

Роль “экстраординарных” шоков денежно-кредитной ПОЛИТИКИ

Сергей Селезнев*

Александр Тишин[†]

Понимание трансмиссии денежно-кредитной политики в реальную экономику важно для принятия решений по ключевой ставке. Находясь в ситуации, когда, например, необходимо повысить ключевую ставку, Центральный Банк, естественно, хочет понимать в какой мере изменятся как другие процентные ставки в экономике, так и какой эффект будет оказан на инфляцию, и как скоро эти изменения произойдут.

В современной экономической литературе для оценки эффекта влияния денежно-кредитной политики идентифицируют монетарные шоки, то есть исследователи пытаются найти некоторую экзогенную вариацию в денежно-кредитной политике. В данный момент наиболее современный способ идентификации монетарных шоков – это использовать высокочастотные данные. В большинстве статей про США и Европу, где используется высокочастотная идентификация, авторы находят статистически значимый эффект, связанный с ужесточением монетарной политики и замедлением инфляции. Однако для развивающихся стран результаты не столь однозначные. Например, в некоторых исследованиях, изучающих трансмиссионный механизм в России по-прежнему был обнаружен ценовой пазл, то есть ужесточение монетарной политики ведет к росту инфляции. Данный результат не только противоречит экономической теории, но и заставляет задуматься об (не)эффективности политики Центрального Банка.

В данной статье мы предлагаем решение этого пазла – мы утверждаем, что данный результат – это следствие высокой волатильной инфляции в прошлом и необычно жёсткой реакции денежно-кредитной политики на высокую инфляцию. Другими словами, мы показываем, что единичные монетарный шоки необычно больших размеров ведут к ценовому пазлу. Конкретно в случае России – это шок конца 2014 года, когда Банк России перешел к режиму инфляционного таргетирования, инфляция росла двухзначными темпами и Совет Директоров Банка России принял решение практически удвоить ключевую ставку (с 10.5% до 17%) – именно это событие вызвало шок небывалых размеров. В работе мы подчеркиваем, что, находясь в такой нестандартной ситуации кризиса, идентифицированный шок мог оказаться скоррелирован с большим количеством других шоков – за счет этого результаты работы трансмиссионного механизма в предыдущих статьях получались не робастными к выбору периода оценивания.

*Банк России, Москва, Россия

[†]Банк России, Москва, Россия

Для того, чтобы показать влияние такого типа шоков на экономику мы разработали DSGE модель российской экономики, оценили параметры этой модели на месячных данных. В контексте нашего исследования очень удобно использовать DSGE модель, которая в некотором роде очень похожа на реальную экономику, и вместе тем, поддающаяся нашему контролю и понимаю каналов и механизмов распространения шоков внутри экономики. В рамках данной модели мы проводим серию экспериментов, связанных с монетарными шоками.

В первом эксперименте мы симулируем экономику и получаем множество траекторий эволюции переменных. На этих симулированных данных мы оцениваем VAR модель, в которой получается ожидаемый результат – ужесточение денежно-кредитной политики ведет к замедлению инфляции – то есть наша модель демонстрирует стандартный для новокейнсианских моделей результат. Далее мы проводим серию экспериментов, в которых мы заменяем в сгенерированных данных значение шока в одной точке на шок, превосходящий среднестатистический в 4 раза, и получаем ценовой пазл – то есть в ответ на ужесточение денежно-кредитной политики инфляция ускоряется.

В следующих экспериментах мы используем и “настоящие” (не из симуляционной экономики) монетарные сюрпризы, идентифицированные с помощью высокочастотных данных. Результат сохраняется: что если рассматривать экономику, включая 2014-2015 года, то мы снова получаем ценовой пазл, однако заменив пиковые значения сюрпризов на более “типичные” значения – пазл решается.

Также в рамках нашего анализа, мы указываем, что возможная причина получения статистически незначимых результатов в предыдущих о влиянии денежно-кредитной политики на инфляцию, даже, если авторы не рассматривают период 2014-2015 годов (пик исторической инфляции) – это малый объем выборки. Поэтому дополнительно в работе мы показываем, используя симулированные данные, сколько точек нужно, чтобы получить отклики, соответствующие теории.

Так как в современной литературе использование высокочастотных сюрпризов получило широкое распространение, наша статья добавляет важные результаты в анализ трансмиссии монетарной политики, особенно для развивающихся экономик, которые характеризуются высокой волатильностью инфляции. В нашей статье мы призываем к аккуратному использованию волатильных данных на коротких выборках, но при этом мы показываем, что контринтуитивный и/или статистически незначимый результат – это не обязательно свидетельство неэффективности монетарной политики, а, возможно, просто особенности экономики. Таким образом наш анализ является ценным не только для современной экономической литературы, но и для руководства центральных банков.