авторы корректируют привычные кривые для случая открытой экономики. Предложенная версия кривой IS имеет следующий вид:

$$y_t = \mu E_t y_{t+1} - \frac{1}{\sigma}(i_t - E_t\pi_{t+1}) - \gamma(E_t e_{t+1} - e_t), \quad (5)$$

где e_t – реальный обменный курс.

В своем исследовании я буду оценивать несколько сформулированных выше спецификаций кривой IS. Это имеет смысл как с точки зрения проверки робастности результатов, так и с точки зрения описанной дискуссии о пропущенных переменных, что может позволить избежать проблемы неправильной спецификации. Основным методом оценивания – GMM (обобщенный метод моментов). Разрыв выпуска будет выделяться двумя способами: с помощью фильтра Ходрика-Прескотта и коинтегрирующей регрессии.

Результаты проведенного анализа следующие. Во-первых, полученные результаты говорят о том, что кривая IS применима на российских данных с точки зрения значимости и соответствия теории полученных оценок коэффициентов. Во-вторых, подтверждается предположение о том, что разрыв выпуска, выделенный на основе коинтегрирующей регрессии, является более релевантным, чем распространенный в литературе фильтр Ходрика-Прескотта. Это можно объяснить тем, что включение в регрессию цены на нефть в большей мере отражает специфику российского ВВП. В-третьих, подтверждается существование отрицательной взаимосвязи между реальной ставкой процента и экономической активностью в России. Найденный результат остается устойчивым при изменении оцениваемой спецификации. При этом было показано, что после смены режима монетарной политики изменились эластичность разрыва выпуска по реальному обменному курсу.

Кроме того, гипотеза о том, что переход к режиму инфляционного таргетирования привел к изменению эластичности разрыва выпуска по реальной ставке процента отвергается. Таким образом, работоспособность трансмиссионного механизма подтверждается результатами оценивания моделей. Это говорит о том, что Центральный банк путем процентной политики может оказывать влияние на реальные показатели российской экономики.

Список литературы:

1. Fuhrer J. C., Rudebusch G. D. Estimating the Euler equation for output //Journal of Monetary Economics. – 2004. – Т. 51. – №. 6. – С. 1133-1153.
2. Полбин А. В., Скроботов А. А. Тестирование наличия изломов в тренде структурной компоненты ВВП Российской Федерации //Экономический журнал Высшей школы экономики. – 2016. – Т. 20. – №. 4. – С. 588-623.
3. Божечкова А. В., Полбин А. В. Тестирование наличия процентного канала в кривой IS для российской экономики //Экономическая политика. – 2018. – Т. 13. – №. 1. – С. 70-91.
4. Siklos P. L., Weymark D. N. Has Inflation Targeting Improved Monetary Policy? Evaluating Policy Effectiveness in Australia, Canada, and New Zealand //Evaluating Policy Effectiveness in Australia, Canada, and New Zealand (March 2009). – 2009.
5. Salunkhe B., Patnaik A. The IS curve and monetary policy transmission in India: A new Keynesian perspective //Margin: The Journal of Applied Economic Research. – 2018. – Т. 12. – №. 1. – С. 41-66.
6. Goodhart C., Hofmann B. The IS curve and the transmission of monetary policy: is there a puzzle? //Applied Economics. – 2005. – Т. 37. – №. 1. – С. 29-36.
7. Leitimo K., Söderström U. Robust monetary policy in a small open economy //Journal of Economic Dynamics and Control. – 2008. – Т. 32. – №. 10. – С. 3218-3252.
8. Roisland O., Sveen T. Monetary policy under inflation targeting. – 2018.
9. Евдокимова Т. В., Трунин П. В., Зубарев А. В. Влияние реального обменного курса рубля на экономическую активность в России //Научные труды Фонда «Институт экономической политики им. ЕТ Гайдара». – 2013. – №. 165. – С. 1-164.
10. Дробышевский С. М., Трунин П. В., Каменских М. В. Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике //Научные труды Фонда «Институт экономической политики им. ЕТ Гайдара». – 2008. – №. 116. – С. 1-87.
11. Божечкова А. В., Петрова Д. А. Реальный валютный курс и конкурентоспособность национальной экономики //Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. – 2019. – Т. 11. – №. 2 (32). – С. 91-106.
12. Fuhrer J. C. Habit formation in consumption and its implications for monetary-policy models //American economic review. – 2000. – Т. 90. – №. 3. – С. 367-390.
13. Nelson E. Direct effects of base money on aggregate demand: theory and evidence //Journal of Monetary Economics. – 2002. – Т. 49. – №. 4. – С. 687-708.
14. Hamilton J. D. Why you should never use the Hodrick-Prescott filter //Review of Economics and Statistics. – 2018. – Т. 100. – №. 5. – С. 831-8

