

ПРОШЛОЕ И БУДУЩЕЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ОПТИМАЛЬНОГО УРОВНЯ УЧЕТНОЙ СТАВКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Шелудько С. А.

Украина, г. Одесса, Одесский национальный экономический университет

Abstract. *The article is dedicated to the existing methods of today's determine the optimal level of the central bank's discount rate. It is carried out a brief review of the scientific literature on this problem. It is made a comparative analysis of discount and similar rates of central banks of Ukraine, Poland, Czech Republic, Hungary and Russia. The analysis found that the NBU' discount rate is now the highest among other states. It is given detailed characteristics compared to the dynamics of base rates and the inflation performance of the economy of Ukraine and Poland. The result found that the regulation of the discount rate in Poland in the period under review was much more consistent than in Ukraine. It is researched the theoretical base of the so-called J. Taylor's "monetary rule". It is reviewed and analyzed compliance NBU' discount rate to its theoretically reasonable level. The analysis found that a significant deviation of the actual level of the rate can be explained by the low accuracy of forecasts of the NBU, caused by a high proportion of the influence of non-economic factors that are difficult to predict in advance. It is characterized modern criticism of "Taylor rule" and presented an own view. It is proved that today is not a necessary step modernization of the overall equation that Taylor proposed, but only the development of its special case for the stagflation period of the economic cycle.*

Key words: *discount rate, foreign exchange regulation, inflation, monetary regulation, monetary rule, Taylor rule.*

Стремительное повышение учетной ставки Национального банка Украины (далее – НБУ) в марте 2015 г. до наивысшего за последние 15 лет, 30 %-го уровня, сменившееся ее небольшим сокращением, вызвало волну обеспокоенности, как среди профессиональных участников кредитного рынка Украины, так и среди рядовых граждан. Ученые и экономические эксперты могут много дискутировать о вероятных мотивах таких действий регулятора – понятным пока что является лишь то, что эти мотивы не имеют никакого отношения к заявленным самим НБУ целям. Гораздо более важным заданием является исследование самого механизма принятия решений об учетной ставке в Украине, ведь лишь поняв подоплеку изменения ее уровня, можно сформулировать предложения касательно усовершенствования этого механизма, что и обуславливает актуальность нашего исследования.

Рассмотрению проблемы определения оптимального уровня учетной ставки центрального банка посвящали свои труды преимущественно зарубежные исследователи, хотя эта тема является важной для экономической науки любой современной страны. Среди ученых-экономистов, которые исследовали указанную проблему, следует назвать Л. Болла, Дж. Кейнса, П. Кругмана, Р. Мандела, Дж. Тейлора, Дж. Френкеля, М. Фридмана и других.

Каждый из названных исследователей в своих работах выражал собственное мнение касательно исчисления и количественного обоснования оптимального значения учетной ставки для экономического развития. Впрочем, их выводы противоречивы, а порой и взаимоисключающи, что вызывает необходимость обобщения и верификации нами имеющегося научного опыта.

Таким образом, целью данного исследования является анализ и оценка используемых сегодня подходов к определению оптимального уровня учетной ставки центрального банка и формулирование частного взгляда на решение этой проблемы с учетом реалий денежно-кредитного и валютного регулирования в Украине.

Накануне глобального экономического кризиса 2008 г. руководством Федеральной резервной системы США (далее – ФРС) было принято решение о резком снижении ставки по федеральным фондам (аналог учетной ставки в США). Этот шаг не спас американскую экономику, как и весь мир, от катастрофического падения, но способствовал быстрому выходу из кризиса и восстановлению спокойствия на кредитном рынке – снижение ставки ускорило

развитие кризисных процессов, значительно сократив время прохождения экономикой фазы стагнации.

Идеология такого решения, предложенного американским экономистом Дж. Тейлором, состоит в реализации постулатов кейнсианства об обратной зависимости между процентом и инвестициями. На этом фоне недавнее решение НБУ о повышении учетной ставки в еще более сложных экономических условиях трудно признать рациональным. С этой точки зрения интересным является сравнение динамики учетной ставки НБУ с аналогичными показателями отдельных европейских стран (таблица 1).

Таблица 1. Учетные (и аналогичные им) ставки центральных банков Украины, Польши, Чехии, Венгрии и России в 2007 – I пол. 2015 г. (по состоянию на конец года), %

Годы	Учетные (или аналогичные) ставки центральных банков:				
	Украины	Польши	Чехии	Венгрии	России
2007	8,00	6,50	2,50	7,50	10,00
2008	12,00	6,50	1,25	10,00	13,00
2009	10,25	6,00	0,25	6,25	8,75
2010	7,75	6,00	0,25	5,75	7,75
2011	7,75	7,00	0,25	7,00	8,00
2012	7,50	6,75	0,05	5,75	8,25
2013	6,50	5,00	0,05	3,00	5,50
2014	14,00	4,00	0,05	2,10	17,00
I пол. 2015	30,00	3,50	0,05	1,50	11,50

Составлено автором по данным [2; 3; 4; 10; 12].

Из данных табл. 1 видно, что в течение практически всего анализируемого периода учетные ставки в Украине и России были значительно выше аналогичных показателей других стран. Что же касается уровня ставок стран-членов ЕС, то довольно высокими значениями характеризовалась основная ставка Венгерского национального банка, несколько меньшими – ставка рефинансирования Национального банка Польши (далее – НБП), а на самом низком уровне находилась учетная ставка Чешского национального банка. Впрочем, к середине 2015 г. базовые ставки этих трех стран составляли не более 4 %, в то время как ключевая ставка в России – 11,5 %, а учетная ставка НБУ – 30 %.

Учитывая евроинтеграционное направление развития экономики Украины, которое было официально закреплено подписанием в марте и июне 2014 г. двух частей Соглашения об ассоциации с Европейским союзом, интересным для данного исследования является сравнение динамики учетной ставки и инфляции в Украине с соответствующими показателями Польши, ведь среди упомянутых выше стран ЕС именно ее экономику мы осмеливаемся назвать наиболее схожей с украинской (рис. 1).

Сравнивая представленные на рис. 1 базовые ставки центральных банков Украины и Польши, приходим к выводу, что к 2014 г. они менялись по одной тенденции, отличаясь лишь в масштабах. Так, если в разгар финансового кризиса в конце 2008 г. учетная ставка НБУ составляла 12 %, то ставка рефинансирования НБП была вдвое меньшей (6,25 %), и такой тренд наблюдается в 2014 г., по окончании которого разница между показателями составила более 10 %, а к середине 2015 г. разрыв лишь увеличился.

Что же касается инфляционной динамики двух стран, нетрудно заметить, что цены в Польше в 2007 – 2013 гг. росли не более чем на 5 %, что является вполне приемлемым показателем для развитых стран. Тем не менее, в течение последних двух лет инфляция в Польше приблизилась к нулю, что свидетельствует о регрессе производства. В то же время о ценовой стабильности в Украине говорить не приходится: ситуация менялась хаотично – от галопирующей инфляции в кризисном 2008 г. до дефляции в 2012 г. и нового, более сильного, скачка цен в 2014 – 2015 гг.

Сопоставление динамики ставок и роста цен в обеих странах позволяет утверждать, что регулирование учетной ставки и в Польше, и в Украине проводилось с учетом инфляции (во избежание отрицательных реальных ставок). Однако, в течение как минимум 2015 г. в Украине и НБУ, и банки, и их клиенты терпели убытки по собственным кредитным операциям из-за

несоответствия официальной инфляционной статистики реальному росту цен, о чем автор уже писал ранее [13, с. 121].

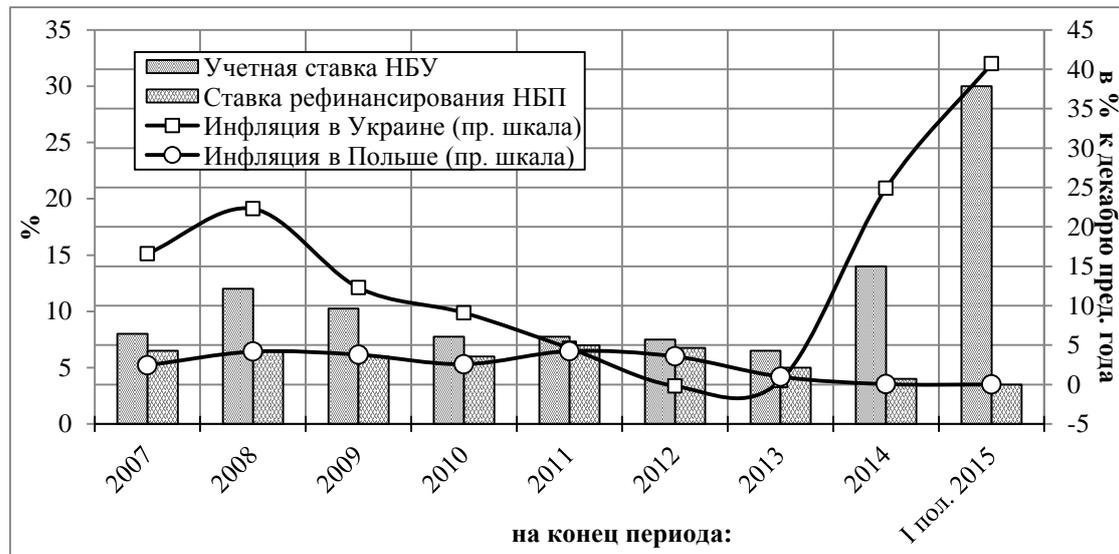


Рис. 1. Основные ставки и уровень инфляции в Украине и Польше в 2007 – I пол. 2015 гг. (по состоянию на конец периода), %
Рассчитано и построено автором по данным [4; 10].

Как известно, основой принятия решений по денежно-кредитному регулированию со стороны центрального банка обычно является т.н. «монетарные правила» – полученные в результате анализа массива эмпирических показателей развития экономики равенства, выполнение которых считается неперенным условием достижения ориентиров денежно-кредитной политики. Наиболее популярными правилами являются: правило Фридмана (известное также как «к-уравнение»), правило МакКаллума, правило Тейлора и правило Болла. Методология построения каждого из них оригинальна, но все они направлены на создание условий для реального экономического роста.

Непосредственно способа вычисления процентных ставок касаются только два последних правила, однако предложенное Л. Боллом уравнение почти не используется из-за сложности с определением весовых коэффициентов (что является основой адекватности полученных результатов) [11, с. 59]. Что же касается теории известного экономиста Джона Тейлора, то еще в 1993 г. он предложил собственный принцип определения оптимального уровня учетной ставки, в соответствии с которым повышение ставки должно не только компенсировать инфляционные ожидания, но и учитывать динамику производства в стране [6, с. 22]:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2, \quad (1)$$

где r – ставка по федеральным фондам;
 p – уровень инфляции за последние 4 квартала;
 y – процент отклонения прироста ВВП от тренда.

В качестве показателя уровня инфляции автор предлагал использовать изменение дефлятора ВВП [6, с. 206]. Согласно расчетам Дж. Тейлора, при условии сохранения инфляции на уровне 2 %, увеличение ФРС ставки по федеральным фондам до 4 % будет способствовать достижению целевого объема реального производства в стране. По предположению автора этого правила, в долгосрочной перспективе процентная ставка будет вдвое меньшей, т.е. составит 2 % [6, с. 202-203]. Осуществив математическое преобразование, получим универсальную запись этого уравнения:

$$dr_t = dr_0 + 0,5(i_f - i_p) + 0,5y_0, \quad (2)$$

где dr_1, dr_0 – учетная ставка будущего и базисного годов;
 i_f – фактическая инфляция базисного года;
 i_p – ожидаемая инфляция базисного года;
 y_0 – отклонение прироста реального ВВП базисного года от тренда:

$$y_0 = \frac{Y - Y^*}{Y^*} \times 100\% - 100\%, \quad (3)$$

где Y – прирост реального ВВП базисного года;
 Y^* – ожидаемые прирост реального ВВП (тренд).

Таким образом, для получения прогнозного значения учетной ставки на следующий год, достаточно спрогнозировать лишь тенденции инфляционной динамики и реального выпуска, не прибегая к сложным исследованиям денежного рынка (что предполагает монетарное правило МакКаллума). Используя полученную формулу (2), вычислим теоретический уровень учетной ставки НБУ и сравним ее с фактическим значением (рис. 2).

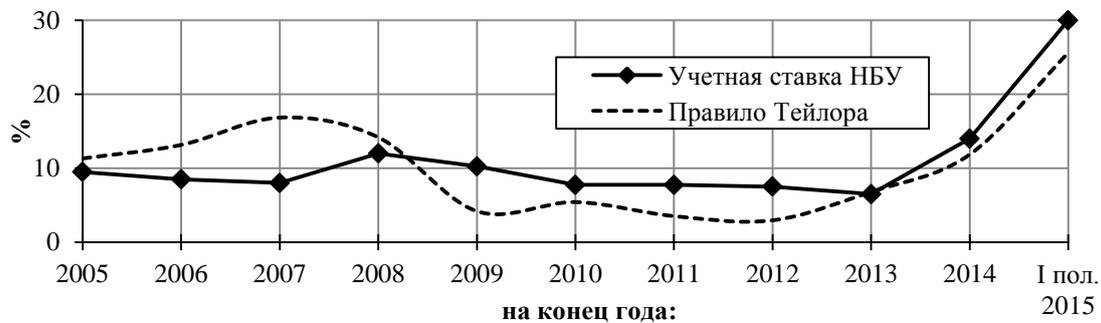


Рис. 2. Фактическая и теоретически вычисленная учетная ставка НБУ в 2005 - I пол. 2015 гг. (по состоянию на конец периода), %
 Рассчитано и построено автором по данным [1; 8; 10].

Как видно на рис. 2, в течение исследуемого периода НБУ фактически не соблюдал правила Тейлора. Так, в 2005 – 2008 гг. установленная учетная ставка была значительно ниже теоретически обоснованной: в 2007 г. разрыв составлял почти 9 п.п., чем можно объяснить существенные потери всех субъектов экономики от глобального кризиса в дальнейшем. В течение следующих шести лет тенденция сложилась противоположным образом – учетная ставка НБУ превышала исчисленный по методике Тейлора уровень, причем в 2009 г. разрыв превысил 6 п.п. Впрочем, в 2013 г. ситуация нормализовалась: фактическая учетная ставка НБУ отклонилась от теоретического значения лишь на 0,3 п.п., а в 2014 г. – I пол. 2015 гг. разрыв не превышал 4,5 п.п. Существенное отклонение фактического уровня ставки можно объяснить низкой точностью прогнозов НБУ динамики инфляции и производства, вызванной высокой долей влияния неэкономических факторов, которые сложно предугадать заранее.

Многие известные экономисты (среди которых Пол Кругман и Билл Гросс) сегодня призывают отказаться от теории Тейлора, утверждая, что она потеряла свою актуальность в связи с низкими темпами роста реального сектора и «хронически слабым» спросом на рынке капиталов, наблюдаемым в экономике подавляющего большинства стран мира с 2009 г. [5].

Хотя подобные призывы и имеют определенные основания, по нашему мнению, совсем отбрасывать монетарное правило, разработанное Дж. Тейлором, не стоит, по крайней мере, из-за трех весомых причин. Во-первых, оно употребляется сегодня органами денежно-кредитной власти большинства стран мира, в т.ч. (хотя и не всегда последовательно) Украины. Во-вторых, нечем будет заменить пустоту в методологическом базисе монетарного регулирования, ведь более совершенная теория не разработана до сих пор. И в-третьих – в пользу правила Тейлора свидетельствует положительный опыт его использования в Японии, где с 1993 г. учетная ставка не превышала 2 %, а в течение последних 15 лет находится на уровне 0,00-0,01 % [7], что позволяет получать масштабные зарубежные инвестиции, которые способствуют устойчивому экономическому росту страны.

Среди предлагаемых сегодня модификаций правила Тейлора наиболее известны разработки Ричарда Кларида и Петерса Амоса. Совершенствованием монетарного правила занимались и украинские экономисты, хотя за основу они брали более сложное правило МакКаллума, отягощая его прогнозированием прироста равновесного реального ВВП [9, с. 59]. По нашему убеждению, необходимым шагом сегодня является не общая модернизация уравнения, предложенного Тейлором, а только разработка его частного случая для стагфляционного периода экономического цикла.

Таким образом, проведенное нами исследование позволяет сделать вывод о необходимости модернизации используемых сегодня принципов определения оптимального уровня учетной ставки центрального банка. Тем не менее, говоря об актуальности поиска новых монетарных правил, автор полагает, что существующие методики не должны быть признаны ошибочными, как минимум, из-за наличия позитивного опыта их использования в экономически развитых странах. Сегодня органы денежно-кредитного регулирования США, Японии и Швеции используют не только крайне низкие (около 1-2 %), но даже отрицательные [13, с. 121] учетные ставки. Все это свидетельствует о реальной возможности эффективно применять (с поправкой на стагфляционные тенденции) «правило Тейлора» в монетарном и валютном регулировании экономики Украины.

ЛИТЕРАТУРА

1. Data (by Country) [Электронный ресурс]: The World Bank. – Режим доступа: <http://data.worldbank.org/>
2. Historie diskontní sazby [Электронный ресурс]: Česká národní banka. – Режим доступа: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/
3. Jegybanki alapkamat alakulása [Электронный ресурс]: Magyar Nemzeti Bank. – Режим доступа: https://www.mnb.hu/Jegybanki_alapkamat_alakulasa
4. Podstawowe stopy procentowe NBP [Электронный ресурс]: Narodowy Bank Polski. – Режим доступа: <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm>
5. Rule it out: Setting interest rates according to a fixed formula is a bad idea [Электронный ресурс] // "The Economist". – Режим доступа: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21660598-setting-interest-rates-according-fixed-formula-bad-idea-rule-it-out>
6. Taylor J. Discretion versus Policy Rules in Practice [Text] / John B. Taylor // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. – 1993. – № 39. – P. 195-214
7. The Basic Discount Rate [Электронный ресурс]: Bank of Japan. – Режим доступа: <https://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/discount/index.htm/>
8. Зміна дефлятора валового внутрішнього продукту [Электронный ресурс]: Офіційний сайт Державної служби статистики України. – Режим доступа: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
9. Козьменко С. М. Формування експліцитного правила монетарної політики для національної економіки / С. М. Козьменко, Т. Г. Савченко // Вісник НБУ. – 2013. – № 3. – С. 54-61
10. Облікова ставка НБУ [Электронный ресурс]: Офіційне інтернет-представництво Національного банку України. – Режим доступа: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647&cat_id=44580
11. Подколзина И. А. Некоторые актуальные проблемы российской денежно-кредитной политики в исследованиях европейских экономистов [Текст] / И. А. Подколзина // Деньги и кредит. – 2009. – № 8. – С. 58-70
12. Процентные ставки по операциям Банка России [Электронный ресурс]: Центральный банк Российской Федерации. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/DKP/print.aspx?file=standart_system/rates_table_15.htm&pid=dkp&sid=ITM_49976
13. Шелудько С. А. Облікова ставка центрального банку як інструмент валютного регулювання [Текст] / С. А. Шелудько // Регіональна економіка та управління. – 2015. – № 4 (07). – С. 118-122