

Расплата

Карло Котарелли

МАССИВНОЕ и беспрецедентное вмешательство правительств США и других стран с развитой экономикой призвано восстановить экономический рост и оздоровить финансовый сектор. Но воздействие кризиса на государственные финансы является значительным: увеличение государственного долга (как доли ВВП) в странах с развитой экономикой, по оценкам, будет самым большим и наиболее широко распространенным после Второй мировой войны. Это увеличение происходит в условиях ранее существовавших долгосрочных требований, связанных с расходами на пенсию и здравоохранение, особенно в странах, которые вскоре испытают быстрое смещение к более пожилому населению.

У правительств практически нет иного выбора, кроме вмешательства для спасения финансовой системы от краха и предоставления бюджетного стимула для противодействия резкому сокращению спроса частного сектора. Такие действия, возможно, еще не закончились. Нетрудно представить себе сценарий, при котором более высокие процентные расходы и более низкие темпы роста приведут к нарастающему показателю отношения долга к ВВП, которое в конечном итоге заставит инвесторов усомниться в устойчивости государственных финансов во всем мире. До настоящего времени этого в целом не произошло (хотя спреда по свопам кредитного дефолта растут во многих странах), и воспринимаемая вероятность дефолта остается маленькой. Но поскольку уверенность инвесторов в кредитоспособности правительств играет ключевую роль в предотвращении полного обвала в финансовой и экономической системе, сохранение такой уверенности имеет важнейшее значение.

То, как воспринимаются проблемы платежеспособности бюджета, приведет к росту процентных ставок, поскольку держатели долговых обязательств потребуют более высокой премии за риск, и может подорвать действенность мер бюджетного стимулирования. Так как же правительствам следует реагировать после кризиса, который привел к большому увеличению требований к государственной казне? В настоящей статье приводятся количественные результаты недавнего исследования Департамента по бюджетным вопросам МВФ по прямым и косвенным издержкам, связанным с финансовым кризисом. Мы изучили масштабы вмешательства в финансовом секторе; косвенные, не связанные с действиями властей издержки, напри-

мер, вызванные воздействием спада и обвала цен на активы на доходы бюджета; косвенные издержки в результате бюджетного стимула, принятого властями для возобновления роста экономики. Кризис также рассматривается в более общем контексте с помощью: 1) его сравнения с прошлыми эпизодами значительного накопления долга и сокращения в некоторых крупнейших экономиках; 2) сопоставления затрат на текущий кризис с уже существовавшими и намного более серьезными долгосрочными проблемами, связанными со старением населения. В этой статье в заключение излагается возможная стратегия, согласно которой бюджетная политика может содействовать возобновлению нормального роста экономики при сохранении платежеспособности государственного сектора, и указываются некоторые важнейшие области, где МВФ может сыграть конструктивную роль.

Растущие прямые расходы и обязательства

Беспрецедентные масштабы и характер финансового кризиса заставили директивные органы проявлять удивительную изобретательность в своих действиях для поддержки проблемных финансовых организаций и рынков. Такое вмешательство в основном предусматривало пополнение капитала, приобретение активов или прямое кредитование или гарантии пра-

Роль среднесрочной налогово-бюджетной политики в восстановлении после кризиса

Витрина в САР Гонконг.



вительств или центральных банков. В большинстве случаев операции, проведенные напрямую правительствами, привели к увеличению валового государственного долга, хотя и необязательно к изменению частой стоимости активов или общему дефициту, если учесть связанное с этим приобретение активов, по крайней мере, если сделки с конкретными активами отражают фактическую рыночную стоимость без какого-либо элемента субсидирования.

Совокупные валовые расходы на пополнение капитала и приобретение активов, а также прямое кредитование правительствами в среднем составило 5 процентных пунктов ВВП для стран с развитой экономикой в Группе 20-ти (см. вставку). Однако со временем чистое воздействие на бюджет будет зависеть от коэффициента возмещения первоначальных затрат при продаже приобретенных активов. Опыт прошлых банковских кризисов предполагает, что коэффициенты возмещения по этим операциям бывают очень разными, а возмещение становится значительным лишь когда рост экономики вновь приобретает прочную основу.

Помимо этих операций, которые оказывают непосредственное воздействие на валовой государственный долг, новые условные обязательства в форме кредитных линий центрального банка и гарантий по банковским депозитам имеют более значительные масштабы. Действительно, большинство стран повысили лимиты страхования депозитов, а несколько стран гарантировали межбанковские займы и другие инструменты, в некоторых случаях на суммы, превышающие в несколько раз ВВП. Хотя при благоприятных сценариях чистые затраты на такие гарантии будут ограниченными, важно иметь в виду, что диапазон возможных исходов гораздо шире и итог может быть гораздо хуже, особенно если экономический и финансовый кризис окажется продолжительным.

Бюджетный стимул

Столкнувшись со снижением экономической активности, многие страны объявили о пакетах бюджетных стимулов. Общие цифры в некоторых случаях были весьма внушительными. Вместе с тем, в условиях когда от правительств требуется продемонстрировать, что они оказывают помощь своим гражданам, важно проводить различие между общими цифрами, сообщаемыми прессе, и фактическими данными путем ведения учета, сколько мер действительно являются дополнительными по отношению к уже предусмотренным в бюджетах на следующие годы. Иногда различия бывают значительными. После учета этих факторов в имеющихся данных бюджетные стимулы несколько меньше, но все же представляют собой существенную величину. Например, в 2009 году для стран Группы 20-ти они в среднем составляют 1,5 процента ВВП.

Кто входит в Группу 20-ти?

В Группу 20-ти входят министры финансов и управляющие центральными банками 19 стран: Австралии, Аргентины, Бразилии, Германии, Индии, Индонезии, Италии, Канады, Китая, Мексики, России, Саудовской Аравии, Турции, Соединенного Королевства, Соединенных Штатов Америки, Франции, Южной Африки, Южной Кореи и Японии, плюс Европейский союз, представленный Председателем Совета, на должность которого выбирают по принципу ротации, и Европейский центральный банк. Директор-распорядитель Международного Валютного Фонда и президент Всемирного банка, а также председатели Международного валютно-финансового комитета и Комитета по развитию МВФ и Всемирного банка также участвуют во встречах. На долю стран-членов Группы в общей сложности приходится около 90 процентов глобального валового национального продукта, 80 процентов мировой торговли (включая торговлю внутри ЕС), а также две трети мирового населения.

Почти две трети бюджетных стимулов до настоящего времени приходилось на меры в области расходов, при этом особый упор делался на увеличение расходов на инфраструктуру. Многие страны также объявили о планах для защиты уязвимых групп — в том числе об улучшении пособий по безработице, денежных трансфертах малоимущим и поддержке детей и пенсионеров. Несколько стран расширили поддержку малым и средним предприятиям; другие поддерживают конкретные отрасли (такие как автомобильную промышленность).

Меры в отношении доходов были в первую очередь ориентированы на население, в основном предусматривали снижение подоходного налога с физических лиц и косвенных налогов. Большинство мер стимулирования в сфере расходов должны прекратить свое действие после определенного периода — хотя некоторые программы расходов скажутся на периодических расходах, например, расходах на обслуживание новых проектов инфраструктуры. Но большинство мер в области доходов являются постоянными; несколько пакетов мер предусматривают возврат к прежнему состоянию, при этом некоторые сокращения налогов сегодня уже намечено компенсировать повышениями налогов через несколько лет. (Например, в Соединенном Королевстве снижение налога на добавленную стоимость будет компенсировано мерами по увеличению доходов начиная с 2010 года.)

Другие фискальные последствия кризиса

Глобальное снижение экономического роста, вызванное финансовым кризисом, также имеет негативные последствия для государственных доходов в силу действия автоматических стабилизаторов. Если экономическая активность восстановится относительно быстро, то воздействие снижения доходов не должно вызывать особого беспокойства. Но если спад превратится в продолжительную рецессию, то воздействие на устойчивость государственных финансов будет гораздо более серьезным.

Кроме того, более значительные последствия кризиса, не связанные с действиями властей, вызваны обвалом цен на акции и жилье, а также сокращением прибыли финансового сектора; это привело к резкому снижению доходов от налогов по таким статьям, как прирост стоимости капитала и прибыли корпораций. Кроме того, если обвал цен на биржевые товары может быть приписан мировому снижению экономического роста, то другим отрицательным эффектом (для производителей биржевых товаров) является резкое падение доходов, связанных с биржевыми товарами.

Убытки, понесенные в результате обвала цен на активы, также были значительными для накопительных пенсионных систем (как государственных, так и частных), и возможно, что общественность потребует от государства компенсиро-

Растущий долг

Из-за экономического кризиса в странах с развитой экономикой произойдет резкое увеличение государственного долга (изменение сальдо государственных финансов и государственного долга в Группе 20-ти¹, в процентах ВВП; различие по сравнению с предыдущим периодом)

	2008 (A)	2009 (B)	2008-09 (A+B)
Сальдо государственных финансов			
Страны с развитой экономикой Группы 20-ти	-2.3	-3.8	-6.1
Страны с формирующимся рынком Группы 20-ти	-0.3	-3.2	-3.4
Группа 20-ти	-1.5	-3.6	-5.1
Государственный долг			
Страны с развитой экономикой Группы 20-ти	4.4	10.0	14.4
Страны с формирующимся рынком Группы 20-ти	-2.0	1.9	-0.1
Группа 20-ти	2.0	7.0	9.0

Источник: Данные издания «Перспективы развития мировой экономики» за январь 2009 года, обновленные с учетом окончательного варианта пакета мер стимулирования в США и недавних мер финансовой поддержки в Соединенном Королевстве.

¹Данные о секторе государственного управления, если таковые имеются, в иных случаях самые полные агрегированные данные о государственных финансах, взятые из издания «Перспективы развития мировой экономики» и обновленные, как указано выше. В таблице приводятся взвешенные средние на основе ВВП по паритету покупательной способности.

вать ущерб участникам пенсионной системы, пострадавшим от кризиса.

Оплата счетов

Если сложить эти различные расходы, то становится очевидным, что кризис серьезно скажется на государственных финансах в краткосрочной и последующей перспективе (см. таблицу). Действительно, наши оценки, основанные на прогнозе роста МВФ, сделанном в январе 2009 года, ухудшатся, если прогноз роста будет вновь снижен.

- По оценкам, сальдо государственных финансов уменьшится на 6 процентных пунктов ВВП в 2008–2009 годах по сравнению с 2007 годом для стран с развитой экономикой Группы 20-ти, при этом половина снижения приходится на бюджетные стимулы и поддержку финансового сектора. Оставшаяся часть вызвана автоматическими стабилизаторами и потерей доходов из-за других эффектов, не связанных с действиями властей. Для стран с формирующимся рынком Группы 20-ти снижение сальдо несколько меньше, что объясняется меньшим воздействием кризиса на производство, и, возможно, тем, что у многих этих стран меньше возможностей для обеспечения бюджетного стимула. Вместе с тем, кризис все еще развивается и некоторые страны с формирующимся рынком все больше ощущают его воздействие.

- В странах с развитой экономикой Группы 20-ти увеличение отношения долга к ВВП, по оценкам, составит 14,5 процентных пунктов ВВП, половина прироста приходится на пакеты мер по поддержке финансового сектора. И в этом случае воздействие меньше для стран с формирующимся рынком Группы 20-ти. Однако ожидаемое увеличение долга в 2009 году представляет собой поворот в убывающей тенденции, наблюдавшейся с 2002 года.

Возможно, не такие исключительные показатели по историческим меркам

Сегодняшний кризис, таким образом, в странах с развитой экономикой привел к самому резкому и наиболее широко распространенному росту отношения долга к ВВП со Второй мировой войны. Но в прошлом наблюдались еще большие увеличения, особенно в периоды двух мировых войн; во время Великой депрессии также отмечалось общее возрастание отношения долга к ВВП, хотя оно происходило постепенно, в основном в результате более продолжительной рецессии. Для того чтобы объективно рассмотреть текущий кризис, целесообразно вспомнить основные черты прошлых эпизодов значительного накопления и сокращения задолженности в некоторых крупнейших экономиках (см. рисунок). Эти сведения могут побудить читателя относиться к текущему увеличению долга с достаточным оптимизмом.

- В нескольких прошлых эпизодах некоторые крупнейшие экономические державы мира накапливали очень большие долги (свыше 100 процентов ВВП), которые иногда удавалось сократить без серьезных экономических или социальных потерь.

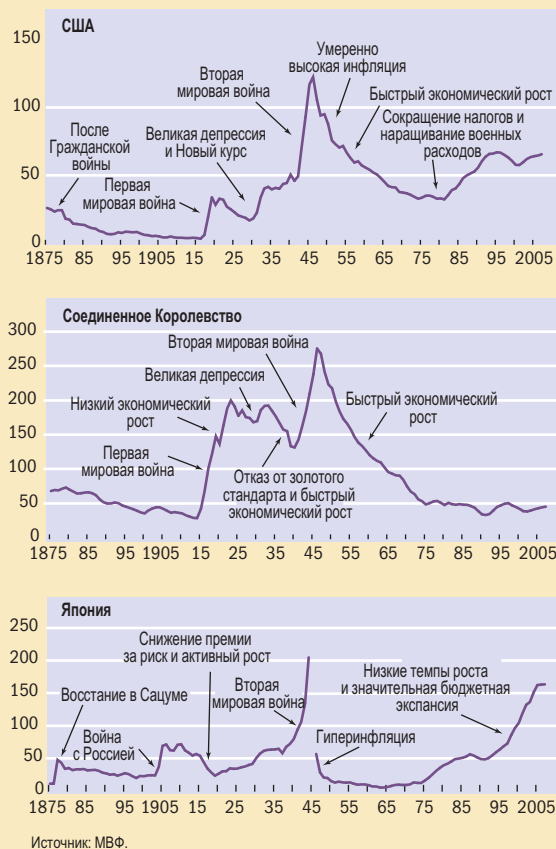
- Основным фактором, лежавшим в основе большинства случаев успешного снижения отношения долга к ВВП за последние два столетия, являлся быстрый устойчивый рост экономики. Например, быстрый экономический рост после Второй мировой войны привел к снижению отношения долга к ВВП в США со 121 процента в 1946 году до 50 процентов в 1965 году. Напротив, при чрезмерно осторожной фискальной политике и сохранении золотого стандарта медленный рост экономики в 1920-е годы и в период Великой депрессии вызвал повышение отношения долга к ВВП в Соединенном Королевстве со 130 процентов в 1919 году до 178 процентов в 1933 году.

Вместе с тем имеются причины проявлять большую осторожность при рассмотрении текущих перспектив и делать упор на необходимость сохранения платежеспособности бюджета.

Пики и низшие точки

Исторически, войны приводили к увеличению государственного долга.

(Государственный долг в процентах ВВП)



- В ведущих странах с развитой экономикой небезвестны и разрушительные методы сокращения долга. После крупных войн и в условиях внутренней политической нестабильности возникла гиперинфляция, умеренная инфляция также играла существенную роль в сокращении реальной стоимости долга — особенно до 1950-х годов. В условиях серьезных экономических спадов в период между мировыми войнами происходили также частные дефолты, например, в Италии в конце 1920-х годов; а отмена «золотых оговорок» в долговых контрактах в 1933 году в США позволила предостеречь 25-процентное увеличение отношения долга к ВВП, когда США отошли от золотого стандарта.

- При изучении уроков прошлых эпизодов важно также иметь в виду два важных различия. Во-первых, в военные периоды, на которые приходится некоторые случаи самого значительного и быстрого увеличения долга, внутреннему финансированию способствует всесторонний контроль государства за экономикой, в том числе контроль за движением капитала; граждане, возможно, также чувствовали моральный долг и поддерживали военные усилия. Во-вторых, текущий кризис обладает подлинно новыми чертами по сравнению с прошлыми эпизодами: в частности, в невиданных ранее масштабах присутствуют условия обязательства, связанные с гарантиями обязательств финансового сектора.

Не следует забывать о более серьезном кризисе — старении населения

Еще одно различие между текущим эпизодом накопления долга и прошлыми периодами заключается в наличии сегодня давних бюджетных проблем в области систем пенсионного обеспечения и здравоохранения.

Если сегодняшние системы пенсионного обеспечения и здравоохранения являются хорошо развитыми (и дорогостоя-

ящими) в большинстве стран с развитой экономикой и нескольких странах с формирующимся рынком, в эпизодах до Второй мировой войны положение было иным. Например, одним из самых известных достижений администрации Франклина Делано Рузвельта было создание, в качестве ответной меры во время Великой депрессии, системы социального обеспечения в США в 1935 году (с немедленным увеличением взносов и отложенными пенсионными выплатами).

Сегодня большинство стран с развитой экономикой и несколько стран с формирующимся рынком сталкиваются с долгосрочными бюджетными проблемами из-за воздействия старения населения на расходы на системы пенсионного обеспечения и здравоохранения: в большинстве стран Группы 20-ти, по которым имеются данные, расходы на пенсии и здравоохранение, как предполагается, вырастут с 2005 года по 2050 год более чем на 3 процентных пункта ВВП. Более того, эти проблемы гораздо острее, чем проблемы, вызванные финансовым кризисом: в пересчете на чистую приведенную стоимость бремя кризиса эквивалентно не более чем 5 процентам бремени старения населения. Однако из-за медленного характера проблемы старения по сравнению более насущными и видимыми последствиями финансового кризиса, существует опасность того, что проблемы старения населения будут временно забыты и их решение будет отложено на период, когда оно обойдется дороже.

Стратегия восстановления

С учетом этих соображений странам необходимо вскоре уточнить свою стратегию обеспечения бюджетной платежеспособности, хотя успешное возобновление роста экономики после финансового кризиса требует как восстановления здоровья финансовой системы, так и предоставления значительных стимулов в ближайшей перспективе в случае тех стран, которые могут себе это позволить.

Разработчикам политики потребуется сочетать два противоположных риска.

- **Риск продолжительного спада и застоя.** В этом случае экономические и бюджетные издержки бездействия могут быть еще больше, чем издержки действий. Если экономическая и финансовая ситуация еще больше ухудшится, то может потребоваться в самом первоочередном порядке дополнительная поддержка финансового сектора, а также, возможно, поддержка для увеличения совокупного спроса.

- **Риск потери уверенности в платежеспособности государства.** В этом плане необходимо внимательно следить за индикаторами предполагаемой уязвимости государственных финансов, такими как реальные процентные ставки, инфляционные ожидания, спреда по облигациям и свопам кредитного дефолта, и сроки задолженности.

Компромиссное сочетание этих двух рисков будет зависеть от конкретных условий отдельных стран. Действительно, между странами существуют большие различия в той степени, в которой они могут позволить себе дополнительный стимул: прогнозируемый уровень долга и показатели уязвимости государственных финансов имеют отношение к принятию соответствующих политических решений.

Однако для всех стран это компромиссное сочетание можно улучшить, если правительства убедительным образом разъяснят свою стратегию обеспечения платежеспособности бюджета. Такая стратегия должна базироваться на четырех основах.

Во-первых, пакеты бюджетных стимулов должны в максимальной мере состоять из временных мер, с тем чтобы избежать постоянного увеличения дефицитов. Хотя стимулирование, скорее всего, будет продолжительным, поскольку снижение спроса в частном секторе, вероятно, будет долгосрочным, оно не должно приобрести постоянный характер.

Во-вторых, меры политики должны быть интегрированы в среднесрочные бюджетные параметры, предусматриваю-

щие бюджетную консолидацию после улучшения экономической ситуации. Среднесрочные параметры (подкрепляемые законами о фискальной ответственности, бюджетными правилами или независимыми фискальными советами) будут служить ориентирами для политики в области расходов и доходов. Но ввиду возросшей неопределенности относительно экономических перспектив бюджетные параметры должны обеспечивать достаточную гибкость для оказания дополнительной бюджетной поддержки, если это необходимо.

В-третьих, правительствам следует провести структурные реформы для улучшения перспектив роста, что было важнейшим фактором в сокращении бремени долга в большинстве прошлых эпизодов успешной фискальной стабилизации. В бюджетной сфере стабилизация должна предусматривать реформы расходной части для сокращения непроизводительных расходов при сохранении программ, обеспечивающих высококачественный рост и высокую общественную отдачу. Налоговые реформы должны предусматривать стимулы для труда и инвестирования; есть также плюсы в уменьшении предпочтений финансирования за счет займов по сравнению с финансированием за счет выпуска акций, которые заложены в большинство налоговых систем.

В-четвертых, для преодоления долгосрочных проблем, связанных со старением населения, необходим четкий план реформирования благ в области пенсионного обеспечения и здравоохранения. Масштабы и суммы корректировки будут зависеть от конкретной страны. Тем не менее, в большинстве стран отсрочка реформ в конечном итоге должна привести к более значительным и болезненным мерам. В некоторых отношениях огромные масштабы проблем, связанных со старением населения, можно рассматривать даже как возможность в сегодняшних условиях: решение этих проблем с помощью таких действий, как повышение пенсионного возраста, может существенно ослабить беспокойство участников рынка относительно платежеспособности бюджета.

Открывающиеся возможности

Эти рецепты не являются новыми — часть из них составляет часть долгосрочных рекомендаций МВФ по экономической политике. Однако ослабление состояния государственных финансов усиливает необходимость их выполнения.

Принятие серьезных бюджетных реформ в период значительного ухудшения экономической ситуации, скорее всего, будет сложным с точки зрения политической экономии, но при этом также открываются новые возможности. Действительно, иногда кризисы обеспечивают заряд для политически трудных реформ, и кризисная среда может создать возможности для комплексного подхода с радикальными преобразованиями, где непосредственные стимулы, содействующие экономике, могут сочетаться с введением долгосрочных реформ обязательных пособий.

МВФ, наряду с другими международными финансовыми организациями, предстоит сыграть важную и конструктивную роль в содействии бюджетным реформам, которые являются частью предлагаемой стратегии. Ввиду глобального состава своих членов МВФ находится в уникальном положении для оказания содействия, как в рамках работы со странами и деятельности в области экономической политики, так и в плане технической помощи странам-членам, которые все пострадали от текущего кризиса, хотя и в различной степени. Деятельность в области реформы обязательных пособий, бюджетной отчетности и бюджетных правил относится к числу тех видов деятельности, которые в ближайшие годы, скорее всего, будут на переднем плане. ■

Карло Котарелли является директором Департамента по бюджетным вопросам МВФ.