

*Исследования и анализ
Studies & Analyses*

*Центр социально-
экономических исследований*



*Center for Social
and Economic Research*

153

Роман Могилевский

**Ограничения денежной политики и перспективы
финансирования дефицита государственного
бюджета Кыргызской Республики в 1998–2001 гг.**

Варшава, декабрь 1998 г.

Материалы, публикуемые в настоящей серии, имеют рабочий характер и могут быть включены в будущие издания. Авторы высказывают свои собственные мнения и взгляды, которые не обязательно совпадают с точкой зрения Центра CASE.

Данная работа подготовлена в рамках проекта «Поддержка экономической трансформации в странах бывшего СССР», финансируемого Open Society Institute, Нью-Йорк, США.

Редактор русского издания: Петр Козаржевский

© CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава 1998 г.

ISBN 83-7178-109-1

Издатель:

CASE — Центр социально-экономических исследований

Польша, 00-585 Warszawa, ul. Bagatela 14

тел.: (48-22) 628-09-12, 629-43-83

факс: (48-22) 628-65-81

e-mail: case@case.com.pl

Содержание

1. Введение	5
2. Сценарии стабилизационной политики в Кыргызстане в 1998-2001 гг.	7
3. Предполагаемые значения макроэкономических и денежно-кредитных показателей в 1998-2001 гг.	10
3.1. Темп роста реального ВВП	10
3.2. Величина дефлятора ВВП	10
3.3. Скорость денежного обращения	10
3.4. Показатели динамики активов консолидированной банковской системы	11
3.5. Кредитование государственных органов власти со стороны небанковского сектора	13
3.6. Значения основных показателей в выбранных вариантах развития антиинфляционной политики в 1998-2001 гг.	13
4. Методика расчетов	14
4.1. Расчет денежной массы	14
4.2. Расчет размера внутреннего финансирования государственного бюджета	15
5. Результаты расчетов для рассматриваемых сценариев	17
6. Выводы	19

1. Введение

Национальный банк Кыргызской Республики (НБКР) осуществляет свою деятельность на основе существующих законодательных актов. Решения при проведении денежной политики, принимаемые Национальным банком, обусловлены Законом Кыргызской Республики «О Национальном банке Кыргызской Республики» от 2 июля 1997 г. Согласно статье 2 этого закона основной целью деятельности Национального банка является достижение и поддержание стабильности цен.

Как показывают данные, начиная с 1994 г. уровень инфляции в Кыргызской Республике имеет выраженную тенденцию к снижению (с 1491,7% в 1993 г. до 14,8% в 1997 г.). Как отмечалось в Постановлении Правительства Кыргызской Республики «О заявлении Правительства Кыргызской Республики и Национального банка Кыргызской Республики о социально-экономической и финансовой политике на 1998 год» от 16 марта 1998 г., Правительство Кыргызской Республики и Национальный банк твердо намерены предпринять все необходимые усилия, чтобы удержать показатель инфляции в 1998 году на уровне не более 15% (декабрь 1998 г. к декабрю 1997 г.).

Следует отметить, что состояние государственного бюджета имеет решающее значение для определения общей макроэкономической обстановки в стране (в том числе инфляции). Поэтому основными целями экономической и финансовой политики государства на ближайшие годы является сначала сокращение бюджетного дефицита до 4,3% ВВП в 1998 году, а впоследствии его стабилизация на уровне 3% ВВП. Необходимо подчеркнуть, что доля дефицита бюджета, финансируемая за счет кредитов НБКР, всегда являлась довольно большой. В таблице 1 приведена структура финансирования государственного долга Кыргызской Республики в 1992-1997 годах.

В целях ограничения инфляционного финансирования дефицита бюджета в соответствии с Законом «О Национальном банке Кыргызской Республики» от 2 июля 1997 г. Национальный банк Кыргызской Республики, начиная с 1 января 1998 года, не вправе представлять кредиты правительству Кыргызской Республики и другим государственным органам. В связи с этим основным источником внутреннего финансирования дефицита государственного бюджета

будут средства от продажи государственных казначейских векселей¹. Планируется, что в 1998 г. доля внешнего финансирования бюджетного дефицита составит 79%, остальная часть дефицита (21%) будет покрыта за счет государственных ценных бумаг. Следует обратить внимание на довольно большую долю внешнего финансирования бюджета, а также на большую роль государственных ценных бумаг в условиях не очень еще развитого рынка казначейских векселей.

Таблица 1. Финансирование дефицита государственного бюджета Кыргызской Республики в 1992-1997 гг. (в %)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Внешнее финансирование	0	60	80	43	54	77
Кредит НБКР	100	40	20	48	34	11
Государственные ценные бумаги	–	–	–	9	12	12

Источник: Департамент государственного долга Министерства финансов Кыргызской Республики.

Все вышесказанное предъявляет особые требования к денежно-кредитной политике Национального банка Кыргызской Республики, так как достижение целевого уровня инфляции должно обеспечиваться путем контроля и недопущения превышения установленных значений показателей, таких как, например, максимальный допустимый уровень прироста денежной массы, уровень чистых внутренних активов НБКР или уровень чистых международных резервов. Это означает необходимость жесткой дисциплины в процессе проведения денежно-кредитной политики Национального банка Кыргызской Республики. Настоящая работа направлена на определение ограничений денежно-кредитной политики НБКР, вытекающих из выбранного (желаемого) сценария снижения инфляции в последующие годы, причем особый интерес уделяется максимально допустимой величине роста денежной массы при заданном уровне инфляции и условиях экономического развития. На основе этих ограничений анализируются возможности финансирования дефицита государственного бюджета за счет привлечения внутренних финансовых ресурсов из банковских и небанковских источников.

¹ При этом ежегодно 70% прибыли Национального банка будет передаваться в бюджет.

2. Сценарии стабилизационной политики в Кыргызстане в 1998-2001 гг.

Приведенный ниже анализ макроэкономических ограничений среднесрочной денежной политики НБКР² разработан на основе исследования трех сценариев продолжения стабилизационной политики: **жесткого (А)**, **среднего (Б)** и **мягкого (В)**. Рассматриваемые сценарии отличаются друг от друга прежде всего разными темпами снижения инфляции³. Основные показатели, характеризующие эти варианты (сценарии) понижения инфляции в Кыргызской Республике в период с 1998 до 2001 года, приведены в таблице 2. Конечно, можно рассматривать и другие сценарии ограничения инфляции, однако цель проводимого в нынешней работе макроэкономического анализа заключается, в основном, не в вычислении точных величин отдельных показателей, а, прежде всего, в определении взаимосвязей между разными темпами падения инфляции и максимально допустимой скоростью прироста денежных агрегатов в среднесрочном периоде.

В сценарии «В» (**мягкий вариант**) предполагается самый медленный темп снижения инфляции. В соответствии с этим сценарием в 1998 г. инфляция должна снизиться до 14%, в 1999 г. до 12%, в 2000 г. до 9%, а в 2001 г. — до 8%. Представляется, что такой вариант является программой-минимум с точки зрения умеренного продолжения макроэкономической стабилизации. Допущение более высоких показателей инфляции означало бы ее стабилизацию на нынешнем уровне, а, может быть, даже рост в будущем. Уровень инфляционных ожиданий (и, соответственно, высокая инфляция) не позволили бы уменьшить номинальные процентные ставки, что означало бы низкий уровень финансирования инвестиций и опасность задержки экономического роста. Стабилизация инфляции на сегодняшнем двухзначном уровне является

² Все расчеты, проведенные в данной работе, основаны на ожидаемых значениях макроэкономических показателей, следовательно, полученные результаты являются приближенными.

³ В нынешнем прогнозе показатели годовой инфляции показывают рост индекса потребительских цен (ИПЦ) за период с декабря предыдущего года до декабря данного года. Для расчетов некоторых показателей (например, номинального ВВП) нужны другие индексы цен (среднегодовой дефлятор ВВП). В таких случаях в работе применяется упрощенная методика перехода как с ИПЦ, рассчитанного на календарный год, на среднегодовой ИПЦ, так и с ИПЦ на дефлятор ВВП.

опасной, потому что она влечет за собой различные мультипликационные механизмы (смотри ниже).

Необходимо отметить, что сценарий «В» не гарантирует ожидаемых темпов падения инфляции, заложенных в основу среднесрочного анализа макроэкономической политики Кыргызской Республики. Он не создает также шансов на быстрый рост объемов сбережений, развитие финансового рынка и рост инвестиций. Поэтому в нынешний анализ включен сценарий более жесткой макроэкономической политики (вариант «Б»).

Сценарий «Б» (**средний вариант**) предусматривает снижение инфляции с 14,8% в 1997 г., до 12% в 1998 г., 8% в 1999 г., 5,5% в 2000 г. и 5,2% в 2001 г.⁴ Инфляция на уровне не выше 10% — это необходимое условие для достижения полной макроэкономической стабилизации на долгие годы. Хотя по сравнению со многими странами мира (США, Японией, или странами Европейского Союза) даже такой уровень роста цен в год кажется высоким. Поэтому мы рассматриваем также наиболее **жесткий вариант** снижения инфляции (вариант «А») — 11% в 1998 г., 7% в 1999 г., 5% в 2000 г. и 3% в 2001 г. С точки зрения стабилизационной политики этот вариант является наиболее желательным. Его реализация могла бы включить Кыргызстан в число стран с наиболее низкой инфляцией, однако достижение заданных выше параметров будет довольно сложным.

Следует обратить внимание, что выбор соответствующего сценария имеет огромное значение, как для перспектив экономического роста, так и эффективности самой антиинфляционной политики. Что касается условий экономического роста, опыт зарубежных стран указывает на положительную корреляцию между низким уровнем инфляции и более высокими и стабильными темпами роста ВВП⁵. Низкая инфляция способствует росту внутренних сбережений и притоку иностранного капитала, что расширяет возможности финансирования инвестиций. Более низкая, чем в условиях высокой инфляции,

⁴ Этот вариант соответствует оценкам экспертов Всемирного банка и Министерства финансов Кыргызской Республики.

⁵ Этот взгляд противоречит мнениям многих политиков и экономистов в постсоциалистических странах, которые часто предлагают пожертвовать макроэкономической стабилизацией во имя достижения более высокого экономического роста. Однако опыт последних лет во многих странах, переживающих переходный период (Россия, Украина, Белоруссия, Болгария), показал, что проинфляционная политика «поддержки производства» средствами денежной и бюджетной политики фактически только углубляет его падение.

процентная ставка повышает финансовую эффективность инвестиционного процесса (особенно в случае капиталовложений с долгим сроком погашения).

Выбор «жесткого» сценария облегчает и саму борьбу с инфляцией, что связано, в первую очередь, с механизмом инфляционных ожиданий. Отсутствие адаптивных ожиданий (когда ожидаемый экономическими субъектами уровень будущей инфляции зависит от уровня инфляции, отмеченного в предыдущие периоды) — явления, типичного почти для всех рыночных экономик, особенно тех, в которых инфляция превышает однозначную величину, — кажется маловероятным. Рост экономического образования населения и продолжение инфляции на средневысоком уровне (12-15% в год) неизбежно создадут условия для такого типа экономического поведения (об этом свидетельствуют опыт таких стран Центральной Европы с двухзначным показателем инфляции, как Польша или Венгрия). Необходимо подчеркнуть, что рациональные ожидания означают использование всей доступной экономическим субъектам информации (предыдущей и текущей) для формирования собственного прогноза инфляции, который обычно гораздо выше прогноза центрального банка и правительства. В свою очередь, инфляционные ожидания экономических субъектов определяют их рыночное поведение: ценообразование, способ заключения контрактов, размеры зарплаты и способ ее начисления, решения о размерах и формах сбережений и т. п. Сумма таких поведенческих факторов может толкнуть экономику на другую инфляционную траекторию, отличающуюся от той, которую планируют правительство и центральный банк.

Необходимо отметить, что более высокая инфляция способствует также росту требований индексации заработной платы, пенсий, стипендий, социальных пособий, а часто и автоматической девальвации валютного курса (ползучая привязка), что создает сильные механизмы инфляционной инерции и дополнительно повышает инфляционные ожидания (т. е. повышает скорость денежного обращения).

Подводя итоги приведенных выше рассуждений, следует сказать, что при «жестком» сценарии легче избежать высоких инфляционных ожиданий, что является важным дополнительным фактором, облегчающим проведение антиинфляционной политики.

3. Предполагаемые значения макроэкономических и денежно-кредитных показателей в 1998-2001 гг.

3.1. Темп роста реального ВВП

Наиболее важным показателем экономической активности является величина валового внутреннего продукта. Согласно всем доступным макроэкономическим прогнозам, ВВП Кыргызской Республики в 1998 г. будет возрастать (в основном за счет развития таких секторов и отраслей экономики, как электроэнергетика, услуги, торговля, сельское хозяйство, добыча и переработка руд цветных и черных металлов, легкая промышленность). В силу того, что факторы, повлиявшие на улучшение макроэкономической ситуации в 1997 г. не носят еще стабильного характера, а также учитывая негативные последствия экономического кризиса в России, в 1998 году ожидается уменьшение темпов роста (по сравнению с 1997 г., когда рост ВВП составил 10,4%). Можно предположить, что реальный рост ВВП в рассматриваемом периоде составит около 2% в 1998 г. и по 3% в год в 1999-2001 гг.

3.2. Величина дефлятора ВВП

Мы принимаем во внимание, что с уменьшением инфляции величина дефлятора ВВП приближается к величине индекса потребительских цен. Следовательно, для упрощения анализа (так же как и в предыдущих работах)⁶ принимается, что темп инфляции по дефлятору ВВП (при невысоком уровне инфляции) равен темпу инфляции по ИПЦ.

3.3. Скорость денежного обращения

Скорость денежного обращения определяет, сколько раз в течение одного года каждая единица денег обращается в экономике. Этот макроэкономический

⁶ См. Антчак Р., Домбровски М., Маркевич М., Цукровски Я., *Перспективы финансирования дефицита бюджета Кыргызской Республики кредитом центрального банка в 1997-2000 гг.*, «Исследования и анализ», № 106, CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава, 1997; Маркевич М., Могилевский Р., Цукровски Я., *Перспективы роста доходов государственного бюджета Кыргызской Республики в 1997-2000 гг.*, «Исследования и анализ», № 105, CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава, 1997; Маркевич М., Могилевский Р., Цукровски Я., *Государственные расходы Кыргызской Республики: перспективы на 1997-2000 гг.*, «Исследования и анализ», № 108, CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава, 1997.

показатель рассчитывается как отношение ВВП к выбранному денежному агрегату⁷. Считается, что скорость денежного обращения является функцией процентных ставок и существенно зависит от множества факторов, влияющих на функционирование финансовой системы страны. Как правило, в экономиках развитых стран скорость денежного обращения (рассчитываемая для агрегата **M2**) является почти постоянной. Однако, как показывает опыт постсоциалистических стран, в период перехода к рыночной экономике этот показатель обычно меняется, причем в первые годы рыночной реформы скорость денежного обращения увеличивается (это связано, прежде всего, с либерализацией цен и финансовой системы предприятий, а в некоторых случаях также с периодом высокой инфляции), а потом падает (вследствие финансовой стабилизации и роста доверия к антиинфляционной политике правительства).

В данном анализе, учитывая данные последних лет, когда скорость денежного обращения (для денежного агрегата **M2**), после постоянного роста, стабилизировалась на уровне 8,8 (в 1996 г.) — 8,9 (в 1997 г.), предполагается, что в ближайшие годы, несмотря на сильную сезонность, будет наблюдаться ее некоторое падение. В зависимости от разных темпов падения инфляции прогнозируется, что скорость денежного обращения в 2001 г. сильнее всего снизится в «жестком» варианте (уменьшится до уровня около 5,7), несколько меньше снизится в «среднем» варианте (до уровня около 6,2), и в наименьшей степени снизится в «мягком» варианте (до уровня около 6,6).

3.4. Показатели динамики активов консолидированной банковской системы

Активы консолидированной банковской системы, в состав которой в данной работе включаются НБКР и коммерческие банки, разделяются на чистые иностранные активы и чистый внутренний кредит. Чистые иностранные активы, в свою очередь, могут быть подразделены на чистые международные резервы Национального банка и иностранные активы коммерческих банков. Чистый внутренний кредит состоит из чистых требований к частному сектору, чистых требований Национального банка к государственным органам власти и чистых требований коммерческих банков к государственным органам власти.

⁷ Различают скорость обращения для денежных агрегатов **Mh, M1, M2**.

В целях упрощения анализа и концентрации его на возможностях финансирования дефицита государственного бюджета предполагается, что величина чистых иностранных активов (выраженная в сомах) в рассматриваемый период не будет изменяться. Это предположение основывается на том, что сохраняющееся уже долгое время отрицательное сальдо платежного баланса республики требует сокращения импорта и наращивания экспорта. Вследствие этого, по всей видимости, будет происходить понижение обменного курса сома по отношению к доллару США и другим твердым валютам. НБКР проводит политику поддержания фиксированного уровня чистых международных резервов, выраженного в месяцах импорта. Если импорт (в долларовом выражении) будет уменьшаться и одновременно сомовая стоимость доллара будет возрастать, то можно ожидать, что величина чистых международных резервов Национального банка, выраженная в сомах, будет находиться примерно на одном уровне. Что касается иностранных активов коммерческих банков, то по мере роста надежности финансовой системы Кыргызстана их меньшая доходность по сравнению со внутренними активами будет становиться все более чувствительной. Следовательно, их величина, выраженная в СКВ, будет сокращаться, а в сомовом выражении (с учетом указанной тенденции обменного курса) — сохраняться на прежнем уровне.

Как упоминалось выше, НБКР не имеет сейчас права кредитовать правительство, следовательно прирост чистых требований Национального банка к государственным органам власти будет равен нулю. Из сказанного следует, что в рассматриваемый промежуток времени изменяться могут только два компонента активов консолидированной банковской системы: чистые требования коммерческих банков к частному сектору и чистые требования коммерческих банков к государственным органам власти. Очевидно, что рост ВВП должен сопровождаться соответствующим приростом кредитов для частного сектора. В данной работе предполагается, что отношение прироста кредитов частному сектору в данном году к абсолютному приросту ВВП в этом году по сравнению с прошлым годом является постоянной величиной. По данным 1997 года это отношение принято на уровне 0,084.

3.5. Кредитование государственных органов власти со стороны небанковского сектора

Покупателями государственных казначейских векселей (ГКВ) являются не только коммерческие банки, но и предприятия и физические лица. В 1997-1998 гг. держателями примерно 75% ГКВ были банки, а 25% — небанковский сектор. Предполагается, что эта пропорция 3:1 сохранится и в течение рассматриваемого промежутка времени.

3.6. Значения основных показателей в выбранных вариантах развития антиинфляционной политики в 1998-2001 гг.

Таблица 2. Принятые значения основных макроэкономических показателей, характеризующие рассматриваемые варианты развития макроэкономической обстановки в Кыргызской Республике в 1998-2001 гг.

Показатель	1998	1999	2000	2001
«Жесткий вариант» (А)				
Темп роста реального ВВП (%)	2,0	3,0	3,0	3,0
Темп инфляции (%)	11,0	7,0	5,0	3,0
Темп изменения скорости денежного обращения (%)	-12,0	-9,0	-7,5	-6,0
Прирост чистых иностранных активов консолидированной банковской системы (млн. сомов)	0,0	0,0	0,0	0,0
Прирост чистых требований Национального банка к государственным органам власти (млн. сомов)	0,0	0,0	0,0	0,0
Прирост чистых требований к частному сектору (в % к приросту ВВП)	8,4	8,4	8,4	8,4
Доля небанковского сектора среди держателей ГКВ (%)	25,0	25,0	25,0	25,0
«Средний вариант» (Б)				
Темп роста реального ВВП (%)	2,0	3,0	3,0	3,0
Темп инфляции (%)	12,0	8,0	5,5	5,2
Темп изменения скорости денежного обращения (%)	-10,0	-7,0	-5,0	-4,0
Прирост чистых иностранных активов консолидированной банковской системы (млн. сомов)	0,0	0,0	0,0	0,0
Прирост чистых требований Национального банка к государственным органам власти (млн. сомов)	0,0	0,0	0,0	0,0
Прирост чистых требований к частному сектору (в % к приросту ВВП)	8,4	8,4	8,4	8,4
Доля небанковского сектора среди держателей ГКВ (%)	25,0	25,0	25,0	25,0
«Мягкий вариант» (В)				
Темп роста реального ВВП (%)	2,0	3,0	3,0	3,0
Темп инфляции (%)	14,0	12,0	10,0	8,0
Темп изменения скорости денежного обращения (%)	-8,0	-6,0	-4,0	-2,0
Прирост чистых иностранных активов консолидированной банковской системы (млн. сомов)	0,0	0,0	0,0	0,0
Прирост чистых требований Национального банка к государственным органам власти (млн. сомов)	0,0	0,0	0,0	0,0
Прирост чистых требований к частному сектору (в % к приросту ВВП)	8,4	8,4	8,4	8,4
Доля небанковского сектора среди держателей ГКВ (%)	25,0	25,0	25,0	25,0

Темпы роста реального ВВП, а также показатели изменения активов денежно-кредитной системы во всех рассматриваемых вариантах одинаковы. Значения остальных показателей для каждого анализируемого варианта различны. Все принятые в расчете величины основных показателей, характеризующие рассматриваемые варианты (сценарии) развития макроэкономической обстановки в Кыргызской Республике в 1998-2001 гг., приведены в таблице 2.

4. Методика расчетов

4.1. Расчет денежной массы

В силу типичных для большинства постсоциалистических стран трудностей в получении достаточно длинных временных рядов основных макроэкономических показателей нынешний прогноз имеет характер моделирования экономических последствий выбора определенного сценария развития макроэкономической ситуации в Кыргызстане в 1998-2001 гг. (классический прогноз, базирующийся на эконометрической экстраполяции исторических тенденций, представляется очень рискованным в период радикальной трансформации всей экономической системы, когда довольно часто меняются правила экономической игры и поведение экономических субъектов).

Очевидно, что возможности увеличения денежной массы в любом заданном году t зависят от выбранного уровня инфляции в этом году, динамики изменения скорости денежного обращения и роста ВВП. Исходной точкой для определения выше указанной зависимости является следующие соотношение (уравнение Фишера):

$$PQ=MV,$$

где:

P — средний уровень цен,

Q — физический (реальный) объем ВВП,

M — объем денежной массы,

V — скорость денежного обращения.

Из приведенного выше уравнения следует, что чем быстрее растет денежная масса (M), при заданном ВВП (Q) и скорости денежного обращения (V), тем быстрее растут цены (P). Более того, при данной денежной массе, чем выше показатель скорости денежного обращения, тем ниже спрос на деньги и выше уровень инфляции (спрос на деньги отражает готовность экономических субъектов держать свое имущество в денежной форме, рост скорости денежного обращения свидетельствует о спаде спроса на деньги и наоборот).

Таким образом, определена связь между требуемым уровнем инфляции, ожидаемым изменением скорости денежного обращения, планируемым ростом ВВП и допустимой величиной роста денежной массы $M2$. Зная значения переменных Q , V , P в 1997 г. и предполагаемые темпы их изменения, можно рассчитать их абсолютные величины в 1998-2001 гг. На этой основе из уравнения легко определить величину агрегата $M2$ в каждом году.

Для более полной характеристики анализируемых вариантов стабилизационной политики определяются также ожидаемый уровень монетизации ($M2_t / ВВП_t$) и скорость денежного обращения ($ВВП_t / M2_t$) в любом рассматриваемом году t .

4.2. Расчет размера внутреннего финансирования государственного бюджета

Прирост денежной массы, то есть пассивов консолидированной банковской системы⁸, в течение года равен приросту активов этой системы. С учетом структуры активов (см. пункт 3.4) имеет место равенство

$$\Delta M2_t = \Delta NFA_t + PC_t + NBGC_t + CBGC_t$$

где:

$\Delta M2_t$ — прирост денежной массы,

ΔNFA_t — прирост чистых иностранных активов,

PC_t — кредит частному сектору,

$NBGC_t$ — кредит, предоставляемый Национальным банком правительству,

$CBGC_t$ — кредит, предоставляемый коммерческими банками правительству.

⁸ Предполагается, что прочие пассивы консолидированной банковской системы, не входящие в определение $M2$, остаются неизменными в течение всего периода прогнозирования.

Как уже указывалось, $\Delta NFA_t = NBGC_t = 0$. Следовательно, последнее уравнение может быть переписано в виде:

$$CBGC_t = \Delta M2_t - PC_t.$$

С учетом того, что кредит, полученный государством от небанковского сектора, пропорционален величине кредита, предоставленного государству коммерческими банками, с некоторым коэффициентом k^9 , получаем величину дефицита BD_t государственного бюджета в году t , которая может быть покрыта за счет внутреннего финансирования:

$$BD_t = (1+k)CBGC_t.$$

Таблица 3. Расчетные максимально допустимые значения денежной массы и финансирования дефицита государственного бюджета в 1998-2001 гг., соответствующие «жесткому» сценарию развития макроэкономической обстановки в Кыргызской Республике

Показатель	1998	1999	2000	2001
Номинальный ВВП (млн. сомов)	34461,9	37980,5	41075,9	43577,4
Денежная масса $M2$ (млн. сомов)	5009,1	5957,6	6885,3	7711,2
Прирост денежной массы $\Delta M2$ (млн. сомов)	1031,9	948,5	927,7	825,9
Прирост денежной массы $\Delta M2$ (в %)	28,7	21,1	16,9	12,9
Прирост денежной массы $\Delta M2$ (в % к ВВП)	3,0	2,5	2,3	1,9
Скорость денежного обращения V	6,88	6,38	5,97	5,65
Уровень монетизации экономики (%)	14,5	15,7	16,8	17,7
Прирост активов консолидированной банковской системы $\Delta M2$ (млн. сомов)	1031,9	948,5	927,7	825,9
Кредит банковской системы частному сектору PC_t (млн. сомов)	339,4	296,8	261,1	211,0
Кредит коммерческих банков государству $CBGC_t$ (млн. сомов)	692,5	651,7	666,6	614,9
Кредит небанковского сектора государству $k \cdot CBGC_t$ (млн. сомов)	230,8	217,2	222,2	205,0
Величина внутреннего финансирования дефицита государственного бюджета BD_t (млн. сомов)	923,3	868,9	888,8	819,8
Величина внутреннего финансирования дефицита государственного бюджета BD_t (в % к ВВП)	2,7	2,3	2,2	1,9

⁹ $k = 1/3$ (см. таблицу 2).

5. Результаты расчетов для рассматриваемых сценариев

Результаты анализа «жесткого» (А), «среднего» (Б) и «мягкого» (В) сценариев развития макроэкономической обстановки в Кыргызской Республике и соответствующие им величины максимально допустимых значений денежных агрегатов приведены соответственно в таблицах 3, 4 и 5¹⁰.

Таблица 4. Расчетные максимально допустимые значения денежной массы и финансирования дефицита государственного бюджета в 1998-2001 гг., соответствующие «среднему» сценарию развития макроэкономической обстановки в Кыргызской Республике

Показатель	1998	1999	2000	2001
Номинальный ВВП (млн. сомов)	34772,4	38680,8	42032,5	45544,7
Денежная масса M2 (млн. сомов)	4947,0	5822,1	6596,6	7395,8
Прирост денежной массы $\Delta M2$ (млн. сомов)	969,8	875,1	774,5	799,2
Прирост денежной массы $\Delta M2$ (в %)	26,9	19,6	14,4	12,9
Прирост денежной массы $\Delta M2$ (в % к ВВП)	2,8	2,3	1,8	1,8
Скорость денежного обращения V	7,03	6,64	6,37	6,16
Уровень монетизации экономики (%)	14,2	15,1	15,7	16,2
Прирост активов консолидированной банковской системы $\Delta M2$ (млн. сомов)	969,8	875,1	774,5	799,2
Кредит банковской системы частному сектору PC_t (млн. сомов)	365,6	329,7	282,7	296,3
Кредит коммерческих банков государству CBGC_t (млн. сомов)	604,2	545,4	491,8	502,9
Кредит небанковского сектора государству k-CBGC_t (млн. сомов)	201,4	181,8	163,9	167,6
Величина внутреннего финансирования дефицита государственного бюджета BD_t (млн. сомов)	805,5	727,2	655,7	670,5
Величина внутреннего финансирования дефицита государственного бюджета BD_t (в % к ВВП)	2,3	1,9	1,6	1,5

Интересным результатом проведенных расчетов является более высокая допустимая величина роста и денежной массы, и внутреннего финансирования дефицита государственного бюджета в «жестком» варианте (А) по сравнению с «мягким» вариантом (В). Это является результатом более быстрой ремонетизации экономики в варианте «А» по сравнению с вариантом «В» (заложенные темпы падения скорости денежного обращения в варианте «А»

¹⁰ Для расчетов использованы данные НБКР (см. *Годовой отчет 1997*, а также «Бюллетень НБКР» и «Банковский вестник» за 1997 и 1998 гг.).

выше, чем в варианте «В»)¹¹. Данные, приведенные в таблицах 3 и 5, показывают, что в условиях наиболее высокой инфляции (вариант «В», таблица 5) номинальный допустимый прирост денежной массы, выраженный как доля в ВВП, меньше, чем в условиях более жесткой антиинфляционной политики (вариант «А»)¹². Аналогичный результат получается и в отношении финансирования дефицита государственного бюджета. Величина дефицита, которую можно профинансировать за счет внутреннего заимствования, оказывается тем больше, чем скорее снижается инфляция.

Таблица 5. Расчетные максимально допустимые значения денежной массы и финансирования дефицита государственного бюджета в 1998-2001 гг., соответствующие «мягкому» сценарию развития макроэкономической обстановки в Кыргызской Республике

Показатель	1998	1999	2000	2001
Номинальный ВВП (млн. сомов)	35393,3	40829,7	46260,1	51459,7
Денежная масса M2 (млн. сомов)	4927,4	5939,2	6918,3	7786,8
Прирост денежной массы $\Delta M2$ (млн. сомов)	950,3	1011,7	979,1	868,5
Прирост денежной массы $\Delta M2$ (в %)	26,4	22,7	18,0	13,5
Прирост денежной массы $\Delta M2$ (в % к ВВП)	2,7	2,5	2,1	1,7
Скорость денежного обращения V	7,18	6,87	6,69	6,61
Уровень монетизации экономики (%)	13,9	14,5	15,0	15,1
Прирост активов консолидированной банковской системы $\Delta M2$ (млн. сомов)	950,3	1011,7	979,1	868,5
Кредит банковской системы частному сектору PC_t (млн. сомов)	418,0	458,6	458,1	438,6
Кредит коммерческих банков государству CBGC_t (млн. сомов)	532,3	553,1	521,0	429,9
Кредит небанковского сектора государству k-CBGC_t (млн. сомов)	177,4	184,4	173,7	143,3
Величина внутреннего финансирования дефицита государственного бюджета BD_t (млн. сомов)	709,7	737,5	694,7	573,2
Величина внутреннего финансирования дефицита государственного бюджета BD_t (в % к ВВП)	2,0	1,8	1,5	1,1

¹¹ Следует отметить, что если скорость денежного обращения (или уровень монетизации) является постоянной (как это имеет место в развитых экономиках), или темпы ее изменения во всех рассматриваемых вариантах равны, то этот эффект не наблюдается.

¹² Это является прямым следствием различий в заданных темпах падения скорости денежного обращения в рассматриваемых вариантах.

6. Выводы

Рассчитанные в предыдущем разделе величины свидетельствуют о весьма ограниченных возможностях роста обеих анализируемых величин (денежной массы и внутреннего государственного долга) в рассматриваемом периоде времени. Следует обратить внимание на то, что в силу более медленной ремонетизации экономики в «мягком» варианте рассматриваемой антиинфляционной политики более жесткая антиинфляционная политика дает больше возможностей увеличения денежной массы и внутреннего заимствования (т. е. выбор «мягкого» варианта существенно ограничивает свободу маневра в сфере денежной политики). Более того, из-за ограничения инфляционных ожиданий выбор «жесткого» сценария облегчает также борьбу с инфляцией. Низкая инфляция способствует росту внутренних сбережений, притоку иностранного капитала и ведет к более низким процентным ставкам, которые, в свою очередь, повышают эффективность инвестиций.

Примечательным является тот факт, что возможности заимствования для покрытия дефицита государственного бюджета оказываются большими при скорейшем уменьшении инфляции. Иными словами, более жесткая кредитно-денежная политика позволяет проводить относительно более мягкую фискальную политику. Этот результат противоречит широко распространенной точке зрения о том, что жесткая антиинфляционная политика имеет негативные социальные последствия. Данный анализ показывает, что, напротив, такая политика создает возможности для более плавного сокращения государственных расходов, в том числе и на социальные нужды. Хотя, конечно, и в самом «либеральном» в смысле величины дефицита варианте «А» возможности финансирования дефицита весьма ограничены, и, что особенно важно, эти возможности со временем сокращаются.

Следует отметить, что указанные результаты были получены в допущении неизменности величины (в сомах) международных резервов НБКР. Если же эти резервы будут возрастать (например, в результате весьма желательного притока иностранного капитала в виде прямых иностранных инвестиций), возможности внутреннего финансирования дефицита государственного бюджета сократятся еще более существенно.

Таким образом, рассмотрение среднесрочных и тем более долгосрочных перспектив развития макроэкономической ситуации в Кыргызстане с точки

зрения обеспечения устойчивого экономического роста требует проведения достаточно жесткой как денежной, так и фискальной политики.



Серия «Исследования и анализ»
(«*Studies and Analyses*»)

-
- 134 Вадим Лепетюк, Рудигер Оренд. Прогнозирование реального ВВП и счета текущих операций в экономике переходного типа: два простых эконометрических метода и их использование на Украине (также на английском языке)
-
- 135 Роберт Брудзыньски, Заир Чокоев, Малгожата Маркевич. Публичный долг Кыргызской Республики
-
- 136 Marek Jarociński. Skutki nierównomiernego opodatkowania sektorów w Polsce — analiza w równowadze ogólnej
-
- 137 Małgorzata Antczak, Urban Górski. The Influence of the Exchange Rate Stability on Inflation: A Comparative Analysis
-
- 138 Роман Могилевский, Яцек Цукровски. Оценка стоимости льгот, предоставляемых некоторым категориям граждан Кыргызской Республики
-
- 139 Роберт Брудзыньски, Малгожата Маркевич. Экономические реформы в Кыргызстане в 1997-1998 гг.
-
- 140 Емир Джугели, Ираклий Гварамдзе. «Нулевые» аукционы: цели и анализ результатов
-
- 141 Приватизация за любую цену. Анализ опыта Республики Грузия в 1997-1998 годах. Под редакцией Владзимежа Панькува и Барбары Гончаж
-
- 142 Ирина Синицина, Марек Ярочиньски. Бюджетно-налоговая система и государственные финансы Грузии в 1997-1998 гг.
-
- 143 Michał Górczyński. Privatization in Romania
-
- 144 Роберт Брудзыньски. Инвестиционный риск в отраслях кыргызской экономики (также на английском языке)
-
- 145 Zmiany w polskim systemie finansowym w ramach przygotowań do integracji z Unią Europejską
-
- 146 Роман Могилевский. Оценка стоимости социальных льгот в Кыргызской Республике
-