

## КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ: В ПОИСКАХ НЕЙТРАЛЬНОГО УРОВНЯ

Т. В. ЕВДОКИМОВА  
Г. А. ЖИРНОВ

*С сентября 2019 г. ключевая ставка Банка России находится в диапазоне 6–7% годовых, который регулятор считает нейтральным. С вхождением ставки в этот диапазон актуальность приобрел вопрос адекватности текущих оценок нейтральной ставки в России. В настоящий момент основные внешние факторы свидетельствуют в пользу более низких значений нейтральной ставки. При этом внутренние факторы, напротив, не формируют существенных аргументов в пользу такого пересмотра. С точки зрения авторов, совокупности внешних и внутренних факторов достаточно для пересмотра нижней границы нейтрального диапазона в середине 2020 г. с 6 до 5,5% годовых.*

**Ключевые слова:** нейтральная ставка, монетарная политика, Центральный банк РФ, страховая риск-премия.

В июне 2019 г., на фоне благоприятных внешних и внутренних факторов, Банк России вернулся к циклу смягчения денежно-кредитной политики и снизил ключевую процентную ставку суммарно на 125 б.п. — до 6,5% годовых в конце октября. В результате ставка вошла в нейтральный (равновесный) диапазон в 6–7% (или 2–3% в реальном выражении), о котором ЦБ РФ объявил в конце 2017 г.

Одним из ключевых вопросов денежно-кредитной политики в России на данный момент является возможный пересмотр данной оценки в сторону более низких уровней, о котором сигнализировал и Банк России. Существующие независимые оценки нейтрального уровня процентных ставок в РФ — в основном ниже, чем оценка Банка России (МВФ [9] — 1–3%, Исаков [10] — 1,5–2,5%, Крепцев и др. [1] — 1–3,2%). В данной статье мы рассматриваем аргументы за и против пересмотра нейтрального диапазона ключевой ставки с текущего уровня в 6–7% годовых для номинальной ставки.

Нейтральным считается уровень ключевой процентной ставки, при котором инфляция достигает целевого значения, а экономика растет на уровне своего потенциала (в условиях полной занятости и полной загрузки про-

изводственных мощностей). Нейтральная ставка является ненаблюдаемой величиной, а ее оценки, как правило, весьма приблизительны и задают скорее область значений, а не конкретную точку. При этом оценки зависят от большого числа факторов и могут меняться с течением времени. Оценка нейтральной ставки важна регулятору для определения направленности денежно-кредитной политики (ДКП). Устанавливая ключевую ставку выше нейтрального уровня, Центральный банк фактически проводит жесткую ДКП. При ставке ниже нейтрального уровня ДКП является стимулирующей. Оценка нейтральной ставки важна и для участников рынка, компаний и потребителей, так как задает горизонты будущей политики Банка России, формируя ориентиры относительно тех уровней процентных ставок, которые могут сохраняться в экономике в долгосрочной перспективе в отсутствие серьезных шоков.

### **Внешние факторы снижения нейтрального диапазона ставок**

Упрощенный подход к оценке нейтральных процентных ставок в развивающихся странах предлагает брать за основу такой оценки уровень нейтральной ставки в развитых странах,

*Евдокимова Татьяна Владимировна*, главный экономист по России АО «Нордеа Банк», канд. экон. наук (Москва), e-mail: tatiana.evdokimova@nordea.ru; *Жирнов Григорий Александрович*, младший аналитик АО «Нордеа Банк» (Москва), e-mail: grigory.zhirnov@nordea.ru

например в США, а затем прибавлять к этому уровню премию за страновой риск. Распространенность такого упрощенного подхода связана с тем, что для многих развивающихся стран отсутствует достаточный объем данных для построения качественных эконометрических моделей, которые могут дать стабильные оценки равновесной ставки.

С точки зрения данного подхода оценка нейтральной ставки в России может корректироваться, если значительно изменились оценка нейтральных ставок в мире или премия за российский страновой риск. Рассмотрим каждый из данных факторов.

### Нейтральные ставки в мире

В 2017 г., когда производилась текущая оценка российской нейтральной ставки на уровне 6–7% (2–3% в реальном выражении), общее мнение на рынке заключалось в том, что после существенного падения нейтральных процентных ставок в мире в период кризиса они смогут вернуться к более высоким уровням в среднесрочной перспективе. В научных публикациях – например, в работе Йохансена и Мертенса [11] – присутствовали оценки долгосрочной нейтральной ставки в США на уровне 1,25–1,5% (в реальном выражении). Прогноз ФРС

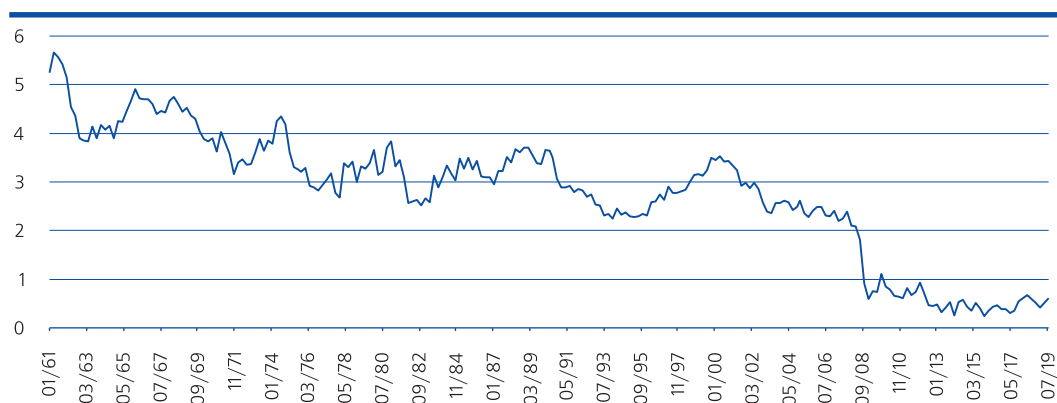
США относительно долгосрочной процентной ставки в тот момент составлял 1% в реальном выражении. Ужесточение политики ФРС, находившееся в активной фазе в 2018 г., в итоге завершилось раньше, чем предполагалось, так как экономика быстрее начала демонстрировать признаки замедления роста. В итоге в настоящее время ФРС оценивает долгосрочную равновесную процентную ставку в США в 0,5% в реальном выражении.

Более свежие научные публикации [3, 8] также дают более низкие, чем ранее, оценки нейтральной процентной ставки: большинство из них находится вблизи 0,5% в реальном выражении. (См. рис. 1.) По сути история нормализации денежно-кредитной политики в США после кризиса показала, что пока гипотеза о возможности возврата к реальным ставкам выше 1% не подтверждается (а именно она лежит в основе оценки нейтральной ставки в России на уровне 2–3%). Опыт США при этом – один из самых удачных среди развитых стран: в Японии, еврозоне, Скандинавских странах ставки прочно закрепились в отрицательной зоне.

### Страновая риск-премия

В качестве индикаторов премии за страновой риск традиционно используют значение *CDS*,

**Рис. 1. Реальная нейтральная ставка в США в 1961–2019 гг. по оценке Laubach and Williams, в % годовых**



Источник: агентство Bloomberg.

которое отражает стоимость страховки от российского суверенного дефолта. Традиционно используют пятилетние контракты *CDS*, которые являются наиболее ликвидными. Второй возможный индикатор – разница между доходностью российских суверенных еврооблигаций, номинированных в долларах, и доходностью американских казначейских облигаций на сопоставимые сроки. Данные индикаторы имеют очень схожую динамику. Среднее значение страновой риск-премии, исходя из названных показателей, снизилось с середины 2017 г. с 1,5 до 0,7 п.п. (См. рис. 2.) Это стало следствием адаптации к действующим санкциям, снижения новых санкционных рисков, а также улучшения фундаментальных макроэкономических показателей, включая обеспеченность золотовалютными резервами; уровень цен на нефть, балансирующих бюджет; уровень долговой нагрузки.

Снижение уровня равновесных ставок в мире, а также сужение страновой риск-премии дают основания для пересмотра нижней границы диапазона нейтральной ставки до отметок даже ниже 1,5% с текущих 2% в реаль-

ном выражении (или ниже 5,5% с текущих 6% в номинальном выражении). Тем не менее мы полагаем, что в настоящий момент Банк России вряд ли пойдет на более существенный пересмотр ключевой ставки, чем с 6 до 5,5%. Сужение российской страновой риск-премии до минимальных отметок с 2008 г. может частично быть связано с повышенным спросом мировых инвесторов на рискованные активы в условиях, когда доходности по надежным финансовым инструментам находятся на исторических минимумах. В результате доходности многих инструментов более не отражают их уровня риска, в связи с чем текущие значения страновой риск-премии могут оказаться неустойчивыми.

В пользу более низких оценок нейтральной ставки в России также свидетельствуют и результаты исследований по развивающимся странам. Во многих из них нейтральные процентные ставки снижались в последнее десятилетие [6]. Мы попытались найти страны с экономикой, наиболее похожей на российскую, и посмотреть, что происходит с нейтральными процентными ставками в этих стра-

**Рис. 2. Российская страновая премия в 2016–2019 гг., базисных пунктов**



Источник: агентство Bloomberg, расчеты авторов.

нах. Для этого мы использовали кластерный анализ для группы из 80 стран (как развитых, так и развивающихся). Разбиение стран на кластеры производилось по следующим признакам: средние темпы экономического роста в последние три года, доля сбережений в ВВП, доля инвестиций в ВВП, уровень инфляции, уровень безработицы и уровень конкурентоспособности экономики страны. Перечисленные показатели были выбраны для процедуры кластеризации, поскольку они влияют на уровень нейтральной ставки.

Суть анализа сводилась к объединению в кластеры стран, наиболее близких друг к другу по перечисленным показателям. В один кластер с Россией попали Казахстан, страны из Восточной и Центральной Европы (Венгрия, Чехия, Словения), ближневосточные страны (Саудовская Аравия и Кувейт), а также азиатские страны (Таиланд, Филиппины, Вьетнам). Для многих из перечисленных стран существуют оценки нейтрального уровня процентных ставок, и во всех случаях нижняя граница оценки — меньше 2%, т.е. ниже текущих оценок Банка России. В частности, оценка для Венгрии составляет от 1 до 4,5% [2, 6], для Чехии — около 0% [6, 12], для Филиппин — 1–2% [7] и для Таиланда — около 1,6% [13].

Таким образом, международный опыт говорит о необходимости пересмотра нижней границы диапазона нейтральной ставки в России.

### **Внутренние факторы снижения нейтрального диапазона ставок**

#### ***Потенциальные темпы роста экономики***

Оценка потенциального роста ВВП (роста в условиях полной занятости и полной загрузки производственных мощностей) является одним из важнейших внутренних показателей, влияющих на диапазон нейтральной процентной ставки. По нашим оценкам, потенциальный рост экономики России в данный момент

составляет 1,4–1,9%, что согласуется с большинством имеющихся оценок. Банк России также оценивает потенциальные уровни роста выпуска в диапазоне 1,5–2% (причем данная оценка не менялась с 2017 г.). Это значит, что в 2018–2019 гг. российская экономика росла темпами, близкими к потенциальным. В такой ситуации существует риск того, что дополнительное заметное снижение ставок может привести к перегреву экономики.

Россия в настоящее время сталкивается с демографическими вызовами: за последние два года численность рабочей силы снизилась в стране более чем на 1 млн. человек. Демографические тренды инерционны, и Росстат прогнозирует сокращение населения в трудоспособном возрасте быстрыми темпами до 2025 г. (еще на 1,8 млн. человек). Таким образом, в отсутствие существенного роста производительности труда будет достаточно сложно повысить потенциальные темпы роста ВВП. В краткосрочном периоде этот фактор свидетельствует не в пользу пересмотра нейтрального уровня ставки вниз, так как дополнительное стимулирование экономики может привести к перегреву на рынке труда и к росту заработных плат, провоцирующему инфляцию. В долгосрочном же периоде демографическая ситуация в России, схожая со многими развитыми странами и характеризующаяся старением населения и сокращением доли экономически активного населения, будет вызывать замедление потенциальных темпов роста ВВП и более активное сберегательное поведение населения, что задает тренд на снижение уровня ставок в экономике.

Наконец, по опросам ИМЭМО РАН<sup>1</sup>, уровень загрузки производственных мощностей российских промышленных предприятий в начале 2019 г. находится вблизи 77–81%, что в целом соответствует максимальным уровням загрузки в 2006–2007 и 2011–2012 гг., когда экономика росла гораздо более высокими темпами. (См. рис. 3.) Вряд ли более низкая

<sup>1</sup> См.: Хозяйственное обозрение (декабрь 2018 — март 2019 гг.) // Экономическое развитие России. 2019. Т. 26. № 3. С. 22.

ставка сможет способствовать росту загрузки производственных мощностей, которая уже находится вблизи исторических максимумов.

**Инфляционное давление и инфляционные ожидания**

В соответствии с одним из определений нейтральная ставка должна обеспечивать устойчивое сохранение инфляции на целевом уровне в 4%. Стабильное закрепление инфляции ниже данного уровня при нейтральной денежно-кредитной политике может говорить о завышенных оценках нейтрального диапазона процентных ставок. Например, в июле 2017 – ноябре 2018 гг. инфляция в России оставалась существенно ниже целевых значений, что свидетельствовало о том, что процентная ставка все еще далека от нейтрального уровня (на начало данного периода она составляла 9%).

По итогам октября 2019 г. инфляция в России вновь опустилась ниже целевой отметки и составила 3,8% к октябрю предыдущего года. В первые месяцы 2020 г. она может опуститься в годовом выражении ниже 3%, когда исчерпает себя эффект повышения НДС. Таким образом, инфляция вновь будет довольно долго оставаться заметно ниже целевой отметки

Банка России, формально давая основания для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики и пересмотра нейтрального диапазона. Тем не менее годовые темпы роста цен сейчас мало говорят о текущем ценовом давлении, так как все еще учитывают разовый эффект от повышения НДС. Гораздо более информативна в этом смысле инфляция к предыдущему месяцу со снятой сезонностью. С мая по октябрь 2019 г. она находилась на уровнях ниже тех, что соответствуют росту цен на 4% в год, но в ноябре начала постепенно ускоряться, вероятно, под действием произошедшего ранее смягчения ДКП. (См. рис. 4.)

Напомним, что Банк России с июня 2019 г. уже снизил ключевую ставку на 125 б.п., но денежно-кредитная политика оказывает влияние на экономику с лагом в несколько месяцев. Кроме того, до нижней границы равновесной ключевой ставки (6–7%) остается 25 б.п., поэтому в случае сохранения слабой динамики инфляции у ЦБ РФ еще остается пространство для снижения ставки внутри текущей оценки нейтрального диапазона. Чтобы понять, сможет ли инфляция устойчиво закрепиться на уровне 4% при ключевой ставке в диапазоне 6–7%, необходимы данные об инфляции еще

**Рис. 3. Динамика уровня загрузки производственных мощностей и ключевой ставки Банка России в 2006–2019 гг.**



Источник: ЦБ РФ, ИМЭМО РАН.

как минимум за несколько месяцев. Если и по их истечении уже произошедшее снижение ключевой ставки и дополнительные ее снижения на 50 б.п., которых мы ожидаем в первом полугодии 2020 г., так и не приведут к устойчивому возврату текущей инфляции к целевым 4%, то может возникнуть необходимость пересмотра нейтрального диапазона.

Банк России в 2017 г. отмечал, что «заякоренность» инфляционных ожиданий является одним из важнейших элементов нейтральной денежно-кредитной политики. На данный момент ситуация складывается неоднозначно. Инфляционные ожидания профессиональных аналитиков «заякорены» на уровне 4%. При этом инфляционные ожидания, заложенные в цены финансовых инструментов (ОФЗ с номиналом, индексируемым по уровню инфляции), сигнализируют о том, что инфляционные ожидания участников рынка в настоящее время понижены (составляют менее 3% на основе бумаг с погашением до 2023 г.). Заниженные инфляционные ожидания участников рынка можно рассматривать в качестве фактора дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики и пересмотра диапазона нейтральной ставки. Инфляционные ожидания населения при этом остаются повышенными

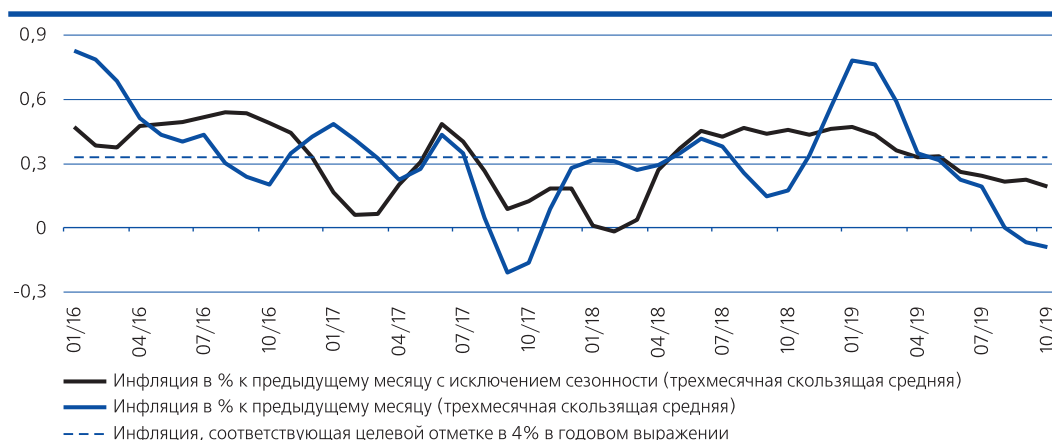
(вблизи отметки 8% в годовом выражении). Несмотря на то что в этих ожиданиях присутствует иррациональная компонента, их вряд ли можно полностью игнорировать, поскольку они могут влиять на сберегательную активность населения.

### **Сберегательная и кредитная активность населения и компаний**

Еще одним важным фактором, определяющим нейтральность денежно-кредитной политики, является баланс между ростом кредитования и сохранением привлекательности сбережений в рублях. Равновесная процентная ставка, с одной стороны, должна быть достаточно низкой, чтобы способствовать росту кредитования, и, с другой стороны, достаточно высокой, чтобы сохранять привлекательность сбережений.

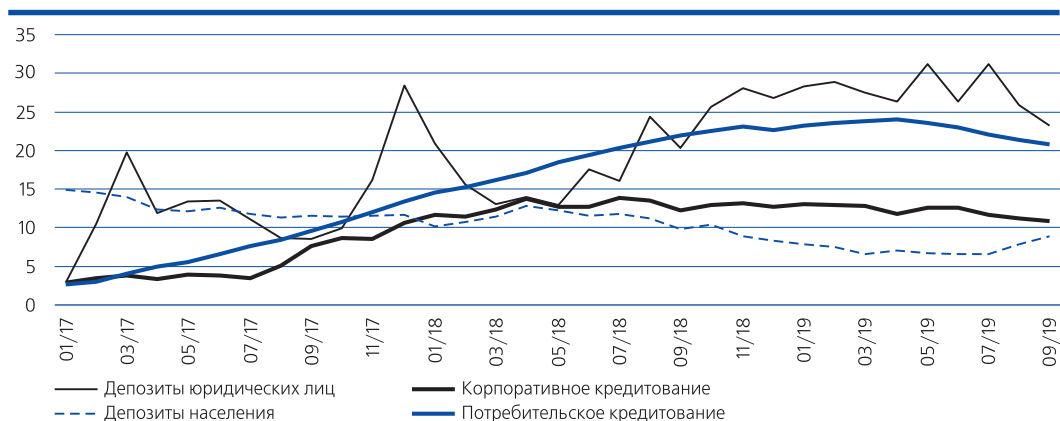
По потребительскому кредитованию уже с середины 2018 г. темпы роста существенно превышают темпы роста депозитов. (См. рис. 5.) Это значит, что дальнейшее снижение ставки может уменьшить привлекательность сбережений для населения. При этом стимулирующие эффекты для экономики от снижения ставки по каналу потребительского кредитования вряд ли произойдут, поскольку, видя

**Рис. 4. Динамика инфляции в России в 2016–2019 гг., в % к предыдущему месяцу**



Источник: Росстат, расчеты авторов.

**Рис. 5. Темпы роста привлеченных и размещенных средств в рублях в банковском секторе РФ в 2017–2019 гг., в % к соответствующему месяцу предыдущего года**



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

признаки перегрева данного рынка, Банк России в последнее время пытается охладить его динамику, повышая коэффициенты риска потребительских кредитов для банков.

Что касается корпоративного сектора, то здесь с 2017 г. увеличился темп роста сбережений, при этом темп роста рублевых кредитов остается относительно стабильным. Одной из причин такой динамики может быть слабое желание бизнеса осуществлять дополнительные инвестиции в условиях низкого внутреннего спроса и повышенной экономической неопределенности. Кроме того, исходя из опросов Росстата<sup>2</sup>, доля компаний, считающих, что высокие процентные ставки ограничивают их инвестиционную деятельность, составляет лишь 25%. Таким образом, снижение процентной ставки необязательно ликвидирует дисбаланс между ростом кредитов и депозитов в корпоративном секторе.

### Выводы и последствия для финансового рынка

При принятии решения о пересмотре нейтрального диапазона ключевой ставки Банк России, вероятно, будет учитывать все названные факторы. Их совокупность говорит о том, что снижение нейтрального диапазона возможно, но если оно произойдет, то будет весьма умеренным (до 1,5–3% с текущих 2–3%). Мы полагаем, что такой пересмотр, если он вообще произойдет, может состояться ближе к середине 2020 г. Более ранний пересмотр вряд ли возможен, поскольку из-за наличия лагов, с которыми снижение ключевой ставки действует на инфляцию, последствия агрессивного снижения ставки во втором полугодии 2019 г. пока не полностью реализовались. Кроме того, у Банка России остается запас в 25 б.п. по снижению ключевой ставки внутри ее текущего нейтрального диапазона. ■

<sup>2</sup> Ежемесячные опросы Росстата о деловой активности организаций. URL: [https://www.gks.ru/bgd/free/B04\\_03/IssWWW.exe/Stg/d04/123.htm](https://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/IssWWW.exe/Stg/d04/123.htm)

**Литература**

1. Крепцев Д., Поршаков А., Селезнев С., Сinyaков А. Равновесная процентная ставка: оценки для России / Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. 2016. № 13. URL: [http://cbr.ru/Content/Document/File/16727/wps\\_13.pdf](http://cbr.ru/Content/Document/File/16727/wps_13.pdf)
2. Baksa D. et al. Neutral interest rate in Hungary // MNB Bulletin (discontinued). 2013. Vol. 8. Issue Special. Pp. 7–13.
3. Bauer, Michael D., Glenn D. Rudebusch (2019). Interest Rates Under Falling Stars // Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2017-16. URL: <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2017-16.pdf>
4. Chair's FOMC Press Conference Projection Material, December 14, 2016. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20161214.pdf>
5. Chair's FOMC Press Conference Projection Material, September 18, 2019. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20190918.pdf>
6. Grafe, C., Grut, S., Rigon, L. Neutral Interest Rates in CEEMEA - Moving in Tandem with Global Factors // Russian Journal of Money and Finance. 2018. 77(1). Pp. 6–25.
7. International Monetary Fund (2018). Estimates of Potential Output and the Neutral Rate for the U.S. Economy // IMF Working Paper WP/18/152.
8. International Monetary Fund. Philippines – Staff Report for the 2018 Article IV Consultation. September 2018.
9. International Monetary Fund. Russian Federation – Staff Report for the 2019 Article IV Consultation. August 2019.
10. Isakov A., Latypov R. The Ibsen Manoeuvre: Yet Another R\* Estimate / VTB Capital Research Alert (Very) Technical Brief Series. 15 July 2019.
11. Johannsen, Benjamin K., and Elmar Mertens (2016). A Time Series Model of Interest Rates With the Effective Lower Bound. Finance and Economics Discussion Series 2016-033. URL: <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2016/files/2016033pap.pdf>
12. Scheerová, L. (2017). Natural Interest Rate: Is 2% CPI Inflation Still the Right Target? Charles University in Prague.
13. Zhu, F. A spectral perspective on natural interest rates in Asia-Pacific: changes and possible drivers // BIS Papers. 2016. No. 88.

**References**

1. Kreptsev, D., Porshakov, A., Seleznev, S., Sinyaakov, A. The equilibrium interest rate: a measurement for Russia / The Bank of Russia. Bank of Russia Working Paper Series. 2016, wps 13. URL: [http://cbr.ru/Content/Document/File/16727/wps\\_13.pdf](http://cbr.ru/Content/Document/File/16727/wps_13.pdf)
2. Baksa D. et al. Neutral interest rate in Hungary // MNB Bulletin (discontinued). 2013. Vol. 8. Issue Special. Pp. 7–13.
3. Bauer, Michael D., Glenn D. Rudebusch (2019). Interest Rates Under Falling Stars // Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2017-16. URL: <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2017-16.pdf>
4. Chair's FOMC Press Conference Projection Material, December 14, 2016. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20161214.pdf>
5. Chair's FOMC Press Conference Projection Material, September 18, 2019. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20190918.pdf>
6. Grafe, C., Grut, S., Rigon, L. Neutral Interest Rates in CEEMEA - Moving in Tandem with Global Factors // Russian Journal of Money and Finance. 2018. 77(1). Pp. 6–25.
7. International Monetary Fund (2018). Estimates of Potential Output and the Neutral Rate for the U.S. Economy // IMF Working Paper WP/18/152.
8. International Monetary Fund. Philippines – Staff Report for the 2018 Article IV Consultation. September 2018.
9. International Monetary Fund. Russian Federation – Staff Report for the 2019 Article IV Consultation. August 2019.
10. Isakov A., Latypov R. The Ibsen Manoeuvre: Yet Another R\* Estimate / VTB Capital Research Alert (Very) Technical Brief Series. 15 July 2019.
11. Johannsen, Benjamin K., and Elmar Mertens (2016). A Time Series Model of Interest Rates With the Effective Lower Bound. Finance and Economics Discussion Series 2016-033. URL: <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2016/files/2016033pap.pdf>



12. Scheerová, L. (2017). Natural Interest Rate: Is 2% CPI Inflation Still the Right Target? Charles University in Prague.
13. Zhu, F. A spectral perspective on natural interest rates in Asia-Pacific: changes and possible drivers // BIS Papers. 2016. No. 88.

### **Interest Rate of the Bank of Russia: in Search of a Neutral Level**

**Tatiana V. Evdokimova** – Chief Economist on Russia of Nordea Bank, PhD in Economics (Moscow, Russia). E-mail: tatiana.evdokimova@nordea.ru

**Grigory A. Zhirnov** – Junior Analyst of Nordea Bank (Moscow, Russia). E-mail: grigory.zhirnov@nordea.ru

*Since September 2019, the key rate of the Central Bank of Russia (CBR) has been in a range of 6–7%, which is viewed by the regulator as neutral. As the actual rate has entered the neutral range the adequacy of the current estimates has become particularly topical. Most external factors now speak in favor of a lower neutral rate. Internal factors, however, don't give too many reasons for a similar revision. The authors believe that taken together external and internal factors justify a revision of a lower range bound from 6% to 5,5% by the middle of 2020.*

**Key words:** neutral rate, monetary policy, central bank, country risk premium.