



Совладать с долгом

Эмануэле Бальдаччи, Санджив Гупта и Карлос Мулас-Гранадос

**Преодолевая
последствия
Великой
рецессии,
разработчики
политики
могут многое
почерпнуть
из опыта
прошлого**

ОСТРЫЙ финансовый кризис, поразивший мировую экономику в 2008 году, не только вызвал значительное снижение объема производства и породил неуверенность относительно экономических перспектив, но и нанес ущерб государственным финансам многих стран. Его наследие проявляется в массивном увеличении государственного долга по всему миру, причем в большей степени в странах с развитой экономикой, чем в странах с формирующимся рынком.

В странах с развитой экономикой государственный долг, по прогнозам, достигнет в среднем 108 процентов валового внутреннего продукта (ВВП) в конце 2015 года. Это приблизительно на 35 процентных пунктов выше, чем на конец 2007 года, перед началом мирового кризиса. Такой высокий уровень долга не наблюдался в этих странах с конца Второй мировой войны (см. Cottarelli and Schaechter, 2010). Он в значительной степени обусловлен посто-

янной потерей дохода от падения завышенных цен активов, более низким потенциальным объемом производства и антициклическими мерами бюджетного стимулирования. Уровни государственного долга в этих странах начали повышаться перед кризисом, главным образом вследствие роста расходов, но в период после глобального спада происходит быстрое и значительное накопление долга, поскольку некоторые страны привлекали займы в объемах, аналогичных заимствованиям в военный период.

Если проводимая политика не претерпит изменений, прогнозируется дальнейшее ухудшение состояния бюджета стран с развитой экономикой. Старение населения, вероятно, будет оказывать значительное повышательное давление на расходы в области здравоохранения и пенсионного обеспечения (IMF, 2010), что создаст «встречное течение», против которого придется плыть странам с развитой экономикой именно тогда, когда они будут стремиться во-

плотить меры политики, направленные на сокращение бремени задолженности (то есть провести бюджетную консолидацию).

В странах с формирующимся рынком воздействие кризиса было более умеренным, а общее состояние бюджета более устойчивым, чем в странах с развитой экономикой (за некоторыми исключениями, такими как страны Центральной и Восточной Европы). Тем не менее, для стран с формирующимся рынком допустимые уровни долга ниже, поскольку их способность получения дохода более ограничена (например, их значительный неофициальный сектор выпадает из сферы налогообложения) и их налоговая база более изменчива, чем в странах с развитой экономикой. Страны с формирующимся рынком все еще подвержены вторичным эффектам, вызванным проблемами государственной задолженности в странах с развитой экономикой, и могут столкнуться с трудностями в рефинансировании существующего долга при наступлении сроков его погашения.

Кризисы порождают накопление долга

Высокие уровни государственного долга в периоды после финансового кризиса — не новое явление. Исследования показывают, что банковские кризисы имеют серьезные последствия для бюджета как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком. Например, в работе Rogoff and Reinhart (2009) сделан вывод, что в среднем по ретроспективной выборке эпизодов государственный долг повышался на 86 процентов за трехлетний период после банковского кризиса. В работе Laeven and Valencia (2008) отмечается, что средние бюджетные издержки банковских кризисов за прошедшие три десятилетия были немногим менее 15 процентов ВВП. Кроме того, отношение государственного долга к ВВП во время этих эпизодов в среднем повышалось приблизительно на 40 процентных пунктов (см. Baldacci, Gupta, and Mulas-Granados, 2009).

Однако в этот раз беспрецедентным является то, что многие страны — а именно страны, производящие наибольшую долю мировой продукции, — наращивают объемы государственных обязательств в условиях шаткой мировой экономической конъюнктуры, характеризующейся высокой степенью неопределенности. Это может порождать проблемы в силу четырех причин.

Во-первых, высокие уровни долга повышают риски платежеспособности и стоимость заимствования для суверенных заемщиков. Во-вторых, высокие уровни долга могут ограничивать бюджетное пространство (способность принимать дополнительные долговые обязательства) для использования налогово-бюджетной политики как антициклического инструмента, например, в случае возникновения кризиса. В-третьих, высокие процентные ставки, порожденные высокой задолженностью, могут негативно отражаться на росте объема производства и производительности. В-четвертых, при одновременном ужесточении налогово-бюджетной политики, отсутствие снижения обменного курса и ограниченные возможности для проведения политики денежно-кредитной экспансии в ряде крупных стран создают риск ослабления мирового совокупного спроса.

Восстановление устойчивости долговой ситуации

Что в этом случае следует делать странам, чтобы снизить отношение долга к ВВП? Они могут либо принять новые меры в области доходов и/или расходов с целью снижения дефицита или предпринять шаги для содействия экономическому росту (или и то, и другое). Улучшение первичного сальдо (сальдо бюджета за вычетом процентных расходов) может позволить сократить новые заимствования и помочь снизить уровень накопленного долга. Повышение темпов роста объема производства может помочь улучшить общее состояние бюджета двумя способами: за счет повышения доходов и снижения расходов на обслуживание долга.

Однако сократить государственный долг после недавнего финансового кризиса, вероятно, будет особенно сложной зада-

чей. В последние два десятилетия как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком были осуществлены корректировки, достаточные для снижения долга до приемлемых уровней, но в этот раз бюджетная консолидация должна проходить на фоне более высокого риска в мировом масштабе, более беспокойных финансовых рынков и более слабого спроса. Кроме того, возможности денежно-кредитной политики для поддержки роста в случае проведения странами бюджетной консолидации ограничены низким уровнем ставок интервенции во многих странах с развитой экономикой. В то же время, директивным органам будет трудно использовать меры курсовой политики для поддержки конкурентоспособности, поскольку многие крупные страны нуждаются в одновременном проведении бюджетной консолидации.

Каков желательный уровень долга для того, чтобы эти страны смогли добиться устойчивости бюджета? Ответить на этот вопрос непросто: целевой показатель должен учитывать специфику национальных условий относительно устойчивого долга в свете налогово-бюджетной политики, демографических характеристик и социальных пособий, не обеспеченных резервами, а также долгосрочных процентных ставок и темпов роста объема производства. Например, задача вернуться к докризисному уровню государственного долга может быть недостаточно масштабной для стран, которые еще до кризиса имели высокие коэффициенты долга. Широко применяется практика установления отдельных пороговых уровней, равных 60 процентам ВВП для стран с развитой экономикой и 40 процентам ВВП для стран с формирующимся рынком, с учетом представлений о более высоком риске, присущем последней группе. Целевой уровень 60 процентов ВВП для стран с развитой экономикой также приблизительно соответствует среднему отношению долга к ВВП в этих странах до кризиса.

Предыдущие банковские кризисы

Какими факторами объясняется успех консолидации государственного долга после банковских кризисов, и почему некоторым странам удается снизить свой государственный долг до приемлемого уровня быстрее, чем другим? Чтобы ответить на эти вопросы мы проанализировали 100 эпизодов банковских кризисов, произошедших в период с 1980 по 2008 год в странах с развитой экономикой, странах с формирующимся рынком и странах с низкими доходами (см. Baldacci, Gupta, and Mulas-Granados, 2010). Основное внимание в этом анализе уделяется факторам, влияющим на продолжительность эпизодов успешного сокращения задолженности. Успешный результат определяется как снижение отношения государственного долга к ВВП до пороговых уровней 60/40 процентов ВВП, но мы также используем альтернативные пороговые уровни для проверки устойчивости полученных результатов.

Чтобы оценить факторы, определяющие вероятность успешного сокращения бремени долга, мы сначала выясняли продолжительность случаев успешной консолидации долга. Такие эпизоды определяются по снижению государственного долга до более низкого уровня (в процентах ВВП) по сравнению с целевым пороговым значением. Продолжительность эпизода успешной консолидации долга варьируется от 1 до 24 лет: средняя продолжительность успешной корректировки составляет около 10 лет.

Затем мы попытались найти объяснение различной продолжительности эпизодов, характеризовавшихся успешным сокращением бремени долга, на основе *трех наборов переменных*. Во-первых, мы делаем поправку на издержки кризиса для бюджета путем включения в расчет *продолжительности банковского кризиса, предшествовавшего эпизоду корректировки, и размера долга, накопленного за время кризиса*.

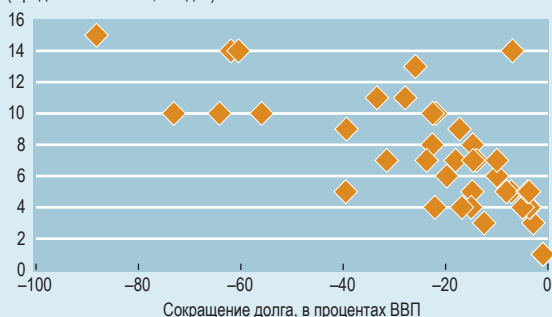
Мы также вносим поправку на *качество бюджетной корректировки* (определяемую тем, в какой степени корректировка обусловлена экономией в области расходов, поскольку проведенные исследования позволяют предположить, что корректировки на основе расходов являются более устойчивыми). В отличие от других иссле-

Рисунок 1

Требуется время

Странам, как правило, требуется 6–8 лет для снижения возросшего государственного долга после экономического кризиса, когда необходимое сокращение не превышает 40 процентов ВВП.

(Продолжительность, в годах)



Источник: расчеты авторов.

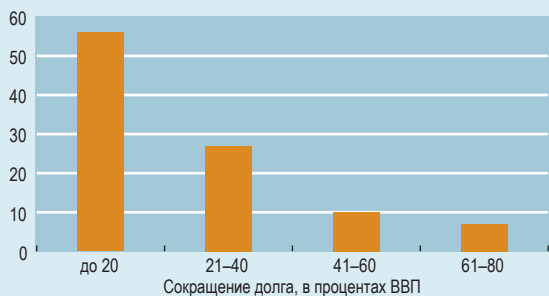
Примечание. В среднем, кризис, приводивший к приросту уровня долга, продолжался два года.

Рисунок 2

Сокращать долг трудно

Лишь 17 процентов стран, переживших увеличение долга, смогли сократить его на 40 или более процентов ВВП после кризиса.

(Процентная доля стран, сокративших долг после кризиса)



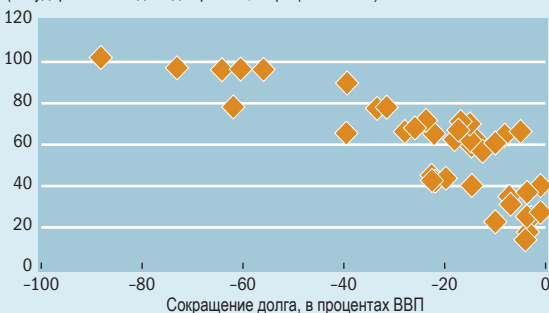
Источник: расчеты авторов.

Рисунок 3

Когда исходная ситуация сложна

Более значительное сокращение долга имело место в основном в странах, имевших существенную задолженность в процентах ВВП на начало кризиса.

(Государственный долг до кризиса, в процентах ВВП)



Источник: расчеты авторов.

дований, мы допускаем взаимодействие между качеством бюджетной корректировки и величиной этой корректировки, поскольку в случае стран, испытывающих значительные потребности в корректировках, сокращения расходов может быть недостаточно, чтобы обеспечить необходимую бюджетную консолидацию. Чтобы добиться значительной бюджетной консолидации лишь за счет сокращения расходов, правительства могут быть вынуждены использовать неэффективные методы экономии средств (такие как ограничение расходов на государственные инвестиции, которые могли бы способствовать поддержке экономического роста). Это подразумевает, что корректировка в этих странах, возможно, должна представлять собой сбалансированное сочетание сокращения расходов и повышения доходов — это принципиально важная гипотеза, которую предстоит проверить в контексте трудного процесса сокращения задолженности после кризиса.

Мы также делаем поправку на сопровождающие меры политики путем учета доли частных инвестиций, процентных ставок по депозитам и структуры бюджета.

Как показывает наш анализ, вероятность успешной консолидации долга ниже, когда страны переживают более длительный (и, как следствие, более тяжелый) банковский кризис. Это, как правило, обусловлено большей неопределенностью и постоянным снижением объема производства, которые затрудняют бюджетную консолидацию и, в некоторых случаях, значительными бюджетными дисбалансами структурного характера, накопленными до кризиса, которые необходимо устранять в менее благоприятных экономических условиях.

Снижение государственного долга требует времени. Странам, как правило, требуется шесть-восемь лет или более, чтобы уменьшить долг на величину, равную его приросту в странах с развитой экономикой за время последнего кризиса (см. рисунок 1). Как следствие, чтобы сохранить доверие кредиторов, странам следует на раннем этапе принять стратегии бюджетной корректировки и приступить к их реализации, как только для этого сложатся экономические условия.

Опыт сокращения задолженности в периоды после предыдущих кризисов показывает, что лишь 12 процентов стран смогли сократить свой долг до докризисного уровня. Лишь 17 процентов стран добились сокращения задолженности на 40 процентных пунктов ВВП или более (см. рисунок 2). Это подтверждает сложность проведения корректировки в послекризисной ситуации. Более значительное сокращение задолженности ассоциировалось с высокими исходными уровнями долга, поскольку проблемы устойчивости бюджета вынуждали проводить бюджетную консолидацию (см. рисунок 3).

Два урока

При разработке стратегий консолидации долга директивным органам следует иметь в виду два вопроса:

- **Снижение неприоритетных расходов способствует проведению бюджетной корректировки:** успешная консолидация долга в целом более вероятна, когда она проводится на основе сокращения текущих расходов (см. рисунок 4). Это также касается стран, в которых повышение уровня долга не связано с финансовым кризисом. Почему? Потому что ограничение расходов на трансферты (такие как пенсии, субсидии и другие пособия) и заработную плату снижает давление на недискреционные статьи расходов, которые имеют тенденцию к росту с течением времени, и могут также повысить перспективы трендового роста. Ограничение этих расходов не только обеспечило экономию бюджетных средств в краткосрочной перспективе, но и ограничило бы динамику роста государственных расходов.

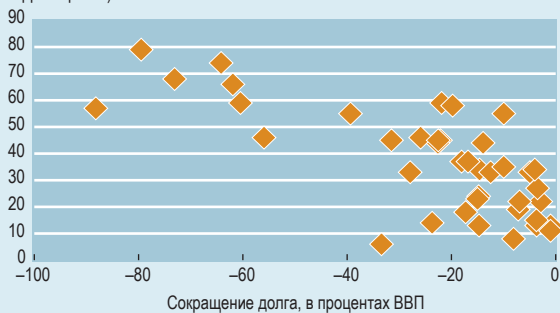
Ограничение расходов, связанных со старением населения, в том числе на здравоохранение и пенсии, может иметь особое значение в свете демографических проблем, которые будут сопровождать бюджетную консолидацию во многих странах. В этом контексте первоочередное внимание следует уделять реформе социальных пособий, которая также оказывает положи-

Рисунок 4

Сокращение расходов имеет значение

Меры по сокращению задолженности в целом более успешны, когда они проводятся на основе сокращения текущих расходов.

(Сокращение текущих расходов в процентах от общего размера бюджетной корректировки)



Источник: расчеты авторов.

Примечание. В общий размер корректировки могут также включаться долгосрочное сокращение расходов и повышение налогов.

тельное влияние на рост. Например, повышение пенсионного возраста может стимулировать частное потребление в краткосрочной перспективе, что способствует менее болезненному проведению бюджетной корректировки, в то же время обеспечивая финансовую жизнеспособность пенсионной системы в среднесрочной перспективе. Увеличение доли государственных инвестиций повышает вероятность успешного сокращения задолженности за счет переориентации структуры бюджета на программы, способствующие экономическому росту, которые могут поднять среднесрочную производительность путем совершенствования инфраструктуры.

• **Может также потребоваться увеличение налоговых поступлений.** Вместе с тем, сокращения расходов может быть недостаточно в странах, где требуется значительная корректировка. В отличие от предыдущих исследований по вопросам бюджетной консолидации, наши выводы показывают, что увеличение налоговых доходов является важнейшим условием для успешного сокращения задолженности в странах, испытывающих значительную потребность в бюджетной корректировке. Это обусловлено необходимостью поддержания баланса между экономией в области расходов и мерами, направленными на увеличение доходов. Роль уровней дохода в проведении крупномасштабной консолидации не зависит от исходного отношения налогов к ВВП: реформы дохода помогают сократить задолженность, даже когда исходное отношение налогов к ВВП не является низким.

Вместе с тем, меры по повышению налогообложения должны быть построены таким образом, чтобы избежать снижения эффективности и свести к минимуму искажения, особенно если уровень налогов уже высок относительно ВВП. Упрощение налоговой системы путем снижения чрезмерно высоких ставок налогов и расширение налоговой базы могли бы помочь улучшить показатели сбора дохода и при этом уменьшить относительное налоговое бремя на производственные ресурсы. Например, налоги на финансовый сектор и выбросы углерода могут укрепить бюджет и в то же время способствовать решению проблем экономической эффективности (см. IMF, 2010).

Убедительные стратегии

Наши выводы подчеркивают значение пользующихся доверием стратегий бюджетной корректировки, позволяющих зафиксировать рыночные ожидания относительно устойчивости бюджета. Отсутствие доверия к налогово-бюджетной политике может препятствовать сокращению задолженности и породить потенциально самосбывающиеся ожидания относительно

но риска платежеспособности. Как следствие, меры по укреплению параметров бюджета (такие как принятие, в случае необходимости, бюджетных правил, служащих руководством при разработке налогово-бюджетной политики, и повышение степени прозрачности в налогово-бюджетной сфере путем создания независимых налогово-бюджетных агентств) могут пойти на благо стран, сталкивающимся с этими проблемами.

Деятельность в бюджетной сфере будет подкрепляться другими направлениями политики.

- Когда денежно-кредитная политика создает и поддерживает адаптивные условия, и уровень премий за риск остается под контролем, вероятность сокращения задолженности повышается — это важный урок для стран, выходящих из кризиса и готовящихся приступить к свертыванию мер бюджетной и денежно-кредитной поддержки.

- Структурные реформы, способствующие росту (включая либерализацию рынков товаров и труда), всегда имеют существенное значение, но еще более насущны в период бюджетной консолидации после кризиса: при более высоких темпах роста легче добиться сокращения задолженности и закрепить его. Мы показываем, что правильный подбор мер в области расходов и доходов также помогает снизить премии за риск по кредитам и способствует росту, а также создает возможность устойчивого улучшения первичного сальдо бюджета, скорректированного с учетом циклических колебаний.

Последствия для политики

Успешная консолидация долга в целом более вероятна, когда она проводится на основе сокращения текущих расходов, но в случае значительной потребности в корректировке повышение налогов может обеспечить более устойчивое сокращение задолженности. Это обусловлено необходимостью поддерживать баланс между экономией в области расходов и мерами по увеличению дохода в таких случаях, чтобы избежать снижения эффективности и содействовать осуществлению масштабных планов консолидации. Вместе с тем, при повышении уровня налогов необходимо проявлять осторожность, чтобы не допустить снижения экономической эффективности и свести к минимуму искажения, особенно в случаях, когда уровень налогов уже высок. ■

Эмануэле Бальдаччи — заместитель начальника отдела; Санджив Гупта — заместитель директора (оба из Департамента по бюджетным вопросам МВФ). Карлос Мулас-Гранадос — профессор экономики университета Комплутенсе, член совета научно-исследовательского института ICEI и исполнительный директор фонда IDEAS, Мадрид.

Литература:

- Baldacci, Emanuele, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Granados, 2009, "How Effective Is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises," IMF Working Paper 09/160 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2010, "Restoring Debt Sustainability after Crises: Implications for the Fiscal Mix," IMF Working Paper 10/232 (Washington: International Monetary Fund).
- Cottarelli, Carlo, and Andrea Schaechter, 2010, "Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies," IMF Staff Position Note 10/13 (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 2010, "Fiscal Exit: From Strategy to Implementation," Fiscal Monitor (Washington, November).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: a New Database," IMF Working Paper 08/224 (Washington: International Monetary Fund).
- Rogoff, Kenneth S., and Carmen M. Reinhart, 2009, "The Aftermath of Financial Crises," NBER Working Paper 14656 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).