



Банк России

Центральный банк Российской Федерации

О влиянии роста бюджетного дефицита на ключевую ставку Банка России

**Аналитическая записка
Департамента исследований
и прогнозирования
Банка России**

№ 4 Июль 2016

Оцененная эластичность ключевой ставки Банка России по бюджетному дефициту, финансируемому из средств Резервного фонда, составляет порядка 1. Негативные последствия от дополнительного бюджетного дефицита для инфляции и процентных ставок исчезают через несколько лет после шока. Более активная политика госзаимствований на финансовом рынке позволяет обойтись меньшим ужесточением денежно-кредитной политики в качестве реакции на шок бюджетной политики.

Взаимное влияние денежно-кредитной (ДКП) и бюджетной политики общепризнанно. В связи с этим в повестку дня ставится все больше вопросов об их координации между собой. В настоящей записке представлены количественные оценки эластичности смягчения бюджетной политики, выражающегося в росте бюджетного дефицита, на ДКП Банка России в увязке с реализацией политики инфляционного таргетирования.

В целях упрощения в расчетах рассматривается временный, происходящий в рамках одного года, рост бюджетного дефицита на 1 п.п. годового ВВП по сравнению с базовым макроэкономическим сценарием Банка России. Предполагается, что увеличение дефицита полностью финансируется за счет средств Резервного фонда (или Фонда национального благосостояния).¹ Это приводит к ускорению темпов роста денежной базы и денежной массы в экономике.

Оценки подготовлены с использованием BVAR и DSGE моделей Департамента исследований и прогнозирования (ДИП) и представлены в виде отклонения от базового сценария. Влияние роста бюджетного дефицита на инфляцию оценено с помощью BVAR модели² с последующей подстановкой в DSGE модель³ для оценки требуемой реакции ДКП.⁴

Расчеты показывают, что если дополнительное увеличение бюджетного дефицита происходит за один квартал, это приводит к росту инфляции на 1,2 п.п. В свою очередь, это потребует разового повышения ключевой ставки Банка России на 1,45 п.п. (Рисунок 1, красная линия). Если увеличение бюджетного дефицита происходит в течение четырех кварталов года на основе фактической динамики не процентных расходов бюджетной системы в 2014-2016 годах, то это ведет к более плавному росту инфляции в течение года, что потребует постепенного повышения ключевой ставки Банка России, которое кумулятивно составит 1,1 п.п. за четыре квартала (Рисунок 1, синяя линия). Таким образом, оцененная эластичность ключевой ставки Банка России по бюджетному дефициту составляет 1,1.

¹ В действительности, правительство может частично закрывать рост бюджетного дефицита дополнительными госзаимствованиями на финансовом рынке. Об этом говорится ниже.

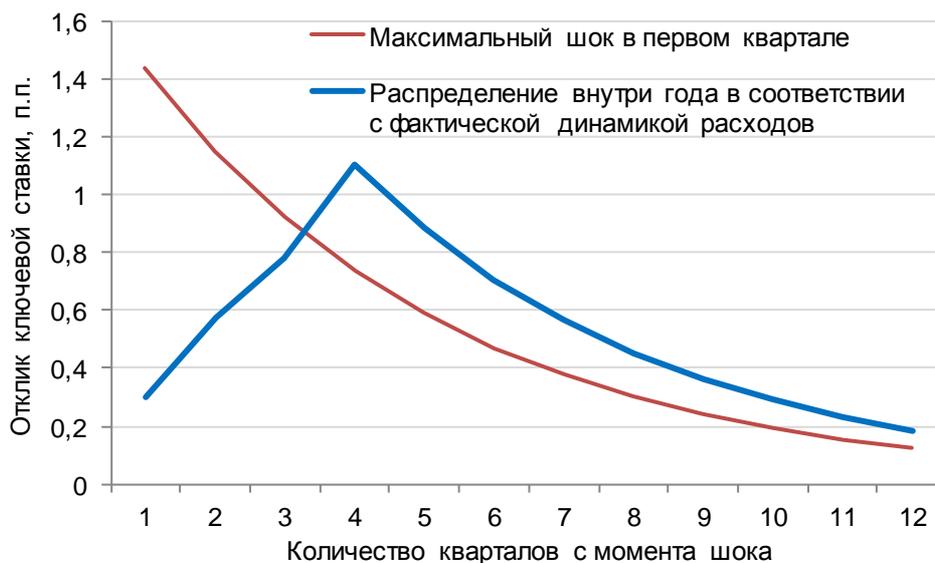
² BVAR модель представляет модификацию работы Deryugina E. and Ponomarenko A. (2015). 'Accounting for Post-Crisis Macroeconomic Developments in Russia: A Large Bayesian Vector Autoregression Model Approach', Emerging Markets Finance and Trade, vol. 51(6), pp. 1261-1275., с добавлением фискальных переменных.

³ Используется правило политики, оцененное в DSGE модели, являющейся модификацией представленной в работе Крепцев Д. и Селезнев С. (2016). DSGE-модель российской экономики с малым количеством уравнений, // Серия докладов Банка России об экономических исследованиях, с добавлением капитала.

⁴ В BVAR модели отсутствуют процентные ставки. Это **может завышать** оценку темпов ускорения инфляции в ответ на шок бюджетной политики, так как своевременное изменение (рост) процентных ставок могло бы сдерживать рост цен.

Поскольку предполагается, что рост бюджетного дефицита носит временный характер, то после периода роста дефицита ключевая ставка может быть снижена в последующие периоды по мере замедления инфляции. При этом более высокие инфляционные ожидания, сформировавшиеся из-за связанного с ростом дефицита ускорения инфляции, потребуют сохранения ключевой ставки на более высоком уровне, чем в базовом сценарии, в течение нескольких лет.

Рисунок 1. Импульсные отклики ключевой ставки Банка России на шок бюджетной политики (увеличение бюджетного дефицита на 1 п.п.% ВВП) при финансировании из средств Резервного фонда



Источник: расчеты ДИП.

Ограничением данного подхода является проведение расчетов в рамках двух разных моделей, а не единой модели. Полученные результаты могут оказаться искаженными, поскольку оценки реакции денежно-кредитной политики, полученные в рамках DSGE модели, могут не совпадать с реакцией денежно-кредитной политики, которую неявно подразумевает BVAR модель.⁵ По нашему мнению, полученные оценки эластичности реакции денежно-кредитной политики на шок бюджетной политики (рост дефицита) могут оказаться немного завышенными.

Увеличение объемов госзаимствований вместо использования средств Резервного фонда ослабляет эффект роста бюджетного дефицита на денежную массу и инфляцию. Поэтому более активная политика заимствований на финансовом рынке позволила бы обойтись меньшим ужесточением ДКП в качестве реакции на шок бюджетной политики.⁶

Вместе с тем, в условиях последовательного сокращения бюджетного дефицита в базовом сценарии Банка России, в сценарии с шоком бюджетной политики возврат к базовому сценарию со второго года предполагает достаточно резкое уже-

⁵ См. сноску 1.

⁶ Нужно иметь в виду, что рост бюджетного дефицита имел бы негативные последствия независимо от способа его финансирования: через выпуск ценных бумаг или использование Резервного фонда. Увеличение объемов госзаимствований может привести к росту их доходности, сокращению дюраций гособлигаций, вытеснению частных заимствований (crowd out). В свою очередь, абсорбирование избыточной ликвидности Банком России, увеличивает обязательства Банка России перед банковской системой и процентные платежи по ним.

сточение бюджетной политики. Это может оказаться труднореализуемым. В результате, шок бюджетной политики может воспроизвестись во второй и в третий год (по сравнению с базовым сценарием). В этом случае разрыв между значением ключевой ставки, необходимой для снижения инфляции к целевому уровню, и значением ключевой ставки в базовом сценарии, скорее всего, будет увеличиваться. Этот процесс будет продолжаться до тех пор, пока действие шока бюджетной политики не прекратится (значение бюджетного дефицита не снизится до уровня, предусмотренного в базовом сценарии). Все это время инфляция будет находиться выше целевого уровня из-за действия шока.

Таким образом, смягчение бюджетной политики потребовало бы относительного (по сравнению с базовым сценарием) или абсолютного (повышение ключевой ставки) ужесточения денежно-кредитной политики на продолжительное время для достижения цели по инфляции.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Сергей Власов