

# СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ В ИССЛЕДОВАНИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ВЛИЯНИЯ КРЕДИТНО-ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ

*Дауталиева Гульнур Нурсеитовна,*

*В статье рассмотрены современные тенденции и направления в исследовании макроэкономического влияния денежно-кредитной политики, особенности развития экономических концепций, представлены теоретические составляющие анализа влияния монетарной политики на динамику макроэкономических показателей. Делается вывод о необходимости поиска новых методов моделирования ожиданий экономических агентов в странах с нестабильной и непрозрачной экономической политикой.*

*Ключевые слова: денежно-кредитная политика, инфляция, моделирование монетарной политики.*

*JEL-коды: В 220, В 310, Е 420.*

Результаты многочисленных исследований по моделированию влияния кредитно-денежной политики на реальные макроэкономические показатели в рамках как монетаристских, так и новых кейнсианских моделей показали, что в краткосрочном периоде влияние монетарной политики в разных странах является эмпирически значимым, тогда как в долгосрочном периоде это влияние распространяется лишь на монетарные показатели. В этой связи, на настоящий момент сторонники обеих теорий отдают предпочтение осуществлению государственного регулирования экономических процессов посредством монетарных инструментов (использование кредитно-денежного трансмиссионного механизма). Кроме того, упомянутая выше стабилизирующая политика монетарных властей, как правило, заключается в достижении оптимального соотношения между отклонениями инфляции и объема производства от их, соответственно, целевого и потенциального уровня (инфляционный и производственный разрывы).

При проведении исследований по анализу влияния монетарных инструментов на макроэкономическую динамику реальных величин и по совершенствованию кредитно-денежной политики на настоящий момент наиболее широко используются динамические стохастические модели общего экономического равновесия (ДСМОР).

К примеру, они используются в статье Клариды с соавторами<sup>1</sup> или в более позднем варианте, написанном уже одним Дж.Гали<sup>2</sup>, посвященных обобщению достижений и результатов исследовательских работ по анализу влияния кредитно-денежной политики в закрытой экономике при наличии номинальных негибкостей. Эти статьи устанавливают основание для дальнейшего развития некейнсианских моделей, в том числе в рамках открытой экономики.

---

<sup>1</sup> Clarida R., Gali J., Gertler M., The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective, Journal of Economic Literature, 37, pp. 1661–1707, 1999.

<sup>2</sup> Galí J. New Perspectives on Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle, in Advances in Economic Theory, edited by: M. Dewatripont, L. Hansen, and S. Turnovsky, vol. III, 151-197, Cambridge University Press, 2003.

ДСМОП используются также Л. Свенссоном, к примеру, в его анализе оптимального выбора монетарных властей между инфляционным целеполаганием (комплекс мер, принимаемых государственными властями с целью контроля за уровнем инфляции в стране) и целеполаганием уровня цен. Следует отметить, что, как большинство экономистов сегодня, Л. Свенссон признает значимость кривой Филлипса в краткосрочном аспекте, хотя и моделирует ее как связь между отклонениями объема производства от его потенциального уровня и инфляции от ее значения в предыдущем периоде. Л. Свенссон приходит к заключению, что при достаточно высокой динамической устойчивости объема производства в условиях кредитно-денежной политики, строго следующей определенным, общеизвестным установкам, целеполагание уровня цен приводит к большей инфляционной вариативности, тогда как в условиях дискреционной монетарной политики – к меньшей<sup>3</sup>.

Кроме того, инфляционное целеполагание действенно только в условиях достаточно высокого доверия, обеспечивающего формирование ожиданий, близких к целевому уровню инфляции<sup>4</sup>. Вопрос о доверии общественности к провозглашенной политике монетарных властей, в свое время, привел к включению некоторых элементов теории игр в моделирование ее влияния на экономику (насколько велика вероятность отклонения монетарных властей от провозглашенной политики на определенном этапе ее реализации).

В настоящих условиях крайне низких процентных ставок в Европе и США интересным представляется утверждение Л. Свенссона о том, что целеполагание уровня цен вместо инфляционного целеполагания может быть более успешным для сокращения неопределенности долгосрочного уровня цен, для стабилизации инфляции и предотвращения ликвидной ловушки<sup>5</sup>. Возможно, этот вопрос заслуживает сегодня более детального и глубокого изучения.

Кроме того, Л. Свенссон придерживается мнения, что целеполагание инфляционного прогноза<sup>6</sup> в сравнении с целеполаганием инфляции является более эффективным в достижении стабильности цен<sup>7</sup>. При этом монетарные агрегаты (например, реальный денежный разрыв) могут служить в качестве важных показателей, обладающих определенными весами в зависимости от их предсказательной силы относительно будущих инфляционного и производственного разрывов. Реальный денежный разрыв определяется как разница между текущей реальной денежной массой (как правило, М3) и долгосрочным, равновесным значением реальной денежной массы<sup>8</sup>. Однако, практическое применение такой политики нуждается в дальнейшем исследовании и разработке операционных стратегий для центральных банков.

Особенно широкое распространение дискуссии вокруг роли денежных агрегатов в качестве значимых индикаторов будущих значений инфляции и объема выпуска получили в

---

<sup>3</sup> Svensson Lars E.O. Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? // Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 31, No. 3, Part 1 (Aug., 1999). - P. 286.

<sup>4</sup> Crockett A. Overview Panel, New Challenges for Monetary Policy// Jackson Hole, Wyoming, Aug., 26-28, 1999. - P. 408.

<sup>5</sup> Svensson Lars E. O. How should Monetary Policy be conducted in an Era of Price Stability? // New Challenges for Monetary Policy, Jackson Hole, Wyoming, Aug., 26-28, 1999. - P.231.

<sup>6</sup> «Целеполагание (таргетирование) инфляционного прогноза – это политика, при которой центральный банк меняет процентную ставку таким образом, что его инфляционный прогноз, условно по траектории процентной ставки, приводится в соответствие с целевым уровнем инфляции» (См.: Svensson Lars E. O. How should Monetary Policy be conducted in an Era of Price Stability? // New Challenges for Monetary Policy, Jackson Hole, Wyoming, Aug., 26-28, 1999. - P.166).

<sup>7</sup> Svensson Lars E. O. How should Monetary Policy be conducted in an Era of Price Stability? // New Challenges for Monetary Policy, Jackson Hole, Wyoming, Aug., 26-28, 1999. - P.196.

<sup>8</sup> Там же. - P.215.

Европе. С одной стороны, в литературе существует множество работ, предоставляющих свидетельства в пользу использования номинальных денежных агрегатов в прогнозировании. С другой стороны, найдены эмпирические подтверждения в пользу использования реальных денежных индикаторов.

Одной из работ, посвященных данной тематике, является труд Ж.Дюфренота и соавторов 2006 года, в котором сравниваются информативности двух индикаторов, один из которых основан на реальном денежном разрыве, другой – на темпе роста номинальной денежной массы, для прогнозирования инфляции в Европе<sup>9</sup>. Авторами использовались квартальные панельные данные для некоторых стран Европы в период с 1990 года по 2004 год; ими были оценены два уравнения инфляции. Одно из них содержало реальный денежный разрыв в качестве монетарного индикатора, производственный разрыв и компоненту, отражающую инфляционные ожидания. Последние формируются агентами согласно их предположениям относительно уровня инфляции, обеспечение которого, по их мнению, будет целью центрального банка. Во втором уравнении инфляции в качестве денежного индикатора используется номинальная денежная масса.

По результатам исследования авторы приводят следующее заключение. Индикатор, основанный на темпе роста номинальной денежной массы, дает лучшие прогнозы для инфляции в странах еврозоны, в которых кредитно-денежная политика основывается на стратегии Европейского Центрального Банка, заключающейся в обеспечении ценовой стабильности путем изменения темпа роста номинальной денежной массы. В других странах Европы реальный денежный разрыв показал себя в равной степени информативный для прогнозирования инфляции. Интересным представляется дальнейшее развитие этих исследований в направлении декомпозиции индикаторов реального денежного разрыва и темпа роста номинальной денежной массы на их высоко- и низкочастотные составляющие с целью выявления переменной, играющей доминантную роль в объяснении краткосрочной инфляции, и переменной, оказывающей доминантное влияние на долгосрочную инфляцию.

На настоящий момент относительный консенсус в академических кругах наблюдается относительно необходимости поиска оптимального соотношения в краткосрочном аспекте между инфляционным и производственным разрывами, а также между обменным курсом и инфляцией. Кредитно-денежная политика должна быть направлена на достижение этого оптимума. По поводу регулирования соотношения между обменным курсом и инфляцией на сегодняшний день известно не очень много, хотя, согласно С. Фишеру, в краткосрочном периоде реальный обменный курс может быть подвержен влиянию кредитно-денежной политики<sup>10</sup>.

По поводу необходимости поиска компромисса по стабилизации отклонений объемов производства и инфляции от их соответствующих значений представляется целесообразным привести понятие «божественного совпадения» стабилизации производственного разрыва и инфляции («divine coincidence»), которым О. Бланшар и Дж. Гали обозначили отсутствие такой дилеммы, имеющей место в рамках новой кейнсианской модели при условии отсутствия нетривиальных реальных экономических несовершенств. К примеру, предпосылка о наличии в экономике негибкости реальной заработной платы приводит к

---

<sup>9</sup> Dufrenota G., Joyeux R., Péguin-Feissollec A. Which predictor is the best to predict inflation in Europe: the real money-gap or a nominal money based indicator? - ERUDITE, Université Paris 12 and GREQAM, France, August 3, 2006.

<sup>10</sup> Fischer, S., Overview Panel// New Challenges for Monetary Policy, Jackson Hole, Wyoming, Aug., 26-28, 1999. - P.391.

исчезновению «божественного совпадения», перед монетарными властями стоит дилемма стабилизации производственного разрыва или инфляции<sup>11</sup>.

Бланшаром О. и рядом других ученых проводятся различные исследования по моделированию монетарного трансмиссионного механизма, при этом меняются исходные предпосылки, осуществляются попытки ввести в анализ краткосрочных связей новые номинальные и реальные несовершенства экономики, добиться большего соответствия моделей реальным экономическим процессам, не перегружая их, однако, нерелевантными деталями. В качестве примера, может послужить моделирование рынка труда О.Бланшаром и Дж. Гали, которые показали последствия введения в анализ номинальных негибкостей и безработицы, временных лагов на рынке труда (возрастающие в условиях рыночной негибкости издержки по найму новых работников увеличивают предельные издержки, влияющие на инфляцию) и жесткости реальной заработной платы для краткосрочной дилеммы между безработицей и инфляцией и для оптимальной кредитно-денежной политики. Последняя предусматривает в этом моделировании временное допущение высокой инфляции в ответ на шок в производительности, тогда как стабилизация инфляции приводит к большим и неэффективным колебаниям безработицы<sup>12</sup>.

Моделирование монетарной политики при наличии жестких цен и временных лагов, возникающих в процессе поиска и подбора соответствия между рабочим местом и работником, осуществляется также с помощью функции благосостояния репрезентативного агента, которая зависит от инфляции и «лаг-разрывов» уровней безработицы. Эта модель, предусматривающая, в отличие от модели О.Бланшара и Дж.Гали, гибкую заработную плату, вскрывает, как флуктуационные издержки генерируются поисковыми трениями. Монетарная политика в этой модели должна быть направлена на стабилизацию инфляции<sup>13</sup>.

Также исследования ведутся в направлении включения в анализ инструмента накопления резервов, международных цен на ключевые товары, активной роли сектора финансовых посредников, идей теории асимметрии информации и других несовершенств финансового рынка, институциональные факторы и пр. Отклонения объемов производства от потенциального уровня является ненаблюдаемой величиной. Поиск наиболее подходящих способов ее оценки может дать улучшенные рекомендации по манипулированию процентной ставкой. Интерес представляет предложение Дж.Гали и М.Гертлера использовать показатели измерения предельных издержек.

По вопросу асимметричной информации и неопределенности следует отметить исследования К.И.Уолша, направленные на включение в анализ неопределенности и недостаточной информированности об истинной структуре экономики и ее истинного состояния на момент принятия государственными властями тех или иных решений по регулированию экономики. Автор рассматривает три вида неопределенности, существенно влияющие на применение той или иной политики: неопределенность относительно данных в связи с измерением производственного отклонения, неопределенность относительно устойчивости инфляционного шока и относительно самого инфляционного процесса. К.И.Уолш сравнивает различные виды кредитно-денежной политики по их устойчивости и

---

<sup>11</sup> Blanchard O.J., Galí J. Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model // MIT Department of Economics Working Paper No. 05-28, FRB Boston Working Paper No. 05-14, October, 2005.

<sup>12</sup> Blanchard O.J., Galí J. Labor Markets and Monetary Policy: A New-Keynesian Model with Unemployment // American Economic Journal: Macroeconomics, 2(2): 1–30, March 6, 2008.

<sup>13</sup> Ravenna F., Walsh C. Welfare based optimal monetary policy with unemployment and sticky prices: A linear-quadratic framework // Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, 2009-15, May, 2009.

эффективности в случае резких структурных изменений экономики или персистентных шоков. Он заключает, что простые правила проведения монетарной политики (например, правило Тэйлора) могут служить в качестве общих установок, но выбор той или иной конкретной формы кредитно-денежной политики зависит от чувствительности монетарных властей к рискам<sup>14</sup>.

В этой связи следует также сделать ссылку на исследования Дж.Гамильтона с соавторами, в котором показан возможный способ, согласно которому экономические субъекты формируют их ожидания, основываясь на правилах проведения властями политики и на изменениях экономических прогнозов и кредитно-денежной политики, возникающих под воздействием новых событий.

Другим важным элементом, который в последнее время в связи с мировым финансовым кризисом стал интенсивнее внедряться в экономические исследования, является моделирование цен на активы. Как показывает Ф.Баккетта с соавторами, арбитражеры, или спекулирующие инвесторы, в обычное время играют роль поставщиков ликвидности, но в период финансовой паники представляют собой источник значительного увеличения риска цен на активы. С целью уменьшения магнитуды финансовой паники они предлагают проводить политику поощрения сокращения балансового риска. Их заключения строятся на разработанной ими модели «рисковой паники», которая генерирует значительные, самореализующиеся сдвиги риска цен на активы в соответствии с резкими возрастаниями риска, характеризующими последний мировой финансовый кризис.

Кроме того, в изучение влияния кредитно-денежной политики и методов увеличения ее эффективности входит реальный обменный курс. Дилемма между задачами снижения инфляции и стабилизации реального обменного курса налицо. Если монетарные власти задаются целью удешевить валюту, то наблюдается усиление роста цен на местные товары. К примеру, по мнению Ч.Энгеля, оптимальная кредитно-денежная политика в открытой экономике должна быть нацелена не только на инфляцию и производственный разрыв, но и на несоответствия в валютных курсах<sup>15</sup>.

Подводя итоги анализа последних направлений научных исследований кредитно-денежной политики, следует отметить следующее. Развивающиеся страны с нестабильной институциональной средой часто испытывают недостаток информации, как о конкретных целях монетарных властей, так и о макроэкономической ситуации в целом. В условиях неопределенности и большой неустойчивости экономических показателей индивидуумы не сильно доверяют и не ориентируются на показатели предыдущего периода, с одной стороны; с другой стороны, для формирования рациональных ожиданий они не обладают достаточной информацией и/или способностью ее адекватного восприятия. Это дает почву для поиска новых методов моделирования ожиданий экономических агентов в развивающихся странах с нестабильной и непрозрачной экономической политикой.

Следует, однако, отметить, что под влиянием установившегося в академических кругах консенсуса относительно оптимальной монетарной политики, рекомендующего Центральным банкам проведение сбалансированной, прозрачной политики, обеспечивающей доверие экономических агентов к объявленной политике, монетарные власти развивающихся стран стремятся добиться доверия к их политике, что является стабилизирующим экономическую

---

<sup>14</sup> Walsh C.E. Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy // Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, Jackson Hole, Wyoming, Aug., 2003. - PP. 297-348.

<sup>15</sup> Engel Ch. Currency misalignments and Optimal Monetary Policy: a Reexamination // NBER Working Paper Series, No 14829.

фактором. С учетом таких приоритетов целесообразнее представляется моделирование влияния кредитно-денежной политики на основе политики установленных правил, несмотря на большой «соблазн» нарушить последние.

### Список литературы:

1. Clarida R., Gali J., Gertler M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective, *Journal of Economic Literature*, 37, 1999. - PP. 1661–1707
2. Galí J. New Perspectives on Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle, in *Advances in Economic Theory*, edited by: M. Dewatripont, L. Hansen, and S. Turnovsky, vol. III, 151-197, Cambridge University Press, 2003.
3. Svensson Lars E.O. Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? // *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 31, No. 3, Part 1 (Aug., 1999). - PP. 277-295.
4. Crockett A. Overview Panel, New Challenges for Monetary Policy // Jackson Hole, Wyoming, Aug., 26-28, 1999. - PP. 405-410.
5. Svensson Lars E.O. How should Monetary Policy be conducted in an Era of Price Stability? // *New Challenges for Monetary Policy*, Jackson Hole, Wyoming, Aug., 26-28, 1999. - PP. 195-261.
6. Dufrénot G., Joyeux R., Péguin-Feissollec A. Which predictor is the best to predict inflation in Europe: the real money-gap or a nominal money based indicator? - ERUDITE, Université Paris 12 and GREQAM, France, August 3, 2006.
7. Fischer S. Overview Panel // *New Challenges for Monetary Policy*, Jackson Hole, Wyoming, Aug., 26-28, 1999. - PP. 389-397.
8. Blanchard O.J., Galí J. Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model // MIT Department of Economics Working Paper No. 05-28, FRB Boston Working Paper No. 05-14, October, 2005.
9. Blanchard O.J., Galí J. Labor Markets and Monetary Policy: A New-Keynesian Model with Unemployment // *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2): 1–30, March 6, 2008.
10. Ravenna F., Walsh C. Welfare based optimal monetary policy with unemployment and sticky prices: A linear-quadratic framework // *Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series*, 2009-15, May, 2009.
11. Walsh C.E. Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy // *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Jackson Hole, Wyoming, Aug., 2003. - PP. 297-348.
12. Engel Ch. Currency misalignments and Optimal Monetary Policy: a Reexamination// *NBER Working Paper Series*, No 14829.

# CURRENT TRENDS IN RESEARCH OF MACROECONOMIC INFLUENCE OF THE MONETARY POLICY

*Dautaliyeva Gulnur Nurseytovna,*

Peoples' Friendship University of Russia  
117198, Moscow, Miklukho-Maklaya str., 6

*In article current trends and the directions in research of macroeconomic influence of a monetary policy, feature of development of economic concepts are considered, theoretical components of the analysis of influence of monetary policy on dynamics of macroeconomic indicators are presented. The conclusion about need of search of new methods of modeling of expectations of economic agents for the countries with unstable and opaque economic policy is drawn.*

*Keywords: monetary policy, inflation, modeling of monetary policy.*

*JEL codes: B 220, B 310, E 420.*