

Анализ взаимосвязи между политикой инфляционного таргетирования и бюджетным дефицитом

Омонов Нурбек
старший научный сотрудник Института
прогнозирования и макроэкономических исследований.

Реализация мер по дальнейшему снижению уровня инфляции является одним из ключевых факторов обеспечения эффективности экономических реформ, направленных на повышение уровня жизни населения и создание условий устойчивого роста экономики.

Рекомендации международных финансово-экономических организаций, как Всемирный банк, Международный валютный фонд и других, а также, международный опыт развивающихся стран показывает, что в условиях рыночной экономики одним из эффективных способов проведения денежно-кредитной политики является режим инфляционного таргетирования, при котором посредством активной роли центрального банка на денежно-кредитном рынке и регулярного анализа развития экономики и широкого освещения планов государственной политики обеспечивается достижение установленной количественной цели по инфляции.

Режим инфляционного таргетирования подразумевает и требует от Регулятора и Правительства страны:

- скоординированного осуществления работ по постепенному снижению роли немонетарных факторов инфляции, включая реформирование тарифного регулирования, обеспечение эффективности структурных экономических реформ в реальном секторе экономики, насыщение внутреннего рынка потребительскими товарами;
- повышения качества макроэкономического анализа и коммуникационной политики Регулятора;
- внедрения новых инструментов регулирования на денежном рынке, способных обеспечить эффективное воздействие на кредитный рынок.

Кроме того, для перехода к инфляционному таргетированию необходимы определенные макроэкономические условия, как согласованность денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, наличие развитого финансового рынка.

Обеспечение низкого и стабильного уровня инфляции является важным фактором макроэкономической сбалансированности, т.к. это создает необходимые условия для социальных улучшений, повышения инвестиционной активности, продолжения структурных реформ, что способствует экономическому развитию. Низкая и стабильная инфляция способствует повышению определенности в экономике, что является благоприятным фактором при принятии решения об инвестировании.

Переход к режиму инфляционного таргетирования предъявляет повышенные требования не только к монетарной, но и фискальной политике. Успешность внедрения режима инфляционного таргетирования будет зависеть от эффективности проводимой денежно-кредитной политики, совершенствования системы моделирования и прогнозирования, построения системы принятия решений и активной информационной кампании для налаживания эффективной коммуникации с экономическими агентами и повышения доверия к проводимой политике.

В данном исследовании была осуществлена попытка раскрытия вопросов состояния исполнения бюджетных и монетарных правил в Узбекистане и принимаемых Правительством мер по реализации внедрения бюджетных и монетарных правил в

координации макроэкономической политики. Кроме того, изучен опыт зарубежных стран в применении бюджетных и монетарных правил, а также по определению целевых параметров бюджетного дефицита при реализации политики инфляционного таргетирования. Проведённый анализ взаимосвязи между политикой инфляционного таргетирования и бюджетным дефицитом показал, что большой фискальный дефицит и государственная задолженность сулит риск неспособности контролирования инфляции и вследствие отказ от этой политики.

На основании проведенного исследования и международного опыта разработаны предложения по дальнейшему фискальному регулированию, применению бюджетных и монетарных правил при координации макроэкономической политики.

Для реализации политики инфляционного таргетирования необходима сильная фискальная позиция. Большой фискальный дефицит и государственная задолженность могут привести к неспособности контролировать инфляцию и отказу от политики. Во-первых, в случае большого фискального дефицита центральным банкам требуется финансировать дефицит государственного сектора за счет монетизации, которая порождает более высокую инфляцию. Во-вторых, в случае крупного (особенно краткосрочного) государственного долга органы денежно-кредитного регулирования могут неохотно повышать процентные ставки, если такой шаг необходим для борьбы с инфляционным давлением, поскольку повышение процентных ставок увеличивает уровень долга и стоимость его обслуживания.

Большинство исследований показывают сильную позитивную корреляцию между фискальным дефицитом и инфляцией. Панельные данные включают данные 77 развивающихся стран¹ за период 2000-2019 гг. Данные для регрессионного анализа взяты из МВФ и Всемирного банка. В таблице 1. представлены результаты межстранового анализа. Мы использовали трёхпанельные модели данных: Fixed-Effects, Random-Effects и Two-Step System GMM. Generalized Momentum Model (GMM) модель контролирует эндогенность запаздывающей зависимой переменной в модели динамической панели, а также контролирует систематическую ошибку пропущенных переменных, ненаблюдаемую неоднородность панели и ошибки измерения. Поэтому в основном мы обращаем внимание на результаты модели GMM в таблице.

Наш следующий главный вывод – отрицательная связь между фискальным дефицитом и инфляцией: коэффициент равен (-0.0411434), а согласно t-тесту гипотеза H_0 отвергается на 5%-м значимом уровне (столбец 3, табл. 1). Если страна имеет фискальный дефицит (доходы бюджета меньше расходов), это увеличивает инфляцию. Например, 5%-ный фискальный дефицит приводит к 0,2%-му росту инфляции в случае, если другие переменные остаются неизменными.

Мы также проверили влияние обменного курса на уровень инфляции. Для этой цели мы использовали Реальный Эффективный Обменный Курс (REER) и Обменный курс к долл. США в качестве прокси-переменных. Модели Fixed Effect и Random Effect показывают отрицательную связь между REER и инфляцией. Это означает, что увеличение REER на 10 единиц помогает снизить инфляцию примерно на 0,15 %.

Результаты показывают, что одноразовое увеличение логарифмического ВВП снижает уровень инфляции на 0,54 процента (см. столбец 4, таблицы 1), в то время как чистый экспорт по отношению к ВВП не является статистически значимым.

Наконец, мы проверили, существует ли нелинейная связь между частными кредитами и уровнем инфляции. Результаты регрессии показывают, что 1% увеличение частных кредитов по сравнению с ВВП помогает снизить инфляцию в среднем на 0,16%,

¹ Азербайджан, Алжир, Ангола, Аргентина, Бангладеш, Беларусь, Бенин, Боливия, Бразилия, Буркина-Фасо, Демократическая Республика Конго, Камбоджа, Камерун, Китай, Колумбия, Республика Конго, Чад, Чили, Венгрия, Гаити, Гана, Гвинея, Гондурас, Доминиканская Республика, Египет, Индия, Индонезия, Иран, Казахстан, Кения, Кот-д'Ивуар, Кувейт, Кыргызская Республика, Лаосская Республика, Хорватия, Эквадор, Эфиопия, Ливия, Мадагаскар, Малайзия, Мали, Марокко, Мексика, Молдова, Мозамбик, Монголия, Мьянма, Непал, Нигер, Нигерия, Никарагуа, ОАЭ, Оман, Пакистан, Перу, Польша, Российская Федерация, Руанда, Саудовская Аравия, Сенегал, Судан, Таджикистан, Танзания, Таиланд, Турция, Уганда, Узбекистан, Украина, Уругвай, Филиппины, Шри-Ланка, Эквадор, Эфиопия, ЮАР.

но если объем кредитов, выданных частному сектору, превышает 74,35% ВВП, то это повышает инфляцию.

Таблица 1.

Основные макроэкономические показатели, влияющие на инфляцию

№	Наименование показателей	1	2	3	4
		Fixed-Effects model	Random-Effects model	Two-step system GMM	Two-step system GMM
		Inflation	Inflation	Inflation	Inflation
1.	Inflation Lagged	0.4059*** (0.02703)	0.6521*** (0.0223)	0.4985443*** (0.00221)	0.491687 *** (0.0025)
2.	Fiscal deficit over GDP	0.0319 (0.0223)	0.0023 (0.0186)	-0.0411434** (0.01979)	-0.0207 (0.0318)
3.	REER	-0.0153** (0.0068)	-0.0149*** (0.0055)	-0.00408 (0.00656)	0.0036 (0.0078)
4.	ER in USD	1.2255*** (0.4699)	-0.0709 (0.0545)		
5.	Private credit over GDP	0.76999 (0.5082)	-0.2327 (0.1989)	-0.0207*** (0.00514)	-0.3179*** (0.0945)
6.	Square_Private credit over GDP				0.00214*** 0.000723
7.	NGDP Logged	-0.8403** (0.3756)	0.0389 (0.1069)	0.0532 (0.1063)	0.5423*** (0.2334)
8.	Net Export over GDP	-0.0117 (0.0202)	-0.0258*** (0.0089)	-0.0014 (0.0098)	-0.0237 (0.0163)
9.	Constant	0.8673 (0.8673)	4.3291*** (0.8737)	3.9466*** (0.7526)	7.1074*** (1.2529)
10.	Observations	1,252	1,252	1181	1181
	<i>Number of countries</i>	77	77	74	74
	<i>R-sq:</i>	0.1929	0.4519		
	<i>AR(1)</i>			-1.59	-1.59
	<i>p value</i>			0.112	0.113
	<i>AR(2)</i>			-0.48	-0.60
	<i>p value</i>			0.633	0.545
	<i>Hansen test p value</i>			0.179	0.199
	<i>Period</i>	2000-2019	2000-2019	2000-2019	2000-2019

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Источник: расчеты авторов на основе данных ВБ и МВФ

Узбекистан уже реализовал первую волну важных экономических реформ, включая либерализацию валютного рынка, налоговую реформу и серьезное улучшение статистики. В условиях пандемии коронавируса и с необходимостью проведения масштабных структурных реформ, Правительством принимаются меры, направленные на устранение искажений, которые наносят наибольший урон экономике страны. Основным

направлением обеспечения краткосрочной макроэкономической стабильности является предотвращение кредитного бума и осмотрительный подход к дальнейшему наращиванию внешнего долга государства, способствующего вызову чрезмерных внешних дефицитов и усилению инфляционного давления.

По оценкам МВФ ожидается, что в 2021 году продолжится восстановление роста, однако уровень неопределенности остается высоким, и восстановление будет зависеть, в частности, от масштабов вакцинации. Восстановление также будет зависеть от продолжения экономической политики, направленной на защиту жизни людей, поддержку роста и смягчение экономических последствий пандемии².

Бюджет Узбекистана на 2021 год принят с дефицитом до 5% ВВП, который предусматривает проведение адаптивной налогово-бюджетной политики. В нем предусмотрены обеспечение достаточности ресурсов для системы здравоохранения, для закупки и распределения вакцин, дальнейшее расширение социального обеспечения, повышение заработной платы с учетом инфляции, которое будет способствовать поддержанию спроса. При этом должны обеспечиваться:

- возможности для дальнейшего расширения бюджетной поддержки за счет увеличения целевых трансфертов уязвимым домашним хозяйствам и жизнеспособным предприятиям и ускорения реализации государственных инвестиционных планов;

- охват системы социальной защиты, совершенствуя при этом ее адресную направленность. Это обосновано ростом уровня безработицы и бедности в результате пандемии;

- поддержание государственного долга на устойчивом уровне (по итогам 2020 года он достиг почти 38 процентов ВВП);

- высвобождение ресурсов для инвестирования в человеческий капитал и инфраструктуру в целях содействия достижению целей устойчивого развития (ЦУР);

совершенствование оценки рисков, связанных с государственными предприятиями и проектами государственно-частного партнерства, и других фискальных рисков.

² <https://www.imf.org/ru/News/Articles/2021/02/17/mcs-021721-uzbekistan-staff-concluding-statement-of-the-2021-article-iv-mission>