

Область исследования: Макроэкономика и макроэкономическая политика
Польщикова Юлия Александровна, Научно-исследовательский финансовый институт
Минфина России, Москва, Россия (e-mail: polshchikova@nifi.ru, yupolshchikova@hse.ru),
Факультет экономических наук, НИУ ВШЭ, Москва, Россия

Нейтральная процентная ставка в условиях меняющихся параметров бюджетной политики

При принятии решений по денежно-кредитной политике центральными банками зачастую учитывается концепция нейтральной процентной ставки [1]. Нейтральность ставки означает, что при таком ее значении нет влияния со стороны монетарных властей на ускорение или замедление экономического роста и инфляции. Другими словами, нейтральная процентная ставка служит ориентиром для определения политики центрального банка как стимулирующей, сдерживающей или нейтральной. Однако в силу того, что значение нейтральной процентной ставки – ненаблюдаемая величина, возникают некоторые сложности при использовании данной концепции.

Во-первых, ненаблюдаемую величину необходимо оценить, а, следовательно, выбрать надежный (по мнению регулятора) метод или комбинацию методов оценивания. Во-вторых, каждый метод оценивания задает свое определение нейтральной процентной ставки, обусловленное предпосылками модели. В-третьих, ни одна из моделей не в силах анализировать влияние всевозможных факторов, воздействующих на значение нейтральной ставки. Более того, оценка осложняется тем, что на ставку в реальности влияют как долгосрочные, так и краткосрочные тенденции. В этом ключе следует разграничивать оценки краткосрочной и долгосрочной ставки. Например, такие факторы как демография (изменение продолжительности жизни и количества населения) и производительность труда непосредственно влияют на норму сбережения домохозяйств и, соответственно, их стимулы к инвестированию, что сказывается на долгосрочной тенденции нейтральной процентной ставки. При этом различные шоки, вызванные природой бизнес-циклов, также оказывают влияние на ставку. Более того, долгосрочные и краткосрочные тенденции в динамике ставки могут быть как сонаправленными, так и разнонаправленными.

Одним из вариантов оценки нейтральной процентной ставки – структурная модель общего равновесия, DSGE-модель. По сути своей она является инструментом оценки влияния на экономику краткосрочных колебаний (как правило, в таких моделях 1 период равен 1 кварталу) и не предназначена для оценки долгосрочных явлений, как например модель перекрывающихся поколений (где 1 период может быть равен 5 годам). В DSGE-модели нейтральная процентная ставка определяется как ставка в экономике гибких цен, при которой уровень ВВП равен своему потенциальному значению, а инфляция находится на целевом уровне. В этом случае монетарная политика, задающаяся в таких моделях в основном через

правило Тейлора, является ни сдерживающей, ни стимулирующей. Несмотря на то, что в рамках DSGE-модели не представляется возможным напрямую¹ оценить влияние на экономику различных долгосрочных структурных изменений, например, демографических сдвигов, с помощью такой модели можно оценить эффекты влияния на нейтральную ставку других шоков, вызывающих перманентное отклонение ВВП от своего потенциального уровня, например, за счет фискальной политики.

В последнее время в литературе активно (это подтверждается количеством работ, см. обзор в [2]-[4]) изучается вопрос оценки нейтральной ставки для экономик США, Англии и ряда европейских стран. Оценки проводятся различными методами, как эконометрическими ([5]-[8]), так и с помощью структурных моделей ([9]-[11]). Согласно данным, нейтральная ставка в этих странах имеет тенденцию к понижению, вызвав ряд сложностей при проведении стимулирующей монетарной политики в случае необходимости, например, в период пандемии коронавирусной инфекции [3]. Для России, однако, есть предпосылки для обратной тенденции, в том числе в силу введенных ограничений по взаимодействию с внешним миром и более мягкой фискальной политики². При этом работ по оценке ставки для российской экономики с помощью структурных моделей крайне мало. В работе [12] проведен комплексный анализ по оценке нейтральной процентной ставки различными методами и сделан вывод о большой волатильности оценок между собой. В качестве одного из методов авторами используется модель общего равновесия с гибкими ценами, но при этом акцент сделан на анализе других факторов, потенциально влияющих на нейтральную ставку. В настоящем исследовании предлагается с помощью **DSGE-модели (с гибкими ценами)** для **российской экономики** с расширенным фискальным блоком и секторальной структурой, включая нефтяную отрасль, провести **оценку изменений нейтральной процентной ставки при меняющихся параметрах фискальной политики**. Актуальность исследования подчеркивается как постановкой вопроса, которая лежит в области изучения взаимодействия денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, так и выбранном методологией – оценка нейтральной ставки в рамках структурной модели, предполагающей учет эффектов общего равновесия.

Разработанная модель является DSGE-моделью открытой экономики с гибкими ценами, которая обладает следующей структурой: два типа домашних хозяйств (рикардианские и нерикардианские); богатый производственный сектор, состоящий из трех отраслей, включая нефтяную; расширенное моделирование фискального блока (более 10 налоговых ставок и механизм накопления в Фонд национального благосостояния); политика центрального банка задается через правило Тейлора.

¹ Эффекты на ставку от демографических изменений можно оценить в DSGE-модели, например, через варьирование фактора дисконтирования в предположении о влиянии демографических сдвигов на ее значение. Однако в моделях таких типов в явном виде не моделируется демографическая структура населения.

² [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики | Банк России \(cbr.ru\)](#)

В докладе предлагаете обсудить трансмиссионный механизм изменения нейтральной ставки в условиях перманентного относительно краткосрочного периода увеличения государственных расходов и более мягкой стратегии консолидации государственного бюджета. В качестве основных результатов можно выделить следующие тезисы. **Во-первых**, такая политика приводит к росту нейтральной процентной ставки. **Во-вторых**, одновременный с этим положительный шок цены на нефть (увеличение стоимости продаваемой за границу нефти) приводит к большему росту нейтральной ставки, а негативный шок цены на нефть наоборот, сдерживает ее рост. **В-третьих**, на величину изменения нейтральной ставки незначительно влияет структура населения, а именно распределение долей рикардианских и нерикардианских домашних хозяйств в потреблении, труде и общей численности населения.

Список литературы

- [1] Woodford M. A neo-Wicksellian framework for the analysis of monetary policy //unpublished, Princeton University. – 2000.
- [2] Kaplan R. S. et al. The neutral rate of interest //Federal Reserve Bank of Dallas. – 2018.
- [3] Bailey A. J. et al. Structural change, global R^* and the missing-investment puzzle //Available at SSRN 4180693. – 2022.
- [4] Roberts J. M. An estimate of the long-term neutral rate of interest. – 2018.
- [5] Holston K., Laubach T., Williams J. C. Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19 //FRB of New York Staff Report. – 2023. – №. 1063.
- [6] Buncic D. Econometric issues with Laubach and Williams' estimates of the natural rate of interest //arXiv preprint arXiv:2002.11583. – 2020.
- [7] Beyer R. C. M., Wieland V. Instability, imprecision and inconsistent use of equilibrium real interest rate estimates //Journal of International Money and Finance. – 2019. – Т. 94. – С. 1-14.
- [8] Brand C., Bielecki M., Penalver A. The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy //ECB Occasional Paper. – 2018. – №. 217.
- [9] Edge R. M., Kiley M. T., Laforte J. P. Natural rate measures in an estimated DSGE model of the US economy //Journal of Economic Dynamics and control. – 2008. – Т. 32. – №. 8. – С. 2512-2535.
- [10] Barsky R., Justiniano A., Melosi L. The natural rate of interest and its usefulness for monetary policy //American Economic Review. – 2014. – Т. 104. – №. 5. – С. 37-43.
- [11] Kuncil M., Matveev D. The Canadian Neutral Rate of Interest through the Lens of an Overlapping-Generations Model. – Bank of Canada, 2023. – №. 2023-5.
- [12] Поршаков А., Синяков А. Оценки равновесной процентной ставки для России: полезна ли «навигация по звездам»? //Деньги и кредит. – 2019. – Т. 78. – №. 4. – С. 3-47.