

ОЦЕНКА РАВНОВЕСНОЙ РЕАЛЬНОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

А.И. Харитончик

Белорусский государственный экономический университет, akharytonchyk@gmail.com

Равновесная реальная процентная ставка является неотъемлемым компонентом макроэкономических моделей, применяемых для анализа, прогнозирования и проектирования мер монетарной политики.

Концепция равновесной процентной ставки может рассматриваться в трех временных аспектах: краткосрочном, среднесрочном и долгосрочном. В настоящем исследовании оценивается равновесная процентная ставка в Республике Беларусь в долгосрочном периоде. Необходимость ее оценки обусловлена тем, что при анализе трансмиссионного механизма монетарной политики с помощью структурных (и полуструктурных) моделей предполагается достижение экономикой устойчивого состояния (steady-state) в долгосрочном периоде. Следовательно, в модель должны быть заложены количественные оценки устойчивых долгосрочных уровней (или темпов роста) основных экономических показателей.

В долгосрочном периоде равновесная процентная ставка представляет собой уровень реальной процентной ставки, который сложится в экономике после исчерпания действия всех шоков, когда динамика всех экономических переменных будет соответствовать их устойчивым темпам роста (steady-state equilibrium) [1]. В экономической литературе равновесная процентная ставка в долгосрочном периоде чаще всего рассчитывается посредством калибровки частных уравнений отсутствия арбитража [2; 3].

Согласно первому из них (уравнение Эйлера), процентная ставка зависит от ожидаемого изменения потребления домохозяйств, а также от степени их предпочтений потреблять в текущем временном периоде, а не в будущем. Делая допущение, что в долгосрочном периоде устойчивые темпы роста выпуска и потребления совпадают, равновесная ставка может быть представлена как функция от потенциального ВВП (в долгосрочном периоде) и межвременных предпочтений домашних хозяйств:

$$r = \frac{1}{\sigma} g - \ln \beta * 100, \quad (1)$$

где r – реальная равновесная процентная ставка; σ – эластичность межвременного замещения; g – темп прироста потенциального ВВП; β – коэффициент дисконтирования.

Для оценки долгосрочной равновесной процентной ставки в Республике Беларусь темпы прироста потенциального ВВП были откалиброваны на уровне 1,75 – 3,50 процента за год, что соответствует последним оценкам Международного валютного фонда (МВФ) [4]. Значение эластичности межвременного замещения было принято равным 0,8 [5]. Коэффициент дисконтирования откалиброван равным 0,98.

По результатам расчетов равновесная реальная процентная ставка в Республике Беларусь в долгосрочном периоде, полученная из уравнения Эйлера, находится в диапазоне от 4,2 до 6,4 процентов годовых. Следует отметить, что результаты очень чувствительны к параметрам, определяющим межвременные предпочтения домохозяйств, что делает оценки равновесной ставки по данному методу рискованными и существенно снижает их практическую значимость.

Второе условие отсутствия арбитража определяется связью национального и мирового финансового рынка. Оно основывается на непокрытом паритете процентных ставок, в соответствии с которым, равновесная процентная ставка в национальной валюте зависит от равновесной зарубежной ставки такой же срочности, ожидаемого изменения равновесного реального курса и равновесной премии за риск вложений в национальные активы:

$$r = r^f + \Delta E[p_{t+1}] + risk_premia, \quad (2)$$

где r^f – реальная равновесная процентная ставка за рубежом; $\Delta E[p_{t+1}]$ – ожидаемое изменение реального курса (единиц национальной валюты за единицу иностранной валюты); $risk_premia$ – премия за риск вложений в национальные активы.

В настоящей работе в процентном паритете рассматривается доллар США. Возможно рассмотрение паритета для определенной корзины иностранных валют, которая по линейности может быть сведена к паритету с одной валютой.

Краткосрочная равновесная реальная процентная ставка в США в долгосрочной перспективе оценивается на уровне порядка 1 – 2 процентов годовых [6]. Для получения сопоставимых оценок равновесной процентной ставки в долгосрочном периоде по отдельным уравнениям отсутствия арбитража краткосрочная равновесная процентная ставка в США была скорректирована на годовую премию за срочность, равную 0,5 процентного пункта [7].

Изменение реального курса белорусского рубля к доллару США в долгосрочном периоде оценивается равным нулю.

Премия за риск вложений в активы Республики Беларусь рассчитывалась двумя способами. Первый основан на расчете спреда между семилетними еврооблигациями Республики Беларусь и гособлигациями США с аналогичным сроком обращения, который в среднем в 2013 г. – январе – сентябре 2016 г. (без учета I–II кварталов 2015 г.) составил порядка 5,8 процентного пункта.

Второй подход основан на предположении, что в долгосрочном периоде будет наблюдаться конвергенция премий за риск вложений в активы Республики Беларусь и других развивающихся рынков. Поэтому в качестве показателя равновесной риск–премии рассматривалось значение индекса J.P. Morgan EMBI Global Spread. Так, среднее значение данного индекса в 2013 г. – январе – сентябре 2016 г. года составило порядка 370 базисных пунктов, или 3,7 процентного пункта.

По результатам расчетов равновесная реальная процентная ставка в Республике Беларусь в долгосрочном периоде, полученная из уравнения непокрытого паритета процентных ставок, находится в диапазоне от 5,2 до 8,3 процентов годовых. Оценки, полученные с помощью данного метода, являются более надежными по сравнению с оценками, полученными по уравнению Эйлера, так как составляющие процентного паритета могут быть прямо рассчитаны из фактических данных. В то же время наличие допущений относительно динамики риск–премии и равновесного реального курса обуславливают большие доверительные интервалы полученных оценок.

Таким образом, усредненная оценка равновесной реальной процентной ставки кредитно–депозитного рынка в Республике Беларусь в долгосрочной перспективе составляет порядка 6 процентов годовых.

Список использованных источников:

1. Archibald, J. What is the neutral real interest rate, and how can we use it? / J. Archibald, L. Hunter // Reserve Bank of New Zealand: Bulletin [Electronic resource]. – 2001. – Vol. 64. – № 3. – Mode of access: <http://rbnz.govt.nz/~/media/ReserveBank/Files/Publications/Bulletins/2001/2001sep64-3archibaldhunter.pdf>. – Date of access: 10.10.2016.

2. Крепцев, Д. Равновесная реальная ставка: оценки для России / Д. Крепцев, А. Поршаков, С. Селезнев, А. Сняжков // Банк России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/wps/wps_13.pdf. – Дата доступа: 10.10.2016.

3. He, D. Interest rate determination in China: past, present, and future / D. He, H. Wang, X. Yu // International Journal of Central Banking [Electronic resource]. – 2015. – Vol. 11. – № 4. – Mode of access: <http://www.ijcb.org/journal/ijcb15q5a7.pdf>. – Date of access: 10.10.2016.

4. Доклад персонала МВФ для консультаций 2016 года в соответствии со Статьей IV // Международный валютный фонд [Электронный ресурс]. – 2016. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/scr/2016/cr16298r.pdf>. – Дата доступа: 10.10.2016.

5. Havranek, T. Measuring intertemporal substitution: the importance of method choices and selective reporting / T. Havranek // Czech National Bank and Charles University [Electronic resource]. – 2014. – Mode of access: <http://meta-analysis.cz/eis/eis.pdf>. – Date of access: 10.10.2016.

6. Minutes of the Federal Open Market Committee: September 20–21, 2016 // Federal Reserve System [Electronic resource]. – 2016. – Mode of access: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20160921.pdf>. – Date of access: 15.10.2016.

7. Adrian, T. Treasury Term Premia: 1961–Present / T. Adrian, R. Crump, B. Mills, E. Moench // Federal Reserve Bank of New York [Electronic resource]. – 2014. – Mode of access: <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2014/05/treasury-term-premia-1961-present.html#.V9o3hPmLSJA>. – Date of access: 15.10.2016.