

Нейтральная ставка процента: анализ и оценка для российской экономики

Аннотация. В работе поднимается вопрос специфики расчета реальной нейтральной ставки процента (NRI) в России как в стране с формирующимся рынком. Проведен анализ факторов NRI, характерных для стран, не являющихся развитыми, а также анализ методов оценки NRI, наиболее релевантных для данной группы стран. В качестве метода оценки NRI в России обоснован метод ненаблюдаемых компонент. На основании проведенного исследования сделан вывод о понижательной динамике NRI (снижении до значения менее 2,5% в 2020 г.), в большей степени в силу действия специфических для страны факторов. В частности, для России менее актуальны факторы полной загрузки производственных мощностей и старения населения и более актуальны факторы открытости экономики и снижения премии за страновой риск.

Согласно устоявшемуся определению, реальная нейтральная ставка процента (NRI) – это ставка, достигаемая в экономике при отсутствии номинальных жесткостей и гибких ценах (иными словами, при которой выпуск находится на потенциальном уровне) (Woodford, 2003). Долгосрочная NRI подвержена влиянию фундаментальных факторов, таких как склонность населения к сбережению (Ramsey, 1928), демографическая структура общества (Eggertsson, et al., 2016), а также темп роста технологии (Okazaki & Sudo, 2018) и относительная цена капитала (Eichengreen, 2015). Краткосрочная NRI может изменяться, в частности, под воздействием менее фундаментальных факторов, так как углубление национального финансового рынка (Magud & Tsounta, 2012), совершенствование финансового посредничества и качества работы механизма денежной трансмиссии (Teodoru & Toktonalieva, 2020), а также прочие факторы, влияющие на поведение инвесторов на рынке сбережений и инвестиций.

Как показывает обзор международного опыта (таблица 1), большинство стран в настоящее время сталкиваются со снижением NRI.

Таблица 1 – Оценка реальной нейтральной ставки процента в развитых странах и странах, не являющихся развитыми, в последние годы.

Развитые страны		Страны, не являющиеся развитыми	
Страна, работа	Оценка NRI	Страна, работа	Оценка NRI
Норвегия (Brubakk, et al., 2018)	2003-2017. Снижение с 3% до 0%	Киргизия (Teodoru & Toktonalieva, 2020)	Снижение с 18% в 2003 г. и стабилизация на уровне 4% в 2019 г.
Япония (Okazaki & Sudo, 2018)	1985-2017. Снижение с 4% до 0-1%	Бразилия (Moreira & Portugal, 2019)	1999-2018. Снижение с 7% в 1999 г. до 3,8%; 1,3% в 2014-2018 гг.
Швеция (Armelius, et al., 2018)	1995-2017. Снижение с 3% в 1995 г. до -2% в 2017 г.	Украина (Grui, et al., 2018)	2005-2018. Рост до 13% к 2013 г., снижение до 2,5% в 2018 г.
Польша, Чехия, Венгрия (страны ЦВЕ) (Stefański, 2018)	1996-2017. Снижение с 6% до 1% в Чехии, до 3% в Польше; 6% в Венгрии	Турция (Us, 2018)	2002-2015. Снижение с 10% в 2002 г. до 0% в 2009-2014 гг., стабилизация на 2% в 2015 г.
США, Канада, Великобритания, ЕС (Holston, et al., 2017)	1961-2017. Снижение с 3-5% до 0-1,5%	Индия (Behera, et al., 2017)	1999-2014. Снижение с 4% до 1,6-1,8% в 2014-2015 гг.
США (Del Negro, et al., 2017)	1960-2016. Снижение с 2,5% до 1%; снижение ниже 0% в 2008-2009 гг.	Мексика (Carrillo, et al., 2017)	2001-2016. Снижение с 3-4% до 0-1% после МФК
Развитые страны (Rachel & Smith, 2015)	1985-2015. Снижение в среднем на 4 п. п.	Страны Латинской Америки (Magud and Tsounta 2012)	2000-2012. Снижение в среднем по выборке на 2 п. п.

Источник: составлено авторами.

Однако, процесс снижения NRI происходит неодинаково в группах стран. В частности, в развитых странах ключевыми факторами снижения NRI являются хроническая избыточная сбережений и нехватка безопасных активов (Del Negro, et al., 2017), рост ожидаемой продолжительности жизни и сокращение темпов роста факторной производительности (Rachel & Smith, 2015), низкая премия за страновой риск (Holston, et al., 2017), а также рост значимости некапиталоинтенсивных компаний, таких как Amazon и Google (Brubakk, et al., 2018). Напротив, в остальных странах более существенными факторами снижения NRI является развитие институтов и повышение защищенности прав инвесторов (Teodoru & Toktonalieva, 2020), углубление национального финансового рынка (Magud & Tsounta, 2012), снижение ограничений трансграничного движения капитала (Carrillo, et al., 2017) и др.

В России, как и в ряде стран с формирующимся рынком, подход к оценке NRI нуждается в спецификации. Это связано с многочисленными структурными сдвигами в

экономике и недостаточной сопоставимостью статистических данных на продолжительном горизонте времени. Для оценки NRI в России предпочтительнее использовать классический ИПЦ вместо базового ИПЦ, а также не использовать е кривую Филлипса, поскольку ее наблюдаемость является предметом дискуссии. На основании оценки преимуществ и недостатков доступных подходов к оценке NRI, представленных в таблице 2, авторы пришли к выводу о целесообразности оценки NRI для России при помощи статистических методов, а именно модели ненаблюдаемых компонент (UCM).

Таблица 2 – Классификация подходов к оценке нейтральной ставки процента

Подход	Преимущества подхода	Недостатки подхода	Работа
Оценка на основе показателей финансового рынка	Технически простая реализация	Не учитывает основные макроэкономические теоретические положения (только теория финансовых рынков)	(Bomfim, 2001), (Basdevant, et al., 2004), (Giammarioli & Valla, 2004)
Статистические методы оценки	Оценка основана на фактической реализации данных, простота реализации	Отсутствие строгой экономической интерпретации, чувствительность к предпосылкам	(Basdevant, et al., 2004), (Laubach & Williams, 2003), (Cuaresma, et al., 2004), (Wynne & Zhang, 2018), (Wang, 2019)
Оценка в рамках структурных моделей	Теоретическое обоснование построения. Возможность экономической интерпретации динамики и реакции на шоки	Трудоемкость оценки, чувствительность к предпосылкам и допущениям модели	(Giammarioli & Valla, 2003), (Arestis & Chortareas, 2008)

Источник: составлено авторами.

Модель, согласно которой извлекается составляющая тренда из *ex-ante* реальной ставки процента, имеет следующую спецификацию (формула (1)):

$$\begin{pmatrix} r_t \\ y_t \\ \pi_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \mu_t^r \\ \mu_t^y \\ \mu_t^\pi \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \phi_t^r \\ \phi_t^y \\ \phi_t^\pi \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} u_t^r \\ u_t^y \\ u_t^\pi \end{pmatrix}, \quad (1)$$

где r_t – *ex-ante* квартальная реальная процентная ставка, выраженная в процентах годовых; y_t – логарифм реального квартального ВВП; π_t – квартальная инфляция, выраженная в процентах годовых; μ_t^r – трендовая компонента ряда реальных ставок, интерпретируемая как NRI; μ_t^y – трендовая компонента ряда реального ВВП, интерпретируемая как потенциальный уровень выпуска; μ_t^π – трендовая компонента ряда инфляции, интерпретируемая как трендовая инфляция.

Полученные результаты расчета NRI для России представлены на рисунке 1.

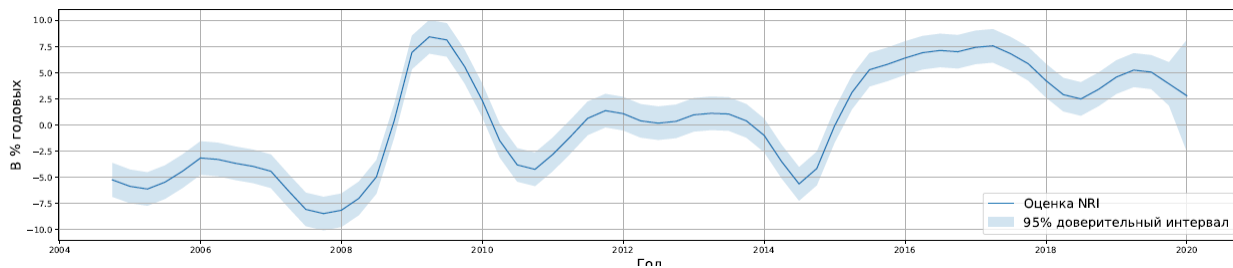


Рисунок 1 – Оценка NRI для России с применением метода ненаблюдаемых компонент.

Источник: расчеты авторов.

Согласно полученным результатам, в период инфляционного таргетирования наблюдается снижение NRI до 2,5% в 2019 г. с вероятностью дальнейшего снижения в течение 2020 г. в силу замедления темпов роста выпуска в условиях мирового финансово-эпидемиологического кризиса.