

НЕЙТРАЛЬНАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ МАЛОЙ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМКИ

Төлегенова Жибек Төлегенқызы

магистрант, МВА «Прикладные финансы», Университет Нархоз, Казахстан, г. Алматы

В 1898 г. Кнут Виксель ввел идею естественной нормы процента, при которой «спрос на ссудный капитал и предложение сбережений в точности совпадают и которая более или менее соответствует ожидаемому доходу на вновь созданный (физический) капитал» [1, с. 193]. Висксель считал, что естественная норма полностью определяется реальным сектором экономики и нейтральна по отношению к товарным ценам, не стремясь ни к их повышению, ни к понижению. Ставки по кредитам имеют тенденцию приспосабливаться к естественной ставке, но могут отклоняться от нее из-за кредитной экспансии банков. В этом случае корректировка цен в сторону повышения продолжается до тех пор, пока существует разрыв между процентными ставками по кредитам и естественными процентными ставками.

Кейнс раскритиковал идею естественной нормы Вискселя, заявив, что эта концепция «может внести что-то очень полезное или важное». Кейнс указывал, что определение естественного уровня не предполагает полной занятости, а предполагает лишь стабильный уровень цен. Он заменил понятие естественной ставки «нейтральной» или «оптимальной» процентной ставкой, «которая преобладает в равновесии, когда выпуск и занятость таковы, что эластичность занятости в целом равна нулю» [2, с. 7]. Говоря современным языком, это означает, что ВВП находится на потенциальном уровне, а экономика характеризуется полной занятостью (таким образом, занятость не реагирует на дополнительные всплески спроса на продукцию, т. е. имеет нулевую эластичность).

Денежно-кредитная политика многих центральных банков основана на моделях, которые просто не отражают этот старый спор между австрийской (которая развила идеи Вискселя) и кейнсианской школами экономической мысли. Сегодня для целей денежно-кредитной политики как естественная, так и нейтральная ставки выражают одно и то же: среднесрочную концепцию равновесной процентной ставки, которая определяется как краткосрочная, безрисковая реальная процентная ставка, соответствующая объему выпуска на его потенциальном уровне, а инфляция на целевом уровне после исчезновения эффектов всех циклических шоков.

В данной статье я предпочитаю использовать термин «нейтральная процентная ставка», поскольку такая равновесная ставка подразумевает курс денежно-кредитной политики, не обеспечивающий ни инфляционного, ни дефляционного давления.

Таким образом, денежно-кредитная политика считается сдерживающей (расширяющей), когда краткосрочная политическая процентная ставка в реальном выражении превышает (ниже) нейтральную ставку. Исходное правило политики процентной ставки явно использует эту концепцию, утверждая, что реальная ставка должна быть выше «равновесной» реальной ставки в 2%, когда инфляция превышает свой целевой показатель, и наоборот, при прочих равных условиях. В то время как в оригинальной статье Тейлора лаговая инфляция служит показателем ожидаемой инфляции, на практике многие центральные банки используют прогнозы инфляции, фактически полагаясь на таргетирование прогноза инфляции [3]. Таким образом, нейтральная процентная ставка — это уровень, на котором процентные ставки сходятся в устойчивом состоянии.

На практике оценка нейтральной процентной ставки — нетривиальная задача для политиков.

Во-первых, это ненаблюдаемая переменная, и ее необходимо вывести из данных, часто с высокой степенью неопределенности. Во-вторых, хотя нейтральная процентная ставка по определению должна отражать медленно меняющиеся долгосрочные структурные факторы, они демонстрируют довольно большую волатильность, особенно в странах с формирующимся рынком, где происходят быстрые структурные изменения и повторяющиеся финансовые трения.

Тема измерения нейтральной процентной ставки в последнее время привлекает большое внимание в литературе. Большая часть внимания сосредоточена на странах с развитой экономикой, где сверхнизкие процентные ставки не смогли обеспечить требуемый стимул, поскольку реальная нейтральная процентная ставка также значительно снизилась — в Соединенных Штатах она упала с докризисного консенсуса в 2% почти до 0% [4]. Основными факторами такого снижения реальных нейтральных процентных ставок в странах с развитой экономикой считаются смещение демографических показателей в сторону стареющего и ориентированного на сбережения населения, более медленный рост производительности, общий избыток сбережений и сохраняющийся слабый спрос на капитал.

Отличие данной статьи заключается в том, что она уделяет большое внимание особенностям малой открытой экономики, таким как важность изменений реального обменного курса и надбавка за риск при определении нейтральной процентной ставки. В частности, я опираюсь на концепцию, что страны с небольшой открытой экономикой, принимают цену капитала, которая определяется на мировых рынках капитала и корректируются с помощью премии за риск. Кроме того, эта «внешняя» цена капитала в иностранной валюте раскладывается на нейтральную процентную ставку в национальной валюте, и трендовые изменения реального обменного курса.

Во многих случаях, когда нейтральная процентная ставка в малых открытых экономиках очень волатильная, то в основном происходят большие колебания премий за риск. Центральные банки, допуская мягкую денежно-кредитную политику, когда реальная процентная ставка значительно ниже нейтрального уровня, наводят риски на относительно высокую и неустойчивую инфляцию в стране. Однако поддерживая ключевую учетную ставку центрального банка в реальном выражении значительно выше нейтральной процентной ставки можно обеспечить дезинфляцию в соответствии с объявленной системой таргетирования инфляции. К слову, текущий разрыв между директивной ставкой центральных банков и нейтральной ставкой должен оставаться положительным, отражая жесткую денежно-кредитную политику, необходимую для обеспечения стабильной дезинфляции.

Несмотря на центральную роль нейтральной процентной ставки в правиле Тейлора, в последнее время появилось много литературы по теме измерения реальных нейтральных процентных ставок. основополагающая статья Лаубаха и Уильямса представила оценки нейтральной ставки США с помощью фильтра Калмана [5], что привело к широкому применению среди центральных банков полуструктурных моделей, дополненных статистическими фильтрами и представлениями в пространстве состояний. К другим популярным методам относятся:

1. Применение простых статистических фильтров, таких как изменяющиеся во времени фильтры Ходрика-Прескотта, Равна-Улига и Кристиано-Фицджеральда;
2. Использование моделей динамического стохастического общего равновесия (DSGE) (часто новокейнсианских моделей), которые устанавливают отношения между переменными на основе экономической теории с целью построения «идеальной» экономики полной занятости или гибких цен и заработной платы;
3. Оценка неявной естественной ставки на основе сопутствующего движения доходности финансовых инструментов или путем оценки наклона кривой доходности.

Простые статистические фильтры плохо подходят для случая малых открытых экономик, где реальная процентная ставка в прошлом характеризовалась ярко выраженной волатильностью из-за высокой волатильности инфляции и номинальной процентной ставки при жесткой привязке обменного курса. Вместо этого полуструктурные модели, налагающие мягкие

теоретические ограничения, учитывают дополнительную информацию от других макроэкономических показателей, таких как инфляция и объем производства, во время оценки. Еще одним важным преимуществом более структурного подхода является то, что, налагая некоторые фундаментальные ограничения, легче понять, в какой степени волатильность в определенные периоды отражает изменения нейтральной ставки или изменения политической позиции. Это невозможно сделать с помощью простых фильтров.

Напротив, модели DSGE накладывают слишком сильные теоретические ограничения, которые более склонны к неправильной спецификации, особенно при наличии почти нестационарности наблюдаемых реальных скоростей. Кроме того, нейтральные процентные ставки, полученные с помощью моделей DSGE, могут существенно различаться в зависимости от конкретных допущений модели. Уравнения полуструктурных моделей вдохновлены структурными уравнениями новокейнсианских моделей, но имеют более гибкую форму. По сравнению с DSGE-подходом использование полуструктурных моделей накладывает меньше экономических ограничений на данные и, как следствие, более устойчиво к возможным ошибкам в спецификации модели.

Список литературы:

1. Виксель К. (1936). Проценты и цены. 1898. Перевод Р. Ф. Кана, введение Бертила Олина.
2. Кейнс Дж. М. (1936). Общая теория занятости, процента и денег. Перепечатано в Собрании сочинений Джона Мейнарда Кейнса, 7.
3. Свенссон Л. (1997). Таргетирование прогноза инфляции: реализация и мониторинг целевых показателей инфляции. Европейский экономический обзор, Vol. 41, № 6, стр. 1111-1146.
4. Холстон К., Лаубах Т., Уильямс Дж. К. (2017). Измерение естественной процентной ставки: международные тенденции и определяющие факторы. Журнал международной экономики, Vol. 108, выпуск S1, стр. S59-S75.
5. Лаубах Т., Уильямс Дж. К. (2003). Измерение естественной процентной ставки. Обзор экономики и статистики, Vol. 85, № 4, стр. 1063-1070.