

Бюджетное правило и его модификация при ограничениях на потоки капитала

Григорий Жирнов, Вадим Грищенко, Василий Ткачев

Бюджетное правило в 2017-2022 гг.

- Фактически действовало **два правила**: формула для предельного уровня расходов и проведение операций с иностранными активами (стерилизация 2/3 конъюнктурных потоков валюты по текущему счету).
- **Автоматические стабилизаторы**: предельный объем использования ФНБ, возможность использовать расходы в пределах резервного фонда Правительства (0,5% ВВП) и условно-утвержденных расходов, замещение заимствованиями выпадающих ННГД и отклонений курса рубля от прогноза.
- Бюджетное правило **видоизменялось**. В 2018 году в расчете базовых НГД появился фактический курс. В 2019 году предельный уровень расходов увеличился на 0,5% ВВП за счет элемента «золотого правила». В 2020-2021 гг. правило фактически не действовало.
- **Бюджетное правило было компенсирующим, а не сберегательным**, т.е. было направлено на контрциклическое формирование расходов и сглаживание нефтяного цикла, а не на достижение определенного уровня ФНБ.

«Валютная часть» старого правила

- Накопление ФНБ в иностранных активах было контрциклическим к изменению финансовых условий и улучшало международные рейтинги. **Но эти функции не являются «бюджетными», а скорее относятся к функциям, которые обычно выполняют ЗВР.**
- Более того, в 2022 г. реализовались **санкционные и инфраструктурные риски** хранения и использования ФНБ в иностранных финансовых активах.
- Хранение ФНБ в иностранной валюте может выступать в качестве **плохого сигнала экономическим агентам для формирования сбережений в рублях**: если Минфин хранит ФНБ в иностранной валюте, а не в рублях, то почему это должны делать домохозяйства и фирмы?

Бюджетное правило 2017-2022 VS Правило с ФНБ в рублях

| № | Критерий | Правило 2017-2022 гг. | Предлагаемое правило |
|---|---|--|--|
| 1 | Формула расходов | БНГД + ННГД + РОГД + СПД | Концептуально совпадает ^[1] |
| 2 | Конвертация в валюту | «Через рынок» | Отсутствует |
| 3 | Вложение средств | Надежные активы за рубежом | Депозит в Банке России (до достижения предельного объема начисляются проценты по ключевой ставке) |
| 4 | Предельный объем ликвидной части ФНБ | - | 10% ВВП |
| 5 | Минимальный порог для ликвидной части ФНБ ^[2] | 10% ВВП | 10% ВВП |
| 6 | Дополнительные ограничения | Если ФНБ < 5% ВВП, из него может быть потрачено не более 1% ВВП | Если ФНБ < 5% ВВП, из него может быть потрачено не более 1% ВВП |
| 7 | Дополнительные возможности по использованию средств / отступающие положения | В случае экономических шоков: возможность использовать расходы в пределах резервного фонда правительства (0,5% ВВП), условно-утвержденных расходов, замещение временно выпадающих ННГД и отклонений фактического курса рубля от прогноза внутренними заимствованиями | Возможность отклонений от параметров бюджетного правила на 2 года при прогнозируемом росте разрыва выпуска (разница прогнозного темпа роста ВВП и структурной компоненты) до 2% и выше в текущем году ^[3] |

Примечания.

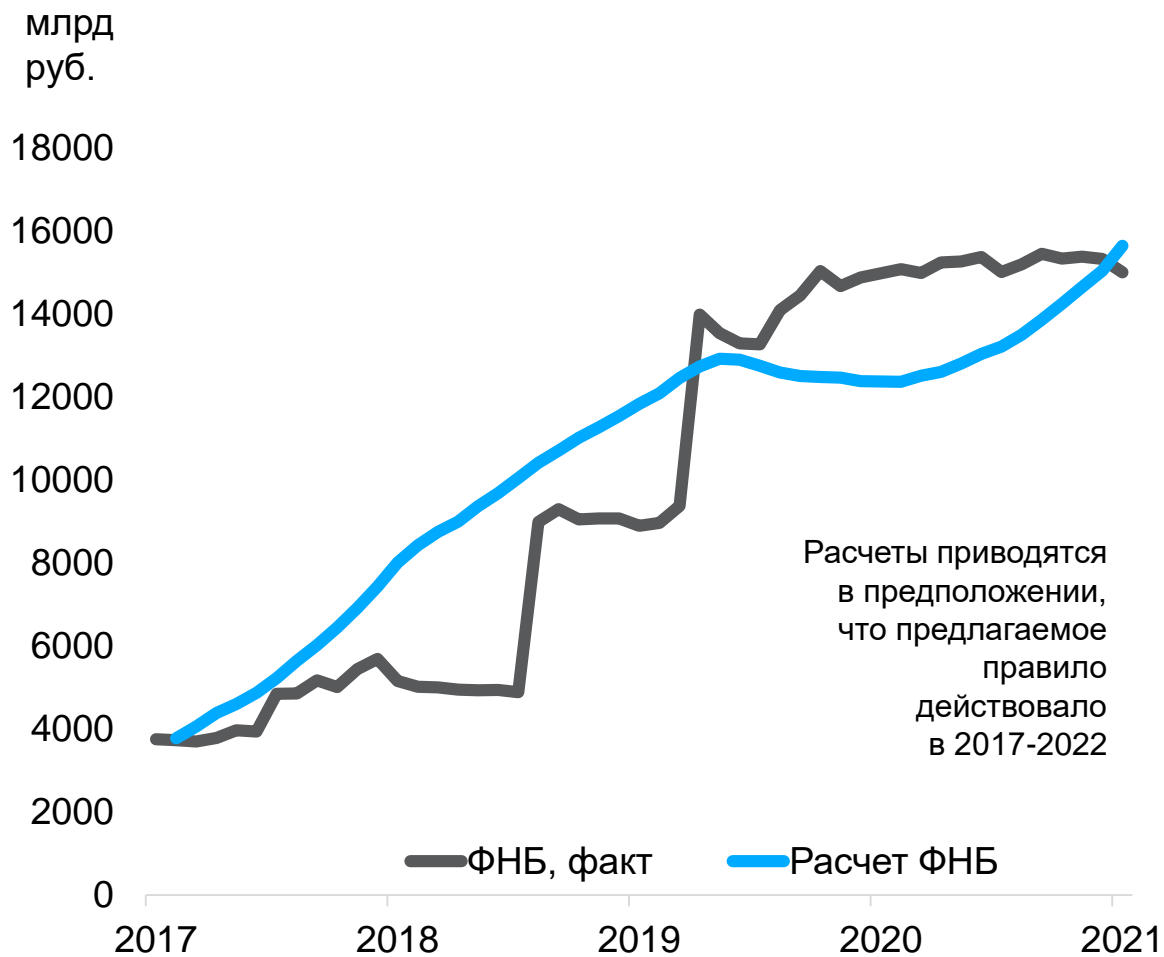
^[1] Используется обновленная в 2022 году формула расходов

^[2] После его достижения средства могут инвестироваться в развитие инфраструктуры (ОНБП, 2021).

^[3] Уровень разрыва выпуска (2%) устанавливается исходя из прошлых кризисных периодов (2008-2009, 2014-2015, 2020 гг.)

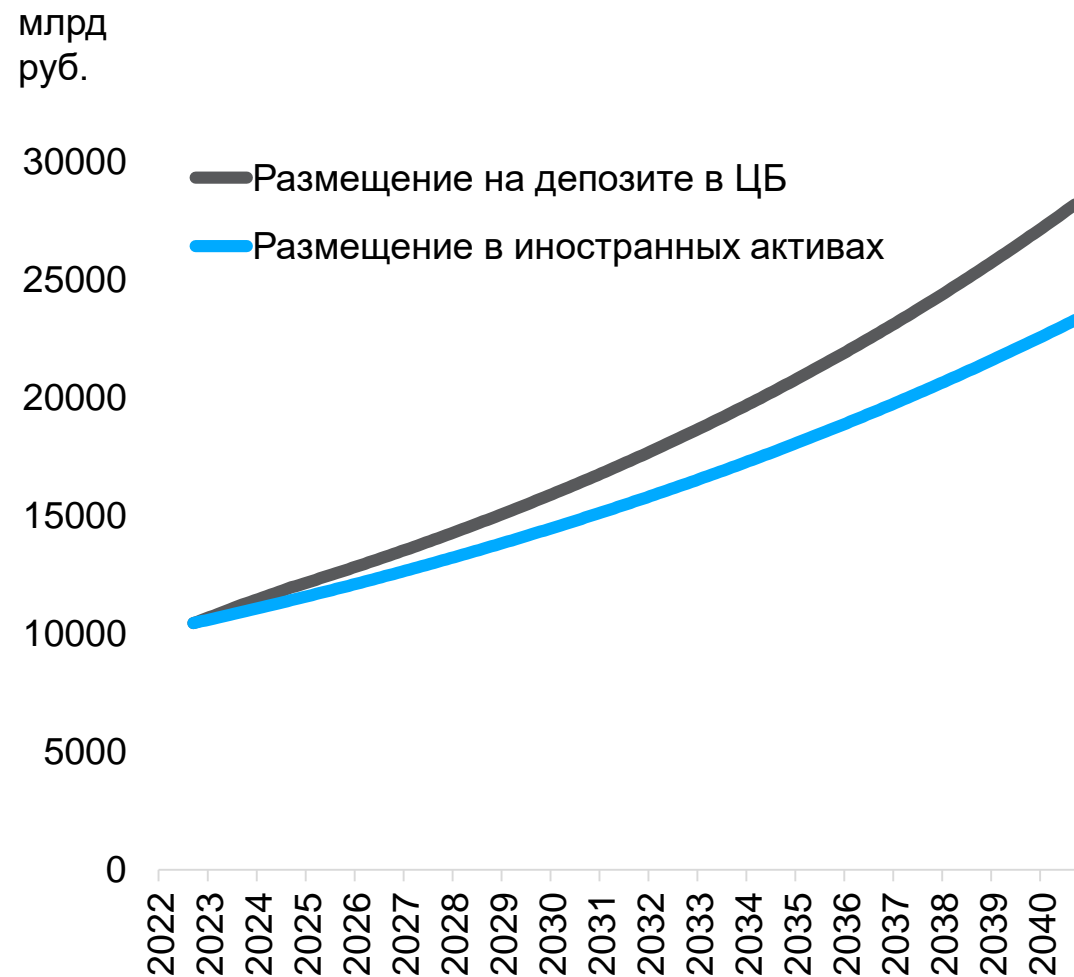
Фактическая и расчетная динамика ФНБ

Сравнение динамики ФНБ на ретроспективе



Источник: рассчитано авторами

Сравнение динамики ФНБ в 2022-2040 гг.



Источник: рассчитано авторами

Предлагаемое правило: влияние на ликвидность

- Выплата процентов на депозит правительства сокращает прибыль ЦБ, но это компенсируется снижением структурного профицита
- Список операций:
 - 1) Экспортеры уплачивают налог на сверхприбыль;
 - 2) Банки в условиях профицита ликвидности перечисляют средства на депозиты в ЦБ;
 - 3) ЦБ начисляет банкам процент на депозит;
 - 4) ЦБ начисляет процент на счета правительства (ФНБ)

Баланс ЦБ

| Активы | Пассивы |
|---------------|--|
| | Корсчета банков 1) -100 2) -100 3) +10 |
| | Депозиты банков в ЦБ 2) +100 |
| | Счета правительства рублевые 1) +100 4) +10 |
| | Капитал 3) -10 4) -10 |
| Баланс | Баланс |

Баланс банковского сектора

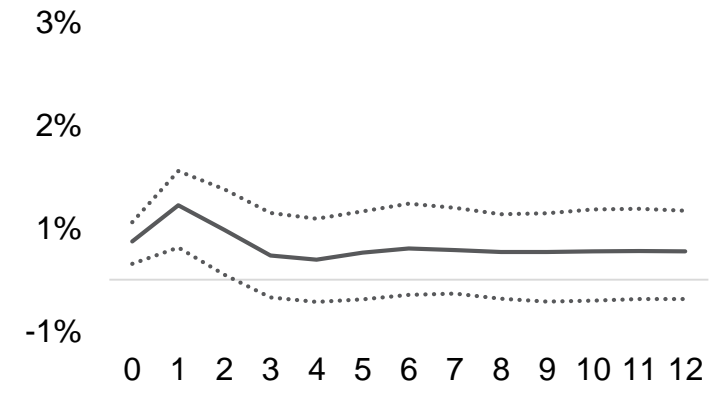
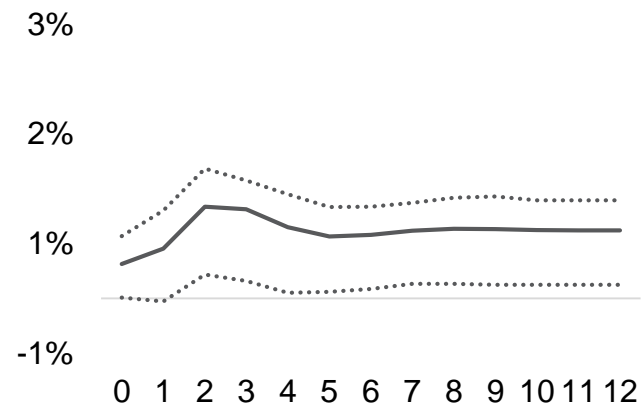
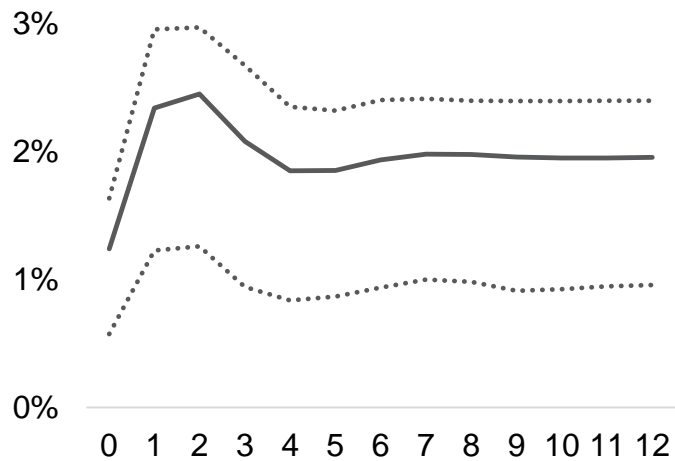
| Активы | Пассивы |
|---|----------------------|
| Корсчета банков 1) -100 2) -100 3) +10 | Счета ю/л 1) -100 |
| Депозиты банков в ЦБ 2) +100 | Капитал 3) +10 |
| Баланс | Баланс |
| -90 | -90 |

Эффективность старого правила: зависимость курса от нефти

- Модели: VARX, ARDL, ARIMAX
- Данные: месячные, процентные изменения для REER, Urals, абсолютные изменения для VIX

| VARX | | |
|-----------------------------|-----------------|----------------------------------|
| 2010-2016 | 2017-2019 | 2017-2021 |
| Y = (VIX, Urals, REER), p=2 | | |
| X=dummy_12.2014 | X=dummy_04.2018 | X=(dummy_04.2018, dummy_03.2020) |

Функции импульсного отклика курса от шока цен на нефть на 1 ст. откл. (пунктир – границы 75% доверительного интервала)



Эффективность нашего правила: зависимость курса от нефти

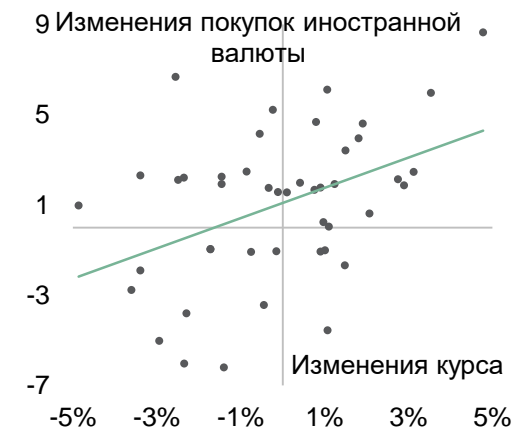
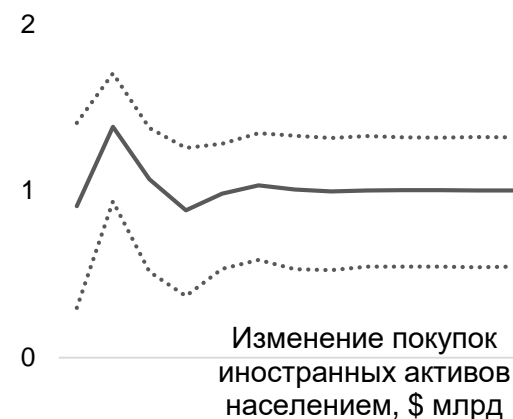
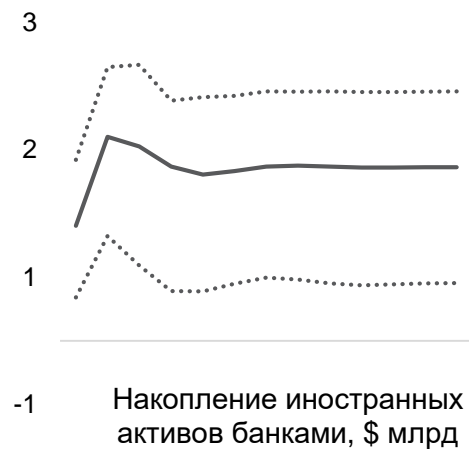
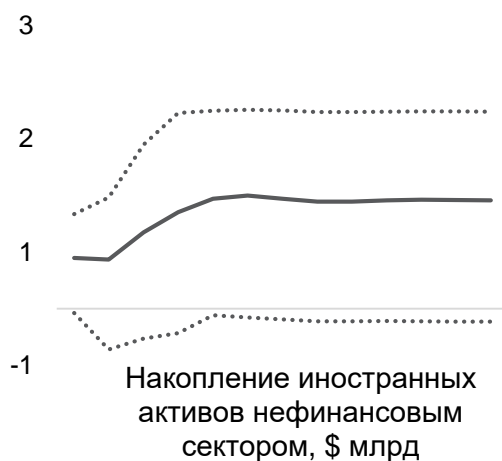
- При нахождении экономики на потенциале рост цен на нефть не приводит к инфляционному росту расходов и не укрепляет REER. Правило компенсирующее – **уровень REER вернется к равновесию по мере возврата цен на нефть к долгосрочному значению.**
- С 2022 года действуют **ограничения на потоки капитала**, а именно эти потоки наряду с ценами на нефть являются важнейшим драйвером курса валют стран с формирующимися рынками (Rey and al., 2018, Gourinchas and al., 2012, Souriounis, 2003).
- При отсутствии операций с иностранной валютой функцию сглаживания изменений курса во времени частично **возьмет на себя (рациональный) частный сектор** и будет накапливать валюту при высоких ценах на нефть/крепком курсе и продавать ее при падении цен на нефть/ослаблении курса рубля.

Эффективность нашего правила: рациональность частного сектора

- Данные: месячные, изменение иностранных активов частного сектора (финансовый и нефинансовый сектора), покупки ин. валюты населением, цены на нефть Urals

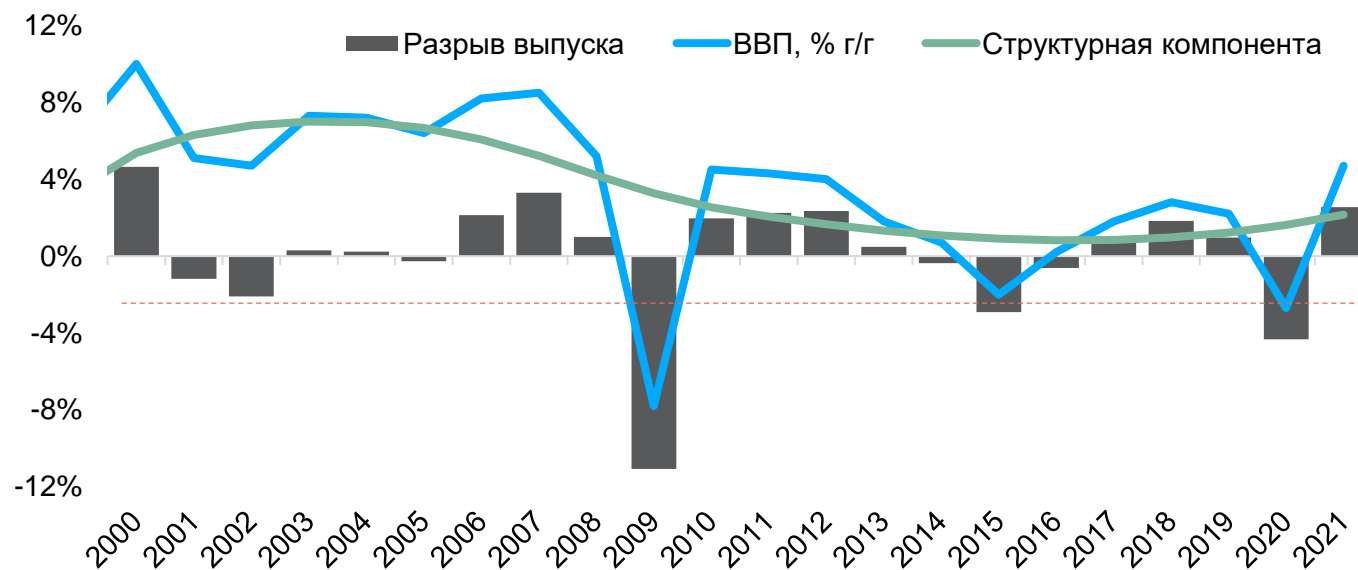
| VARX | |
|--|--------------------------------------|
| 2014-2021 | 2017-2021 |
| $Y=(Urals, RUB/USD, Assets)$ | $Y=(Urals, RUB/USD, FX_purchases)$ |
| $X=(dummy_12.2014, dummy_04.2018, dummy_03.2020)$ | $X=(dummy_04.2018, dummy_03.2020)$ |

Функции импульсного отклика от шока курса на 1 ст. откл. (пунктир – границы 75% доверительного интервала)



Отступающие положения

- Чтобы не пересматривать параметры бюджетного правила часто, имеет смысл внедрить в его конструкцию **отступающие положения** (escape and suspend clauses), распространенных в других странах.
- В механизм реализации бюджетного правила необходимо прописывается возможность **отклонений от его параметров на 2 года** при прогнозируемом росте разрыва выпуска (разница прогнозного темпа роста ВВП и структурной компоненты) до уровней 2% и выше в текущем году.
- Уровень разрыва выпуска устанавливается **исходя из прошлых кризисных периодов**. Два года достаточно для адаптации экономики. При сложностях в практической реализации в качестве условия можно использовать прогнозируемое сокращение ВВП.



Заключение

- Показано, что после введения бюджетного правила в 2017 году **зависимость реального эффективного курса рубля от колебаний нефтяных котировок снизилась более чем в два раза**. Для оценки «бюджетных» функций бюджетного правила прошло недостаточно времени.
- Показано, что для выполнения «бюджетных» функций **ФНБ может накапливаться в рублях на депозите в Банке России** с начислением процентов до достижения порогового значения ликвидной части.
- Показано, что бюджетное правило с накоплением избыточных нефтегазовых доходов в рублях **стабилизирует динамику реального эффективного курса**.
- Предложено добавить в механизм реализации бюджетного правила возможность отклонений (escape and suspend clauses) от параметров правила на 2 года при прогнозируемом росте разрыва выпуска до 2% и выше в текущем году. Это увеличит гибкость в реагировании на экономические кризисы и **обеспечит устойчивость «правил игры»**.

Спасибо за внимание!
Мы готовы ответить на ваши вопросы

Цели бюджетных правил, последние тренды их применения в мире

- **Цели:** сохранение долговой устойчивости и сдерживание политически мотивированного роста расходов, сглаживание межвременного потребления, контрциклическая бюджетная политика, стабилизация реального валютного курса (Schick, 2003; Дробышевский, Синельников-Мурылев, 2012; Синяков, Хотулев, 2017; Кудрин, Соколов, 2017 и др.).
- В развивающихся странах бюджетная политика зачастую выполняет важную роль в **увеличении структурных темпов роста** экономики – в конструкции бюджетных правил в этом случае могут быть исключения и корректировки (Скрыпник, 2017 и др.).
- **Популярность бюджетных правил растет.** В 2022 году 106 стран использовали в своей политике бюджетные правила (из них 90% используют правило баланса, 80% - правило долга, 50% - правило расходов).
- Ключевым трендом последних лет в мировой практике стало **увеличение гибкости бюджетных правил.** Большинство стран стали включать четкие отступающие положения (escape clauses) об условиях, размерах и продолжительности допустимых отклонений от правила.

Сравнительный анализ макроэффектов для разных правил

| № | Критерий | Правило отсутствует | Правило 2017-2021 | Правило с ФНБ в рублях |
|---|---|---------------------|-------------------|------------------------|
| 1 | Сглаживание бизнес- и сырьевого циклов | - | ± | ± |
| 2 | Стабилизация REER | - | + | ± |
| 3 | Стабилизация дефицита бюджета и госдолга | - | + | + |
| 4 | Долгосрочное сохранение средств ФНБ и устойчивость к инфляции | - | + | + |

Предлагаемое правило: влияние на ликвидность (при дефиците)

- Выплата процентов на депозит правительства нейтральна для прибыли ЦБ
- Список операций:
 - 1) Экспортеры уплачивают налог на сверхприбыль;
 - 2) Банки в условиях дефицита ликвидности привлекают рефинансирование ЦБ;
 - 3) Банки выплачивают проценты по задолженности перед ЦБ;
 - 4) ЦБ выплачивает процент на счета правительства (ФНБ).

Баланс ЦБ

| АКТИВЫ | ПАССИВЫ |
|--------------------------------|---|
| Кредиты/репо банкам 2) +100 | Корсчета банков 1) -100 2) +100 3) -10 |
| | Счета правительства рублевые 1) +100 4) +10 |
| | Капитал 3) +10 4) -10 |
| Баланс +100 | Баланс +100 |

Баланс банковского сектора

| АКТИВЫ | ПАССИВЫ |
|---|-----------------------------------|
| Корсчета банков 1) -100 2) +100 3) -10 | Счета клиентов 1) -100 |
| | Задолженность перед ЦБ 2) +100 |
| | Капитал 3) -10 |
| Баланс -10 | Баланс -10 |

Предлагаемое правило: как избежать дефицита обеспечения

- Предлагаемое правило способствует переходу к дефициту ликвидности и может привести к исчерпанию залогового обеспечения у банков
- 2 варианта противодействия:
 - (1) размещение средств ФНБ на депозитах в банках и
 - (2) кредитование банков «облигациями ФНБ»
- Список операций в варианте 1:
 - 1) Экспортеры уплачивают налог на сверхприбыль;
 - 2) Казначейство размещает в банках депозиты;
 - 3) Банки начисляют проценты на привлеченные средства;
 - 4) Банки выплачивают проценты Казначейству.

Баланс ЦБ

| Активы | Пассивы |
|---------------|--|
| | Корсчета банков 1) -100 2) +100 4) +10 |
| | Счета правительства рублевые 1) +100 2) -100 4) + 10 |
| Баланс | Баланс |

Баланс банковского сектора

| Активы | Пассивы |
|---|---|
| Корсчета банков 1) -100 2) +100 4) -10 | Счета клиентов 1) -100 Депозиты Казначейства 2) +100 3) +10 4) -10 Капитал 3) -10 |
| Баланс -10 | Баланс -10 |

Предлагаемое правило: как избежать дефицита обеспечения (2)

- 2 варианта противодействия:
 (1) размещение средств ФНБ на депозитах в банках и (2) кредитование банков «облигациями ФНБ»
- Список операций в варианте 2:
 - 1) Экспортеры уплачивают налог на сверхприбыль;
 - 2) Банки привлекают в ЦБ кредит в облигациях ФНБ;
 - 3) Банки используют привлеченные облигации ФНБ в качестве обеспечения для привлечения рефинансирования ЦБ;
 - 4,5) Банки начисляют и выплачивают проценты ЦБ;
 - 6) Казначейство выплачивает банкам купоны по облигациям ФНБ;
 - 7,8) Банки начисляют и выплачивают проценты ЦБ за привлечение облигаций ФНБ.

Баланс ЦБ

| Активы | Пассивы |
|------------------------|---|
| РЕПО банкам 3) +100 | Корсчета банков 1) -100 3) +100 5) -10 6) +10 8) -10 |
| | Счета правительства 1) +100 6) -10 |
| | Капитал 5) +10 8) +10 |
| Баланс +100 | Баланс +100 |

Баланс банковского сектора

| Активы | Пассивы |
|---|--|
| Корсчета банков 1) -100 3) +100 5) -10 6) +10 8) -10 | Счета ю/л 1) -100 |
| Облигации ФНБ 2) +100 | Задолженность по РЕПО 3) +100 4) +10 5) -10 |
| | Задолженность по кредиту ЦБ 2) +100 7) +10 8) -10 |
| | Капитал 4) -10 6) +10 7) -10 |
| Баланс +90 | Баланс +90 |

Эффективность старого правила – зависимость курса от нефти

| | (1) | (2) | (3) |
|----------------|-----------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|
| | ARDL | ARDL | ARDL |
| Constant | 0.002 (0.003) | 0.000 (0.003) | 0.001 (0.003) |
| L1.REER | 0.158 (0.110) | 0.139 (0.166) | 0.143 (0.114) |
| Urals | 0.194*** (0.047) | 0.029 (0.056) | 0.046** (0.020) |
| L1.Urals | 0.069 (0.049) | 0.047 (0.048) | -0.016 (0.020) |
| VIX | -0.001* (0.000) | -0.001 (0.001) | 0.000 (0.000) |
| Dummy_12.2014 | -0.023 (0.017) | | |
| Dummy_04.2018 | | -0.054*** (0.018) | -0.055*** (0.018) |
| Dummy_03.2020 | | | -0.061* (0.033) |
| Period | 2010-2016 | 2017-2019 | 2017-2021 |
| No. of Obs. | 84 | 36 | 60 |
| R ² | 45% | 27% | 51% |
| F-statistic | 14.82*** | 2.18* | 8.96*** |

Standart errors in parentheses

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

| | (4) | (5) | (6) |
|---------------|-----------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------|
| | ARIMAX | ARIMAX | ARIMAX |
| MA1 | 0.281** (0.129) | | |
| SAR1 | 0.237*** (0.108) | | |
| Urals | 0.186*** (0.048) | 0.031 (0.049) | 0.051*** (0.018) |
| VIX | -0.001* (0.000) | 0.000 (0.000) | 0.000 (0.000) |
| Dummy_12.2014 | -0.033** (0.018) | | |
| Dummy_04.2018 | | -0.053*** (0.018) | -0.055** (0.018) |
| Dummy_03.2020 | | | -0.066** (0.029) |
| Period | 2010-2016 | 2017-2019 | 2017-2021 |
| No. of Obs. | 84 | 36 | 60 |
| RMSE | 2.8% | 1.8% | 1.8% |
| AIC | -350.4 | -179.7 | -300.4 |

Standart errors in parentheses

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