

Поддержка инвестиций и современная денежно-кредитная политика: возможен ли компромисс?

Филипп Картаев

д.э.н., заведующий кафедрой
микро- и макроэкономического анализа

экономический факультет МГУ

26 февраля 2025

План

- Денежно-кредитная политика и инвестиции:
есть ли компромисс в **краткосрочном** периоде?
- Денежно-кредитная политика и инвестиции:
есть ли компромисс в **долгосрочном** периоде?
- Что может помочь компромиссу

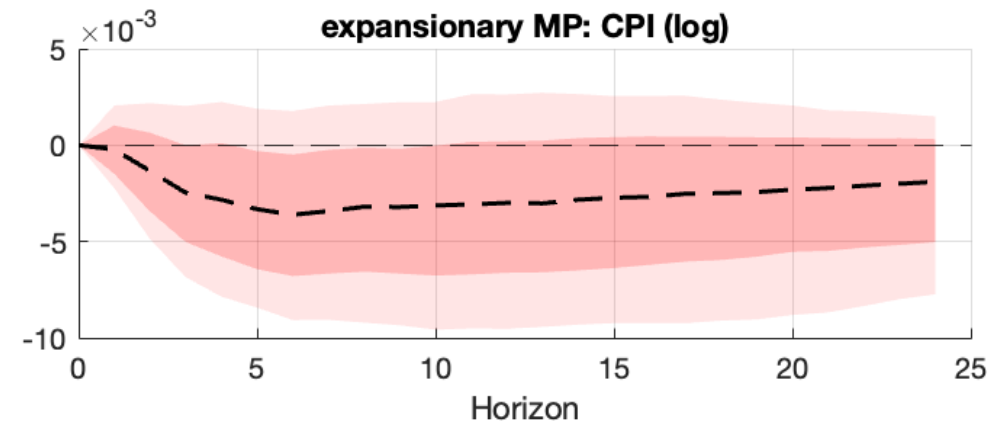
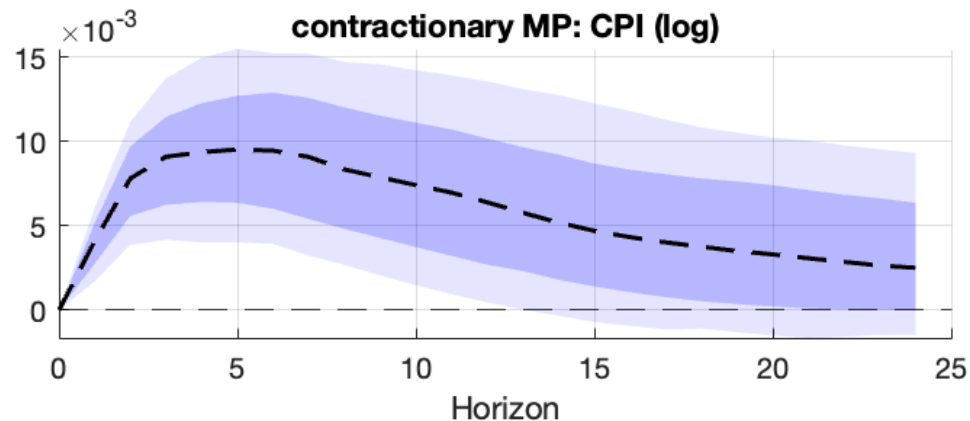
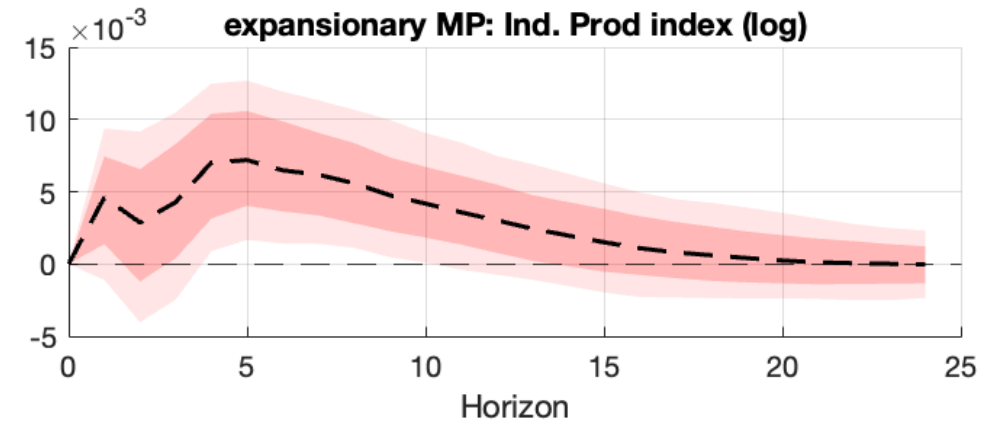
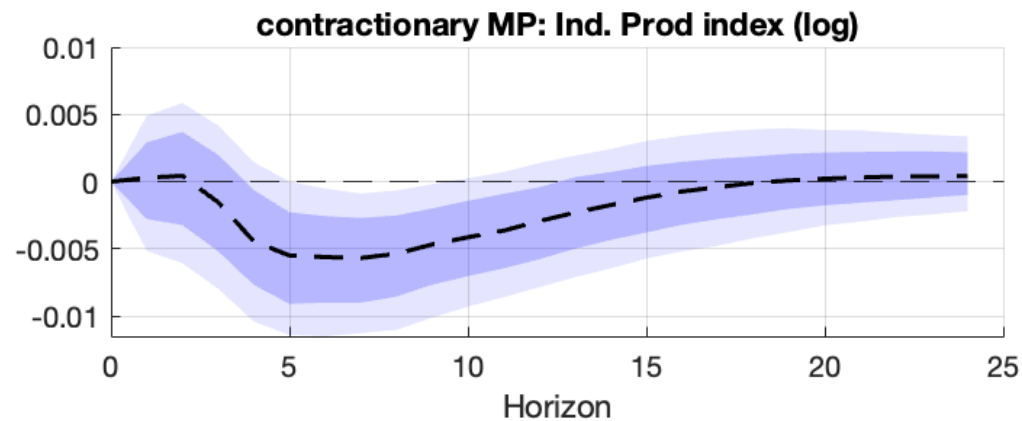
План

- Денежно-кредитная политика и инвестиции:
есть ли компромисс в **краткосрочном** периоде?
- Денежно-кредитная политика и инвестиции:
есть ли компромисс в **долгосрочном** периоде?
- Что может помочь компромиссу

Денежно-кредитная трансмиссия

- Как трансмиссия должна работать в теории
 - Канал процентной ставки и кредитный канал
 - Канал валютного курса и эффект переноса валютного курса
 - Канал издержек
 - Есть ли еще какие-то каналы?
- Эволюция работы трансмиссии в современных условиях
 - Изменение значимости валютного канала
 - Ключевая ставка, кредитование и льготные процентные ставки
 - Дискуссии и степени важности канала издержек и «загадка цен»

«Загадка цен» в российских данных



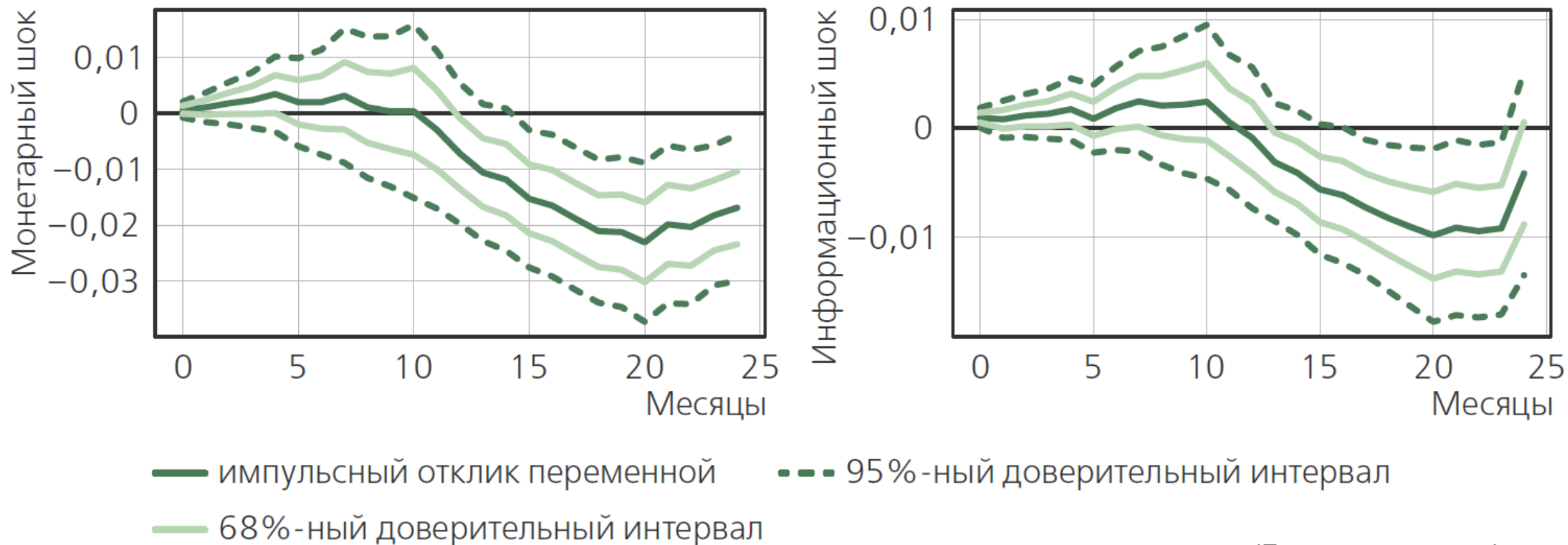
* Один период — один месяц (Колесник, Картаев, 2025)

Разгадка «загадки цен»

- Можно учитывать максимально широкий спектр прочих факторов, чтобы избежать смещения из-за пропуска существенных переменных
FAVAR модели. Например, (Борзых, 2016)
- Можно учитывать изменчивость коэффициентов моделей во времени
TVP-VAR модели. Например, (Шестаков, 2017)
- Можно учитывать многомерность шоков, порождаемых решениями денежных властей
Высокочастотная идентификация (Банникова, 2024)

Разгадка «загадки цен»

г) логарифм индекса потребительских цен, %



(Банникова, 2024)

ДКП и инвестиции: есть ли компромисс в краткосрочном периоде?

- Если использовать неаккуратно специфицированные модели, то может показаться, что увеличение ключевой ставки одновременно замедляет инвестиции и разгоняет инфляцию
Если это верно, то «компромисс» должен быть простым: нужно снизить ставку. Тогда и инфляция уменьшится, а инвестиции увеличатся
- Однако корректные модели показывают, что увеличение ставки все-таки инфляцию замедляет
Поэтому для борьбы с инфляцией приходится увеличивать ставку, жертвуя инвестициями
- В краткосрочном периоде приходится делать выбор между борьбой с ростом цен и стимулированием инвестиций

План

- Денежно-кредитная политика и инвестиции:
есть ли компромисс в **краткосрочном** периоде?
- Денежно-кредитная политика и инвестиции:
есть ли компромисс в **долгосрочном** периоде?
- Что может помочь компромиссу

Вопросы о долгосрочных последствиях ДКП

- Как инфляция сказывается на инвестициях и экономическом росте?
- Мешает ли таргетирование инфляции долгосрочному росту?
- Может ли агрессивная стимулирующая политика обеспечить рост инвестиция в долгосрочной перспективе?

Вопросы о долгосрочных последствиях ДКП

- Как инфляция сказывается на инвестициях и экономическом росте?

Низкая инфляция не вредит экономическому росту

При высокой инфляции долгосрочное кредитование становится слишком рискованным, инвестиции снижаются, экономический рост снижается

Пороговое значение инфляции, превышение которой вредит росту для развивающихся экономик составляет 8-10%

Рост инфляции всегда связан с ростом ее волатильности, так что таргетировать инфляцию лучше на уровне ниже этого порога

(Barro, 1995), (Eggoh, Khan, 2014), (Картаев, Клячкова, 2015) (Ibarra, Trupkin, 2016)

Вопросы о долгосрочных последствиях ДКП

- Мешает ли таргетирование инфляции долгосрочному росту?

На этот вопрос пытались ответить много авторов. Они приходят к выводу, что переход к таргетированию инфляции или не влияет на рост вообще, или даже ускоряет его

Таргетирование инфляции снижает инфляцию и её неопределенность. Это устраняет «издержки меню» и уменьшает премию за риск, делая долгосрочные инвестиции более доступными

(Ball, Sheridan, 2005), (Ayres, Belasen, Kutan, 2014), (Hale, Philippov, 2015)

- Может ли агрессивная стимулирующая политика обеспечить рост инвестиций в долгосрочной перспективе?

Оценка долгосрочных мультипликаторов на данных по России не улавливает такого эффекта ни для каких денежных агрегатов *(Герелишина, Картаев, 2025)*

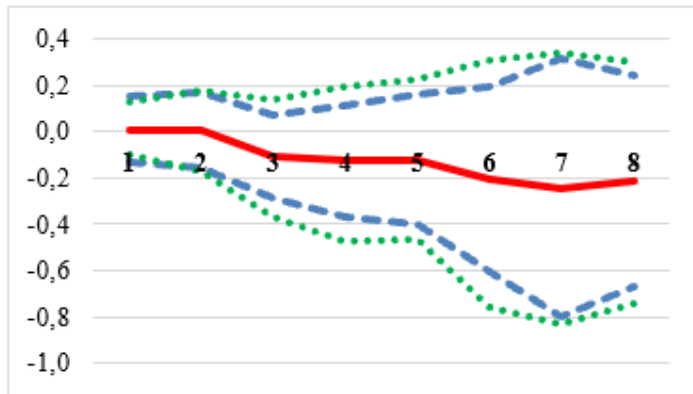
Долгосрочные последствия увеличения предложения денег

- (Картаев, Герелишина, 2025) 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

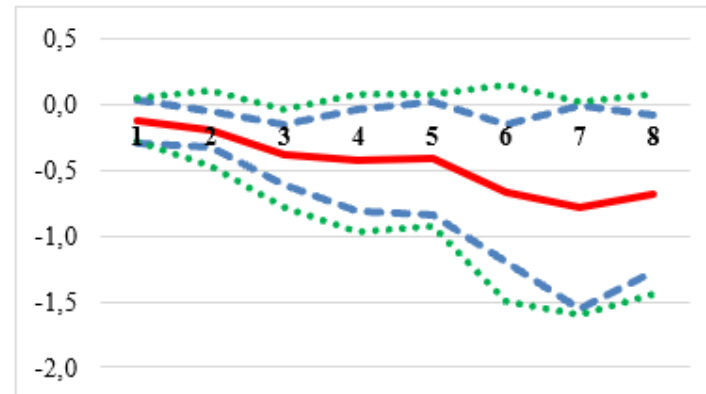
Долгосрочная реакция переменных реального сектора на рост $M1$

2. Отклики на $\Delta M1$

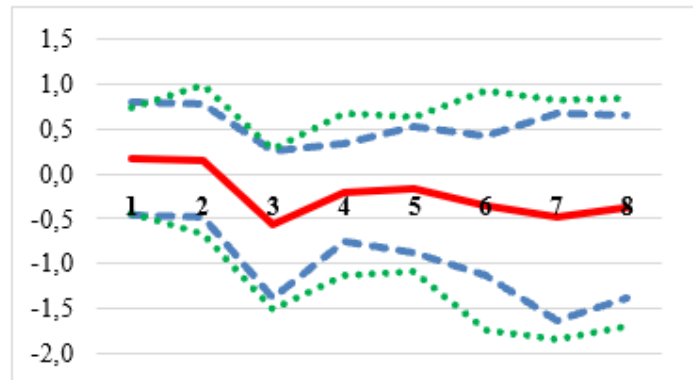
ВВП (Y)



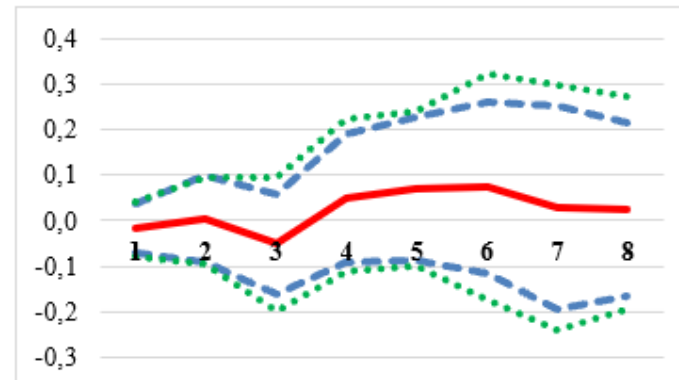
Потребительские расходы (C)



Инвестиционные расходы (I)



Государственные расходы (G)



* Один период — один год (Герелишина, Картаев, 2025)

План

- Денежно-кредитная политика и инвестиции:
есть ли компромисс в **краткосрочном** периоде?
- Денежно-кредитная политика и инвестиции:
есть ли компромисс в **долгосрочном** периоде?
- Что может помочь компромиссу

Что может помочь компромиссу

- В долгосрочном периоде задачи борьбы с инфляцией и стимулирования экономического роста согласуются друг с другом

Высокая и (особенно) волатильная инфляция вредит инвестициям и экономическому росту

Агрессивная стимулирующая политика ускоряет инфляцию, но не стимулирует реальные инвестиции

Ценовая стабильность создает условия для долгосрочного роста

- Снизить издержки борьбы с инфляцией может управление инфляционными ожиданиями

Независимость центрального банка

Прозрачность ДКП

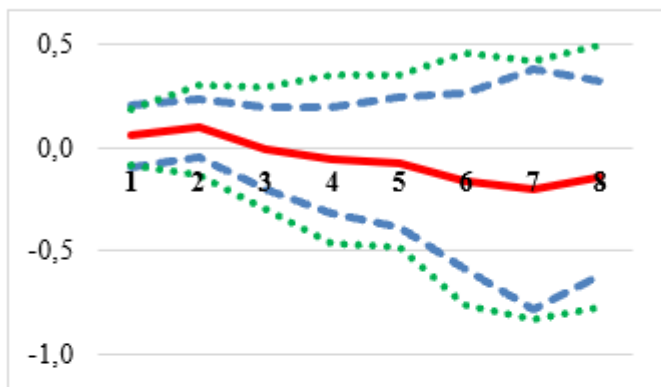
Ясность коммуникации с публикой

Спасибо за внимание!

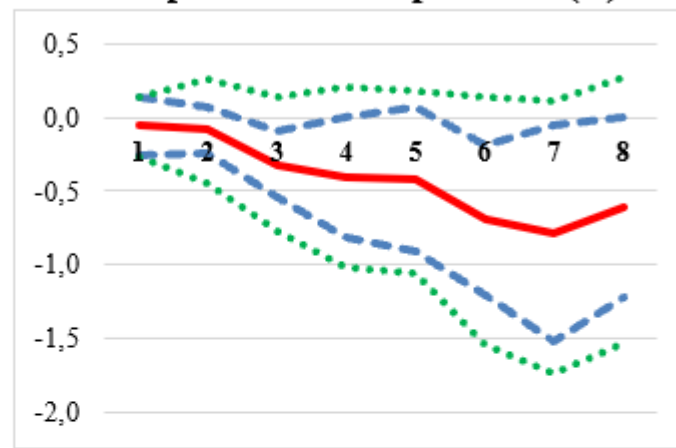
Долгосрочная реакция переменных реального сектора на рост $M0$

1. Отклики на $\Delta M0$

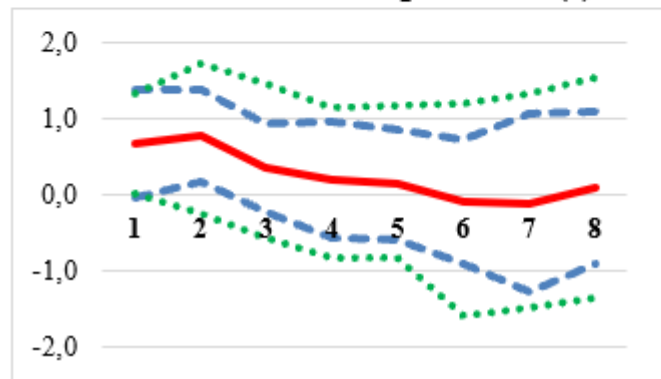
ВВП (Y)



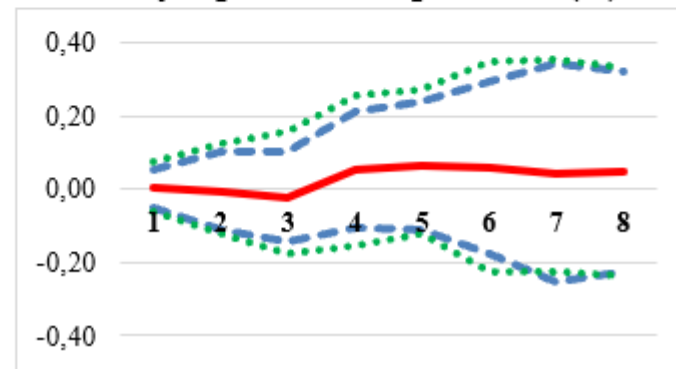
Потребительские расходы (C)



Инвестиционные расходы (I)



Государственные расходы (G)

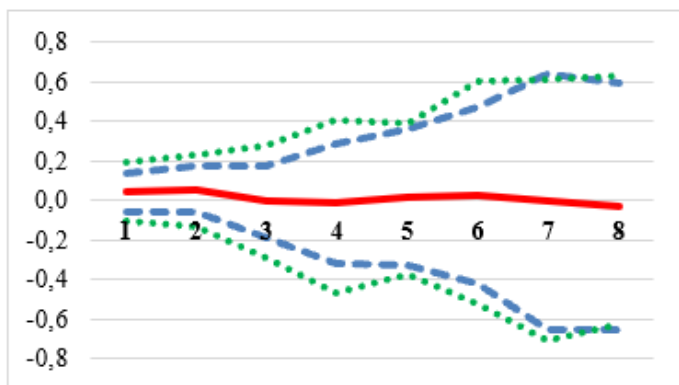


* Один период — один год (Герелишина, Картаев, 2025)

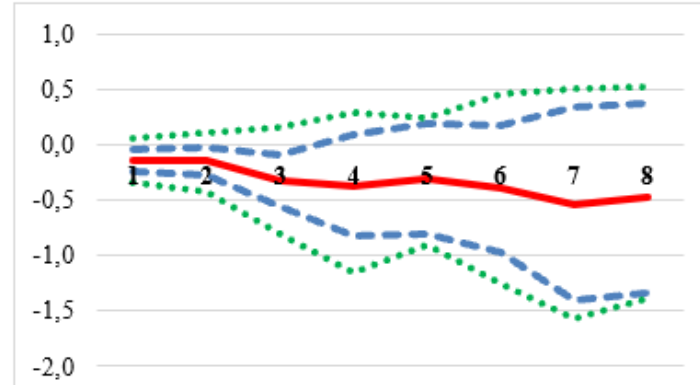
Долгосрочная реакция переменных реального сектора на рост $M1$

3. Отклики на $\Delta M2$

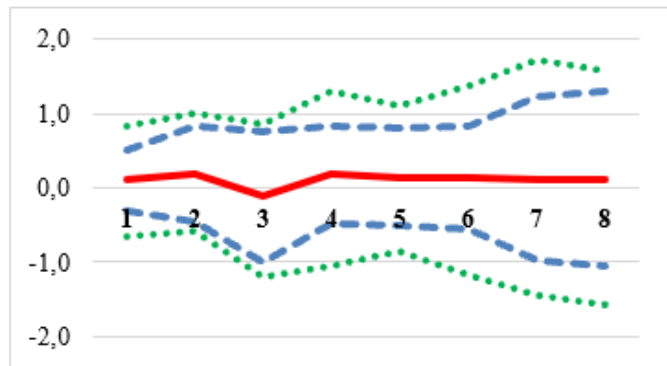
ВВП (Y)



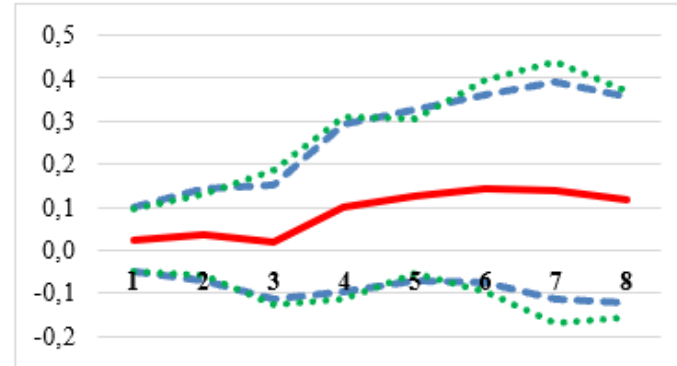
Потребительские расходы (C)



Инвестиционные расходы (I)



Государственные расходы (G)



* Один период — один год (Герелишина, Картаев, 2025)