

К XV Апрельской
международной
научной конференции
по проблемам развития
экономики и общества

1–4 апреля 2014 г.
Москва

ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

ПРИ УЧАСТИИ ВСЕМИРНОГО БАНКА
И МЕЖДУНАРОДНОГО ВАЛЮТНОГО ФОНДА

М. Домбровски

**ФАКТОРЫ,
ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ
«БЕЗОПАСНЫЙ»
УРОВЕНЬ
ГОСЗАДОЛЖЕННОСТИ**



Издательский дом
Высшей школы экономики
Москва, 2014

УДК 336.58
ББК 65.261
Д66

Домбровски, М.

Д66 Факторы, определяющие «безопасный» уровень госзадолженности [Текст] : докл. к XV Апр. междунар. науч. конф. по проблемам развития экономики и общества, Москва, 1–4 апр. 2014 г. / М. Домбровски ; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». — М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2014. — 52, [4] с. — 1000 экз. — ISBN 978-5-7598-1158-9 (в обл.)

Начиная с 2008 г. мировая экономика сталкивается с последствиями глобального финансового кризиса. Одним из них оказался быстрый рост госзадолженности в большинстве развитых стран в результате сверхоптимистичной оценки состояния государственных финансов накануне кризиса, падения доходов и роста социальных расходов во время кризиса, издержек санирования банковской системы, политики фискального стимулирования конъюнктуры и т.п. В связи с этим во многих странах предпринимаются попытки определить «безопасный» уровень бюджетного дефицита и госдолга. Однако это непростая задача — нет единой нормы фискальной безопасности для всех стран. Кроме того, в связи с глобализацией экономики и нерегулярностью бизнес-цикла нелегко определить, в какой его фазе находится данная экономика, а это имеет принципиальное значение для оценки бюджетных показателей. Как показывает исторический опыт, риск дефолта может возникнуть при разных уровнях госзадолженности, иногда, казалось бы, очень низких. На самом деле «безопасный» уровень заимствования сильно различается по странам и зависит от многих факторов и не всегда непредсказуемых обстоятельств. Однако в условиях напряженной ситуации на глобальных рынках «безопасный» уровень госдолга находится на более низком уровне, чем 10 лет тому назад. Дополнительный аргумент для осторожного подхода связан с сильно проциклическим характером таких мер, как соотношение бюджетного дефицита или госдолга к ВВП. Опыт последнего кризиса указывает также на необходимость лучшей упреждающей оценки в условиях обязательств государства, особенно связанных со стабильностью финансового сектора. Если посмотреть в будущее, вопрос правильной оценки и учета других условных обязательств, особенно социального характера (подразумеваются обязательства государственной пенсионной системы и системы здравоохранения), имеет принципиальное значение в контексте старения общества и отрицательного роста населения. В некоторых странах эти обязательства во много раз превышают официальную статистику госдолга. В результате последняя не дает правильной картины задолженности государства и фактического фискального бремени, которое будет переложено на плечи следующих поколений налогоплательщиков.

УДК 336.58
ББК 65.261

Первый вариант этой работы под названием «Определение допустимого уровня госдолга и допустимого соотношения внутренних и внешних заимствований» был подготовлен автором в октябре-ноябре 2013 г. в рамках проекта «Эволюция подходов к организации финансирования расходов государства: налоговая и долговая политики», реализованного Российской академией народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации.

ISBN 978-5-7598-1158-9

© Домбровски М., 2014
© Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2014

Содержание

Введение	4
1. Дефиниции госдолга	6
1.1. Стандарты GFS и ESA95.....	7
1.2. Сектор государственного управления	7
1.3. Квазифискальные операции вне СГУ.....	9
1.4. От кассового принципа к методу начисления.....	11
1.5. Условные обязательства государства.....	12
2. Государственные обязательства, не включенные в дефиницию госдолга	14
2.1. Общие замечания.....	14
2.2. Обязательства государственной пенсионной системы	15
2.3. Обязательства государственной системы здравоохранения	19
2.4. Условные обязательства, связанные с поддержкой стабильности финансовой системы.....	20
2.5. Другие условные обязательства	22
3. Абсолютные и относительные меры госзадолженности	22
3.1. Абсолютные меры госзадолженности	23
3.2. Относительные меры госзадолженности	26
4. Источники финансирования госдолга	30
4.1. Внутренние и внешние источники финансирования госдолга ..	30
4.2. Выгоды и риски, связанные с внешним финансированием и заимствованием в иностранной валюте	31
5. Факторы, определяющие динамику соотношения госдолга к ВВП.....	36
6. Критический уровень госзадолженности, при котором возникает риск дефолта	38
7. Опыт нормативного определения максимально допустимого уровня госзадолженности	42
8. Выводы для макроэкономической политики	46
Литература.....	48

Введение

Финансовые кризисы, связанные с чрезмерной задолженностью государства, имеют длинную историю: практически их можно заметить с самого начала существования этой формы организации общества. В зависимости от степени развития денежной и финансовой системы они имели разные конкретные формы: снижение содержания золота и серебра в монетах (*currency debasement*), печатание бумажных денег, необеспеченных золотым/серебряным запасом или вне принятых эмиссионных нормативов, отказ от погашения полученных кредитов или государственных облигаций (классический дефолт) и т.п.¹

Неоднократно государство, которое неспособно расплатиться по взятым на себя обязательствам, перебрасывает их посредством так называемых квазифискальных операций (см. раздел 1.2) в другие части финансовой системы, особенно в центральный банк и коммерческие банки, что приводит к возникновению денежных (валютных) и банковских кризисов. Однако эти кризисы имеют, на самом деле, бюджетную почву, т.е. неспособность государства жить по средствам.

Очевидно, кризисы государственной задолженности всегда приводили и продолжают приводить к разным отрицательным последствиям в экономической, социальной и политической жизни. Обанкротившееся государство неспособно выполнять эффективно свои основные функции, т.е. предоставлять общественные блага (*public goods*). Хуже, оно иногда готово идти на конфискационные меры в отношении граждан и бизнеса с нарушением основных прав собственности и экономических свобод, чтобы выбраться из финансовой ямы, о чем свидетельствуют многие исторические эпизоды (например, во Франции накануне революции 1789 г. или в Аргентине в 2001–2002 гг.).

Дефолт, в зависимости от его конкретного сценария, может привести к высокой инфляции или гиперинфляции, обесценению национальной валюты, банковскому кризису, потере сбережений населения, обнищанию широких слоев общества, подрыву доверия граждан государству, внутривнутриполитической дестабилизации,

¹ Самый интересный и комплексный анализ истории финансовых кризисов, в том числе кризисов государственной задолженности, представлен в книге Райнхарта и Рогоффа [Reinhart, Rogoff, 2009].

падению кредитного рейтинга страны на долгие годы и ее внешне-политического престижа.

Повторяемость и хронический характер кризисов государственной задолженности привели к растущему интересу ученых и аналитиков обнаружить как их истинные причины, так и механизм их возникновения и распространения между странами, так называемый эффект заражения (*contagion*). В рамках этих научных поисков предпринята попытка определить допустимый уровень госдолга, который помог бы избежать риска государственного дефолта. Одновременно, так как часть задолженности у многих государств находится в руках нерезидентов, появляется вопрос, в какой степени внешние источники заимствования создают дополнительный фактор риска.

Интерес к вопросу допустимого уровня государственной задолженности и допустимого соотношения внутренних и внешних заимствований усилился в последние годы — после начала глобального финансового и экономического кризиса в 2007–2008 гг. В результате на протяжении нескольких лет у многих развитых стран резко ухудшились показатели госзадолженности и возникли связанные с ними сомнения по поводу их будущей платежеспособности.

У большинства стран с так называемыми формирующимися рынками (*emerging markets*) показатели госзадолженности сегодня не такие драматические, как в развитых странах. Однако опыт развитых стран показывает, что неблагоприятный внешний шок может быстро ухудшить обстановку. Также история финансовых кризисов в 1980-х и 1990-х годов убедительно показывает, что угроза государственного дефолта у стран с формирующимися рынками может появиться при уровнях госзадолженности более низких, чем в развитых странах. Кроме того, если значительная часть их госдолга находится в руках нерезидентов, то их уязвимость на внешние шоки дополнительно растет.

Цель данной статьи — анализ допустимого уровня госдолга и допустимого соотношения внутренних и внешних заимствований на фоне международного опыта². Однако сначала необходимо чет-

² Данная статья — это модифицированный и актуализированный вариант доклада «Определение допустимого уровня госдолга и допустимого соотношения внутренних и внешних заимствований», подготовленного в течение 2013 г. в рамках проекта Российской академии народного хозяйства и государственной службы «Эволюция подходов к организации финансирования

ко определить дефиниции государственного долга, согласно современным международным стандартам GFS и ESA95 (глава 1). К сожалению, эти дефиниции не включают некоторых крупномасштабных финансовых обязательств государств, особенно связанных с функционированием государственных пенсионных систем, государственных систем здравоохранения, поддержкой стабильности финансовых и банковских систем отдельных стран. Анализ этих обязательств представлен в главе 2. На следующем этапе нашего анализа рассмотрены разные меры госзадолженности (глава 3), источники финансирования госдолга и их соотносительные преимущества и слабости (глава 4), а также факторы, определяющие динамику соотношения госдолга к ВВП (глава 5). В главе 6 обсуждается вопрос критического уровня госзадолженности, при котором возникает риск дефолта, а в главе 7 — международный опыт нормативного определения максимального допустимого уровня госзадолженности. Наконец, в главе 8 представлены выводы для макроэкономической политики, в том числе — для России.

1. Дефиниции госдолга

Для анализа допустимого уровня госдолга, особенно сравнительного межстранового анализа, требуются четкие и однозначные дефиниции. Иначе мы будем сравнивать несравнимое и формулировать неоднозначные рекомендации.

Во многих странах дефиниции госдолга могут отличаться друг от друга, что вызвано традицией/инерцией национальной методологии, техническими проблемами в сборе и агрегации определенного типа данных или сознательной попыткой представить бюджетную картину страны в более благоприятном виде, чем она есть в действительности. В свою очередь, попытки «творческого» бюджетного учета (*creative fiscal accounting*) вызваны желанием обойти конституционные и правовые лимиты бюджетного дефицита и госзадолженности (см. главу 7), лучше «отчитаться» международ-

расходов государства: налоговая и долговая политики». Автор хочет выразить свою благодарность РАНХиГС за возможность работы над этой темой. Одновременно автор несет исключительную ответственность как за содержание и профессиональное качество данного научного труда, так и за изложенные в нем оценки и предложения.

ным организациям (например, МВФ) или улучшить свой имидж в глазах финансовых инвесторов.

Критические составляющие дефиниции госдолга касаются:

- субъектов, включенных в сектор государственного управления;
- момента учета расходов и обязательств государства;
- учета условных обязательств государства.

1.1. Стандарты GFS и ESA95

Две международные методологии статистики государственных (правительственных) финансов, которые находят самое широкое применение в мире, это:

- Статистика государственных финансов (GFS — *Government Finance Statistics*) Международного валютного фонда (МВФ), версия от 2001 г., с последующими изменениями и дополнениями (см.: [GFSM, 2013]).
- Европейская система национальных и региональных счетов ESA95 (*European System of National and Regional Accounts*) (см.: [ESA95, 2013]).

Методологические подходы к статистике государственных финансов в обоих стандартах в принципе схожи. Разница лишь в технических деталях, не имеющих непосредственного отношения к нашему анализу (см.: [Bjorgvinsson, 2004]).

1.2. Сектор государственного управления

Ключевое значение в обеих методологиях имеет определение границ сектора государственного управления (СГУ) (*general government*), несмотря на институциональную специфику отдельных стран. Именно эта специфика делает либо сложным, либо вообще невозможным сравнительный анализ отдельных составляющих этого сектора в разных странах. Например, роль центрального бюджета в федеральном государстве совсем другая, чем в унитарной стране. То же самое касается региональных и местных бюджетов, внебюджетных фондов, автономных государственных агентств, фондов пенсионного и медицинского страхования и др. Только применение наиболее широкого статистического агрегата, такого как СГУ, делает межстрановой сравнительный анализ возможным.

Четкое определение границ СГУ также имеет значение для избегания попыток «творческого» бюджетного учета. Многие пра-

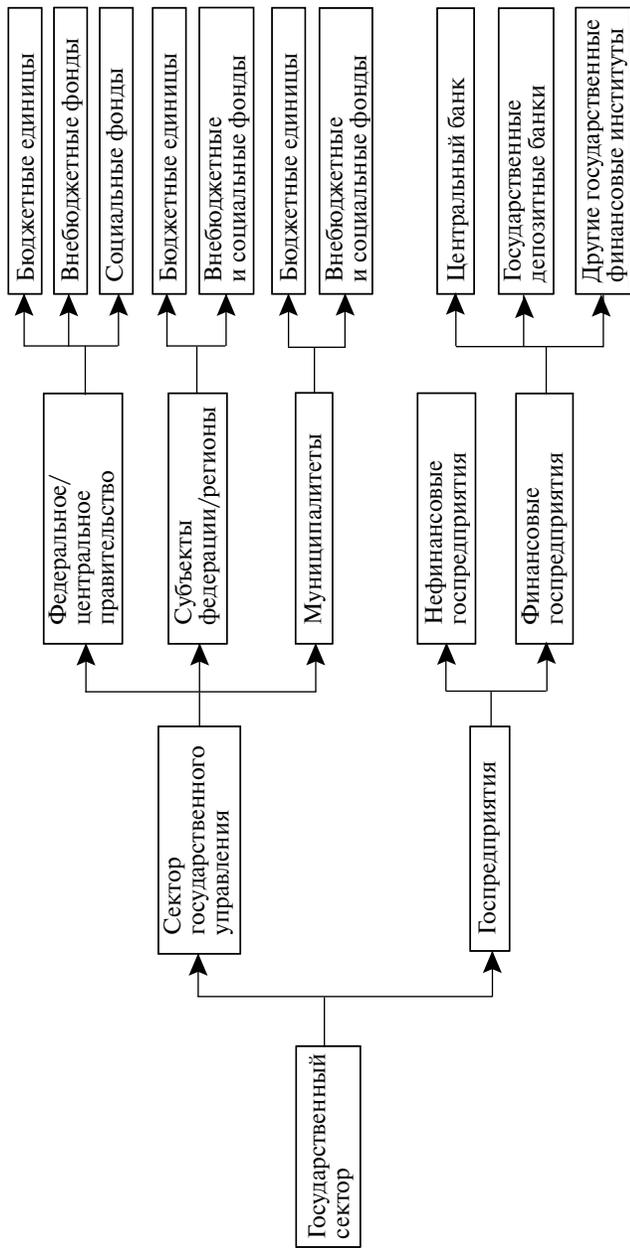


Рис. 1.1. Государственный сектор и его составляющие

Источник: [GFMSM, 2013, сар. 2, р. 16].

вительства с целью искусственного улучшения своих бюджетных показателей (например, снижения уровня бюджетного дефицита и госдолга) переводят некоторые расходы и обязательства вне государственного бюджета либо во внебюджетные фонды, либо в разного рода государственные агентства и организации. В принципе дефиниция СГУ должна включать все эти фонды и организационные единицы.

Согласно стандартам GFS, СГУ включает все организационные единицы, которые выполняют правительственные функции, как свою главную деятельность, а также все правительственные организационные единицы и все нерыночные некоммерческие организации, остающиеся под контролем правительственных организационных единиц³. Это значит, что в СГУ включены (рис. 1.1):

- центральное/федеральное правительство;
- региональные правительства/правительства субъектов федерации в случае федеральных государств;
- органы местной власти (муниципалитеты, волости/общины, районы, округа и т.п.);
- пенсионные фонды, фонды медицинского страхования, фонды социального страхования на всех уровнях правительства;
- бюджетные единицы и внебюджетные фонды и организации на всех уровнях правительства.

Согласно стандартам GFSM [2013], существует также более широкая дефиниция государственного сектора (ГС), в который включены все единицы СГУ и государственные предприятия. Как представлено на рис. 1.1, в состав второй категории входят государственные нефинансовые предприятия и государственные финансовые предприятия, в том числе государственные коммерческие (депозитные) банки, другие государственные финансовые институты и центральный банк государства.

1.3. Квазифискальные операции вне СГУ

Несмотря на широко определенные границы СГУ, многие правительства стараются их обойти посредством вовлечения субъектов, находящихся вне СГУ, в процесс реализации политики госу-

³ «The general government sector [...] consists of resident institutional units that fulfill the functions of government as their primary activity, and includes all government units and all nonmarket nonprofit institutional units (NPIs) that are controlled by government units» [GFSM, 2013, paragraph 2.69, p. 16].

дарства и ее специфических целей. В результате связанные с этим государственные расходы и обязательства выводятся за рамки СГУ и не учитываются в бюджетной статистике. В литературе такие практики называются квазифискальными операциями (КФО) (*quasi-fiscal operations*).

Чаще всего КФО проводятся организациями ГС, которые находятся вне СГУ, т.е. центральным банком государства, государственными коммерческими банками и другими государственными финансовыми институтами, а также государственными нефинансовыми предприятиями, особенно энергетического и транспортного секторов.

Самый большой потенциал для осуществления КФО сосредоточен в денежной, кредитной и курсовой политике центральных банков и государственных коммерческих банков и других финансовых институтов⁴. Это, прежде всего, предоставление адресных кредитов по льготным процентным ставкам отдельным группам экономических субъектов, иногда заведомо неплатежеспособным. Другие меры включают поддержку центральным банком неплатежеспособных банков (под предлогом предоставления им ликвидности), продажу валюты по официальному курсу (в системе множественных курсов) правительству и избранным группам предприятий, обслуживание госдолга на нерыночных условиях, и т.п.

Однако нефинансовые госпредприятия также нередко вовлечены в КФО. Например, государственные энергетические компании обязаны поставлять электроэнергию и газ по тарифам ниже себестоимости, в том числе покупателям-неплательщикам [Raczynski et al., 2009]. То же самое касается предприятий публичного транспорта (например, железнодорожного) и жилищно-коммунальных услуг.

Несколько лет тому назад казалось, что КФО это «детская болезнь» переходных экономик и некоторых развивающихся стран, масштаб которой будет постепенно уменьшаться [Markiewicz, 2001; BIS, 2003].

Однако с началом глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. популярность КФО вернулась в совсем неожиданном месте, т.е. в высокоразвитых странах, где центральные банки начали принимать разные «нестандартные» меры по стимулированию экономики и поддержке финансовой системы. Между прочим,

⁴ Обзор разных форм КФО в государственных финансовых институтах см.: [Mackenzie, Stella, 1996].

они включают интенсивную покупку на вторичном рынке разного типа ценных бумаг, иногда сомнительного качества.

Например, Федеральная резервная система США (ФРС), реализовав очередные раунды так называемого количественного смягчения (*quantitative easing* — QE), накопила большой запас коммерческих ценных бумаг, выпущенных под залог недвижимого имущества (*mortgage backed securities*), чтобы улучшить ликвидность и качество активов коммерческих банков (см.: [Taylor, 2010]). В принципе это была скрытая форма пополнения капитала этих банков без использования бюджетных средств.

Две крупные государственные корпорации поддержки жилищного строительства в США — Фанни Маэ⁵ и Фредди Мак⁶ (*Fannie Mae* и *Freddie Mac*) — также значительно ухудшили качество своих активов за время кризиса, что раньше или позже вызовет необходимость дополнительной бюджетной поддержки.

В свою очередь, Европейский центральный банк оказался вовлечен в покупку казначейских обязательств периферийных стран зоны евро, в особенности Греции. На самом деле эти операции служат поддержке неплатежеспособных правительств и потенциально неплатежеспособных банков (см.: [Dabrowski, 2012]).

Современные КФО в высокоразвитых странах связаны с теми же самыми отрицательными последствиями, что и «классические» КФО в развивающихся странах или странах с переходной экономикой на раннем этапе трансформации. Во-первых, они искажают бюджетную статистику. Бюджетный дефицит и госдолг в действительности выше, чем показывают официальные расчеты. Во-вторых, на этапе выхода из нестандартных мер денежной политики центральные банки могут быть вынуждены признать большие убытки, что при других неизменных условиях означает ухудшение сальдо СГУ. Наконец, КФО могут иметь инфляционные последствия [Park, 2012], что означает косвенный скрытый налог на владельцев денежных средств.

1.4. От кассового принципа к методу начисления

В предыдущей версии стандартов Статистики государственных финансов МФВ от 1986 г. [GFSM, 1986] учет бюджетных потоков и

⁵ См.: <<http://www.fanniemae.com/portal/about-us/company-overview/about-fm.html>>.

⁶ См.: <http://www.freddiemac.com/news/corp_facts.html?intcmp=AFMRFCF>.

в результате сальдо государственного бюджета или СГУ (профицита или дефицита) был основан на кассовом методе (*cash basis*). Одним из последствий была достаточно распространенная (особенно в странах СНГ в 1990-х годах) практика искусственного сокращения бюджетных расходов, дефицита и государственного долга путем бюджетных неплатежей (*budget arrears*).

В новой версии стандартов Статистики государственных финансов от 2001 г. [GFSM, 2013] кассовый принцип заменен методом начисления (*accrual method*). Метод начисления принят также в европейской системе ESA95 [2013]. Согласно этому методу, доходы и расходы бюджета регистрируются днем создания соответствующих требований⁷. В результате бюджетные неплатежи искусственно не уменьшают бюджетных расходов, дефицита и госдолга. Они являются лишь одной из форм финансирования дефицита и госдолга.

1.5. Условные обязательства государства

Очередной проблемой в учете государственных расходов, бюджетного дефицита и государственного долга являются условные обязательства государства (*contingent liabilities*), связанные с разного рода кредитными гарантиями, страхованием банковских депозитов, другими программами обязательного страхования, пенсионными системами и т.п. На рис. 1.2 представлена совокупность этих обязательств и их статус.

Штриховая вертикальная линия разграничивает условные обязательства, которые должны быть учтены в текущей статистике госдолга от обязательств, остающихся вне этой статистики до того времени, когда подлежат исполнению. В принципе все условные обязательства стандартного характера, например, государственные гарантии по экспортным кредитам или другим стандартным кредитным программам/схемам, подлежат оценке согласно соответствующему коэффициенту кредитного риска (рассчитанному на исторической основе) и зачисляются в текущую статистику госдолга. Нестандартные разовые гарантии, оценка которых на основе исторических коэффициентов кредитного риска невоз-

⁷ «...When using the accrual basis of recording, transactions are recorded when economic ownership changes hands for goods, non-produced nonfinancial assets and financial assets and liabilities, when services are provided, and for distributive transactions when the related claims arise» [GFSM, 2013, paragraph 3.57].

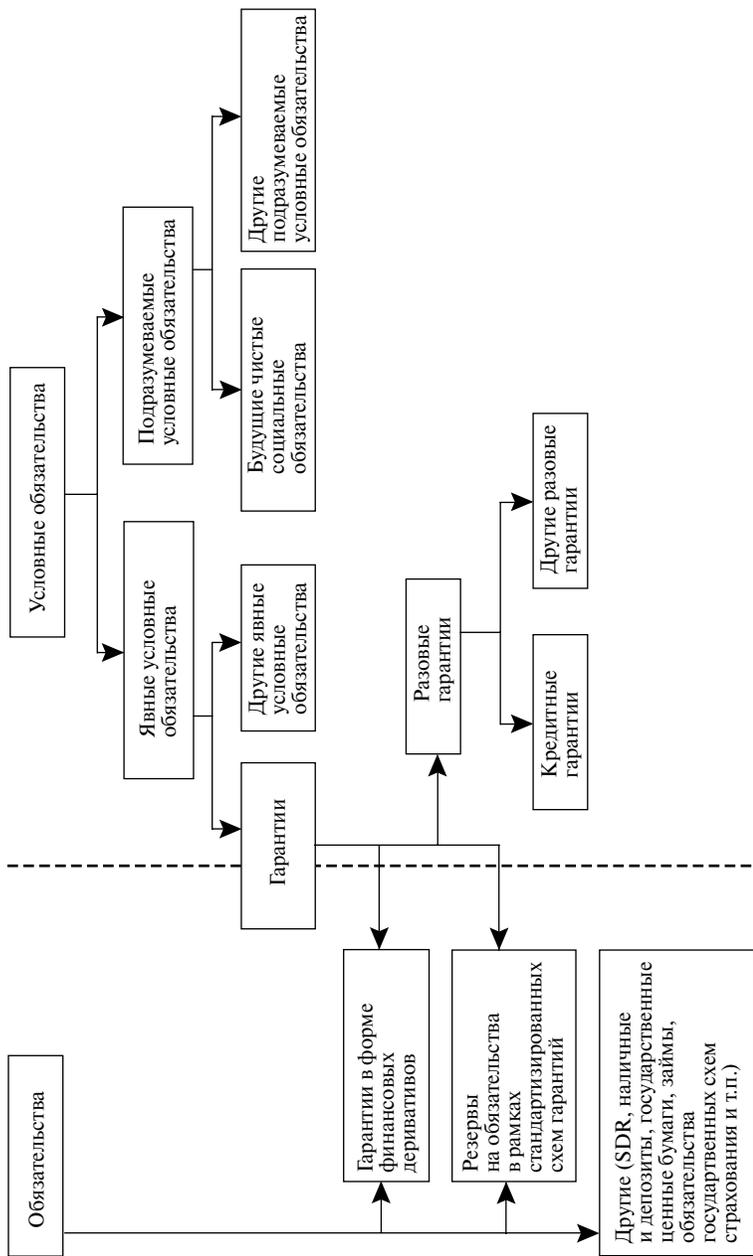


Рис. 1.2. Государственные обязательства и условные обязательства в системе GFS

Источник: [GFSM, 2013, chap. 7, p. 45].

можно, остаются вне текущей статистики госдолга⁸. То же самое касается подразумеваемых условных обязательств (*implicit contingent liabilities*), которые мы рассмотрим в главе 2.

2. Государственные обязательства, не включенные в дефиницию госдолга

2.1. Общие замечания

Несмотря на серьезные усилия уточнить дефиниции госдолга в международных стандартах GFS2001 и ESA95, многие финансовые обязательства государства остаются вне статистики государственной задолженности. Общая картина этих обязательств представлена в правой части рис. 1.2.

Формально они принадлежат к категории условных обязательств государства либо явных (*explicit contingent liabilities*), но имеющих разовый, нестандартный характер и не поддающихся легкой оценке риска их исполнения (см. раздел 1.5), либо подразумеваемых условных обязательств (*implicit contingent liabilities*)⁹.

Методология GFS2001 рекомендует составлять отдельные отчеты как по явным условным обязательствам, не включенным в текущую статистику госдолга, так и по подразумеваемым обязательствам государственной пенсионной системы [GFSM, 2013, chap. 7]. Стандарты ESA95 не содержали похожей рекомендации. В результате большинство условных обязательств оставалось вне статистики госдолга. Международные статистические базы данных (например, МВФ, Всемирного банка или Евростата) их пока не учитывают.

Однако ситуация начинает меняться. Вслед за методологией GFS2001 ЕС принял в мае 2013 г. новые стандарты ESA2010, которые также требуют отдельных отчетов по подразумеваемым обязательствам государственной пенсионной системы [ESA2010, 2013,

⁸ Однако одноразовые бюджетные гарантии, оказанные заведомо неплатежеспособным заемщикам, немедленно зачисляется в государственный долг.

⁹ Согласно анализу Полячковой [Polackova, 1999], явные (*explicit*) обязательства отличаются от подразумеваемых (*implicit*) тем, что первые возникают из законодательства или действующего договора, а последние — из моральных и политических соображений. Эти соображения, в свою очередь, отражают общественные ожидания и давление разных групп интересов.

paragraph 17.121, и следующие]. Более того, системные изменения в пенсионной системе, которые влияют на уровень будущих подразумеваемых обязательств государства, должны находить отражение в статистике госзадолженности (см. раздел 2.2).

Проблема состоит в том, что часть условных обязательств государства, особенно подразумеваемых, представляет собой серьезные суммы, иногда превышающие официальный госдолг. Это касается, в особенности, подразумеваемых обязательств в пенсионной системе, системе здравоохранения и финансовом секторе.

2.2. Обязательства государственной пенсионной системы

Необеспеченные обязательства государственной пенсионной системы (*unfunded pension liabilities*) связаны с ее специфической конструкцией — выплаты пенсий действующим пенсионерам финансируются либо пенсионными взносами, либо налогами актуально занятых. Те, кто сегодня платят пенсионные взносы/налоги, ожидают, что когда они выйдут на пенсию, следующее поколение работающих/налогоплательщиков профинансирует их пенсии. В результате создается скрытый долг распределительной пенсионной системы (*implicit pension debt*). В отдельных странах ОЭСР и Евросоюза он оценивался в 1990-х и 2000-х годах между 75% и 300% ВВП (табл. 2.1) при использовании методов проектированных обязательств (*projected benefit obligation* — РВО) и индексированных обязательств (*indexed benefit obligation* — IPO; см.: [Eichhorst et al., 2011, p. 81–83]). Во многих случаях эти цифры значительно превышали уровень официального валового долга СГУ (см. главу 6).

Таблица 2.1. Подразумеваемый пенсионный долг в странах ОЭСР и ЕС, в % ВВП

Страна	[Chand, Jaeger, 1996]	[Kune, 1996]	[Holzmann et al., 2004]
Бельгия		101	
Великобритания	117	92	
Венгрия			203
Германия (Западная)	221	186	
Греция		245	
Дания	117		

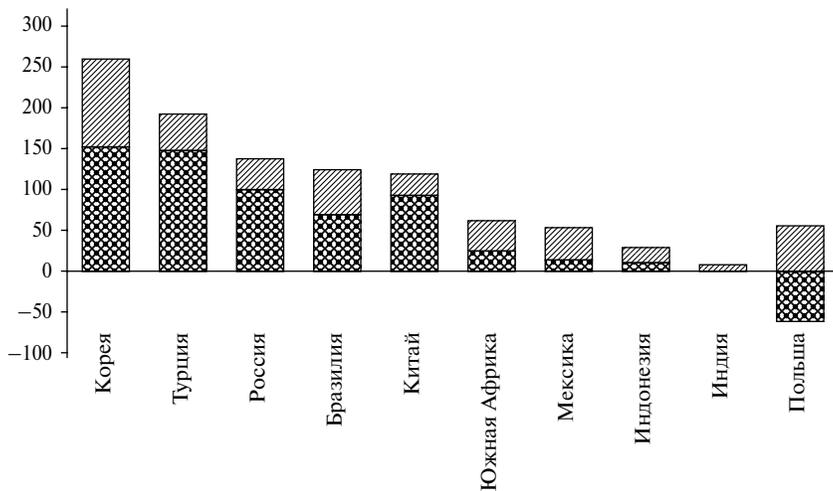
Страна	[Chand, Jaeger, 1996]	[Kune, 1996]	[Holzmann et al., 2004]
Ирландия		78	
Испания		129	
Италия	357	207	
Канада	94		
Литва			155
Люксембург		219	
Мальта			234
Нидерланды		144	
Польша			261
Португалия		128	233
Румыния			256
Словакия			210
Словения			298
США	106		
Франция	265	112	
Швеция	131		
Япония	166		

Примечание: Расчеты проведены методом РВО [Chand, Jaeger, 1996; Kune, 1996] и методом IPO [Holzmann et al., 2004] (см. выше).

Источник: [Eichhorst et al., 2011, p. 82].

Дойче банк [Deutsche Bank, 2013] оценивает рост государственных пенсионных обязательств в период 2011–2040 гг. в пределах 70–100% ВВП для Бразилии, России и Китая и до 150% для Турции и Южной Кореи (рис. 2.1). Эти оценки проведены другим методом — чистой приведенной стоимости накопленного прироста будущих расходов (*net present value of future spending increase*).

Отрицательный рост населения во многих странах и рост ожидаемой продолжительности жизни (*life expectancy*) приводит к постоянному росту будущих пенсионных обязательств. Противостоять этим тенденциям можно лишь за счет повышения пенсионного возраста (*retirement age*), отмены пенсионных привилегий, повышения коэффициента занятости населения в продуктивном возрасте (особенно женщин), поощрения легальной миграции, повышения дисциплины оплаты пенсионных взносов



▨ Рост обязательств в государственной системе здравоохранения (см. раздел 2.3)

▣ Рост государственных пенсионных обязательств

Рис. 2.1. Оценки роста подразумеваемых социальных обязательств в странах с формирующимися рынками, в % ВВП

Источник: [Deutsche Bank, 2013].

и снижения соотношения средней пенсии к средней зарплате, т.е. коэффициента замещения (*replacement ratio*). Несмотря на политическую непопулярность всех вышеуказанных мер, их принятие кажется необходимым для противодействия будущему государственному дефолту.

Некоторые пенсионные реформы помогают стабилизировать уровень подразумеваемых условных обязательств государства в распределительной пенсионной системе. Имеется в виду переход от системы гарантированного уровня будущих пенсий (*defined benefits system*) к системе, основанной на индивидуальных условных счетах, где размер будущих пенсий зависит как от суммы оплаченных пенсионных взносов, так и от суммы доходов пенсионного фонда во время выплаты пенсий (*defined contribution system*). Конечно, отрицательное последствие второй системы в условиях старения общества — это постоянное снижение коэффициента замещения (*replacement ratio*), т.е. соотношения средней пенсии к средней зарплате. Вместе с тем создается сильный стимул, чтобы увеличить количество плательщиков пенсионных взносов посред-

ством повышения пенсионного возраста и отмены разного типа пенсионных привилегий.

Действительно, будущие пенсионные обязательства государства сложно принимать как «условные». Степень вероятности их исполнения не ниже, чем в случае явного официального госдолга (например, оформленного в виде казначейских облигаций). Их оценка, в принципе, возможна, так как будущие демографические прогнозы и действующее пенсионное законодательство известны, хотя нужно разрешить несколько методологических проблем в области статистики национальных счетов и государственных финансов (см.: [Lequiller, 2004]).

Отсутствие будущих пенсионных обязательств в официальной статистике госдолга приводит к ее сильному искажению. Есть страны, например, Россия, в которых явный госдолг находится на очень низком уровне, но скрытый долг государственной пенсионной системы — намного выше.

Хуже всего, отсутствие пенсионных обязательств в статистике госдолга создают негативные стимулы для замены распределительной системы PAYG системой накопительных пенсионных счетов (*funded pension system*). В 1990-х и 2000-х годах многие страны с переходной экономикой (например, Венгрия, Польша, Словакия, Македония, балтийские страны, Казахстан) ввели так называемый второй, накопительный, сегмент государственной пенсионной системы. Часть обязательных пенсионных взносов пополнила индивидуальные накопительные счета будущих пенсионеров. Неизбежным результатом этой реформы оказался рост дефицита традиционного, распределительного, сегмента пенсионной системы, рост официального дефицита СГУ и госдолга, несмотря на падение будущих подразумеваемых пенсионных обязательств.

Когда бюджетная обстановка многих стран резко ухудшилась в результате глобального финансового кризиса, они решили вернуть пенсионную реформу назад и перенести обязательства пенсионных фондов обратно в систему PAYG. Такие меры были приняты Аргентиной, Венгрией и Польшей, в меньшей степени — другими странами Центральной и Восточной Европы (см.: [Barbone, 2011; Jarrett, 2011]). Официальная статистика дефицита и задолженности СГУ, согласно стандартам GFS2001 и ESA95, улучшилась, однако будущие обязательства пенсионной системы — увеличились. Однако в условиях новых стандартов ESA2010 такие практики «творческого» бюджетного учета найдут, по крайней мере, частичное отражение в бюджетной статистике.

2.3. Обязательства государственной системы здравоохранения

Фискальные обязательства для будущих поколений находятся также в государственной системе здравоохранения (*unfunded health liabilities*). Механизм здесь похож на государственную пенсионную систему, хотя размер подразумеваемых обязательств оценить сложнее по многим техническим причинам.

Современные налогоплательщики вносят либо обязательные взносы в государственные фонды медицинского страхования, либо общие налоги (точная система финансирования государственных услуг здравоохранения здесь не имеет значения), а большинство издержек относится к будущему, т.е. последним годам жизни человека. Отрицательные демографические тренды и процесс старения общества постепенно увеличивают этот скрытый долг. Технологический прогресс в секторе медицинских услуг и связанный с ним рост издержек являются дополнительным фактором роста будущих обязательств государственной системы здравоохранения.

Доступные оценки суммы подразумеваемых обязательств в государственных системах здравоохранения кажутся тревожными: во многих случаях они превышают скрытые пенсионные обязательства (см. раздел 2.2). Например, для стран ЕС и США их оценивают в пределах от 20% (Венгрия) до более 500% ВВП (Люксембург) [Medearis, Hishov, 2010]. Интересно, что обязательства в государственной системе здравоохранения США (которая имеет очень ограниченный характер) превышают 200% ВВП. Хуже, чем в США, ситуация представляется во многих странах ЕС: в Дании, Франции, Нидерландах и Испании — превышают 200% ВВП, в Польше и Швеции — 300% ВВП, а в Финляндии, Ирландии и Словакии — 400% ВВП.

Согласно оценкам МВФ (цит. по: [Deutsche Bank, 2013]), ожидаемый накопленный прирост обязательств в государственной системе здравоохранения стран с формирующимися рынками за период 2011–2050 гг. будет также значительным. В Южной Африке, России, Турции, Бразилии и Мексике он составит 30–50% ВВП, в Польше — выше 50% ВВП и Южной Корее — выше 100% ВВП (см. рис. 2.1).

На примере Польши видно расхождение методологий обоих анализов. Однако, несмотря на их разницу, масштабы будущих подразумеваемых обязательств государственных систем здравоохранения остаются значимыми почти во всех странах мира. Необ-

ходимы реформы, нацеленные на ограничение роста издержек этих систем и злоупотреблений правами на медицинскую помощь, финансируемую государством, введение частичных оплат за пользование услугами этих систем, отмену разного типа привилегий в оплате страховых взносов, и т.п. (см.: [Clements et al., 2011]).

2.4. Условные обязательства, связанные с поддержкой стабильности финансовой системы

Функционирование коммерческих банков, работающих по принципу лишь только частичного резервирования депозитов (*fractional reserve banking system*), приводит периодически к системным банковским кризисам. Чтобы избежать банковской паники, коллапса всей финансовой системы данной страны, распространения кризиса на другие страны (*contagion effect*) и удара по реальному сектору экономики, правительства часто вынуждены поддерживать убыточные банки посредством пополнения их капитала. Иногда несколько лет спустя часть этих издержек удается компенсировать за счет поступлений от повторной приватизации банков, национализированных во время кризиса. Однако это не всегда удается сделать.

Отрицательные бюджетные последствия банковских кризисов обычно значительны, о чем свидетельствует сравнительный исторический анализ (см.: [Reinhart, Rogoff, 2009, p. 162–171]). На рис. 2.2 представлена оценка МВФ издержек банковских кризисов в 1980-х и 1990-х годах еще до начала волны финансовых кризисов 1997–2001 гг. в Азии, России и СНГ и Латинской Америке, не говоря о глобальном финансовом кризисе, начавшемся в 2008 г.

Последствия этого последнего кризиса оказались очень серьезными для госбюджетов многих стран, в особенности США, Великобритании, Исландии, Ирландии, Испании, Кипра, Латвии и Словении. Так как санация банковской системы в ЕС далека от завершения, возможно, список стран, которые вынуждены оказать значительную бюджетную поддержку банковской системе, увеличится.

В связи с этим опытом можно смело говорить о будущих обязательствах государства, связанных с его ответственностью за стабильность банковской системы и других финансовых институтов. Большинство из них имеет подразумеваемый и условный характер. Хотя есть также примеры условных явных обязательств, особенно связанных с системой страхования депозитов вкладчиков. В тео-

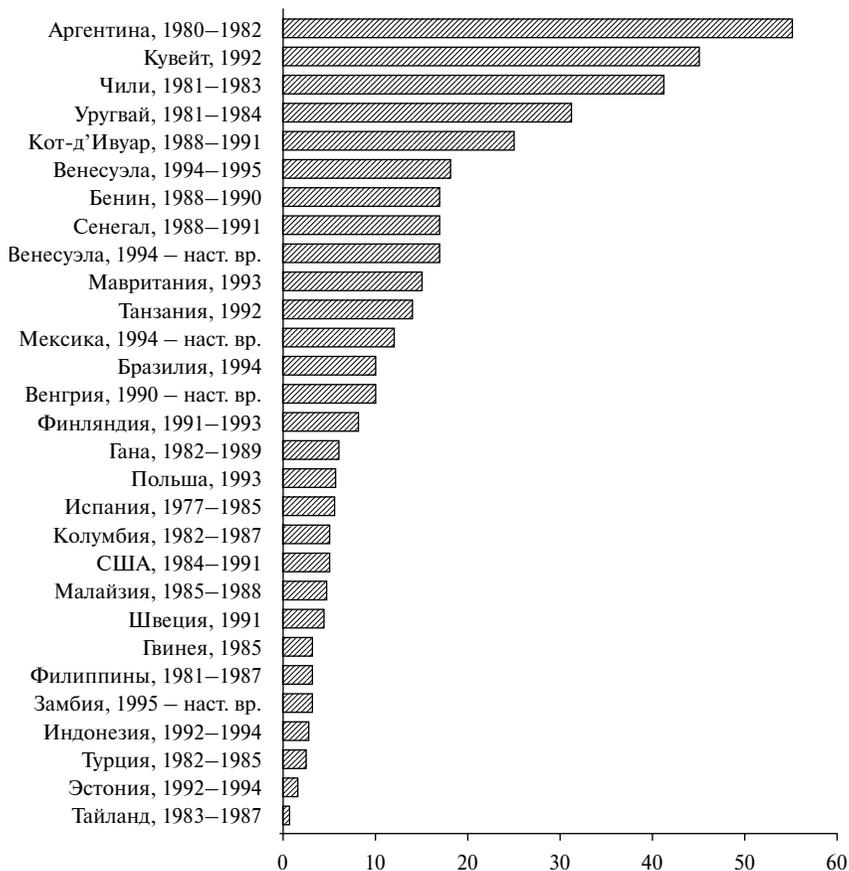


Рис. 2.2. Фискальные издержки разрешения банковского кризиса, в % ВВП

Источник: [Polackova, 1999].

рии такая система должна быть самофинансирующейся (из взносов банков). Однако в случае крупномасштабного кризиса средств, накопленных в системе страхования депозитов, часто не хватает и государство вынуждено оказать дополнительную поддержку.

Катастрофическим оказался опыт Ирландии, где осенью 2008 г. правительство, боясь банковской паники, предоставило 100%-е гарантии всех депозитов. Оглядываясь назад, можно сказать, что решение это оказалось серьезной ошибкой (см.: [Honohan et al.,

2010]), которая привела к росту госдолга Ирландии почти на 100% ВВП (см. табл. 3.2).

Объем условных обязательств государства, связанных с функционированием банковской системы, зависит от многих факторов, прежде всего от соотношения банковских активов к ВВП (чем выше, тем больше потенциальных обязательств), организационной структуры банковского сектора (концентрация банков увеличивает риск системного банковского кризиса), структуры его собственности (государственная собственность увеличивает риск кризиса; то же самое касается частной собственности, связанной с интересами финансируемых банками отраслей), качества банковского законодательства, регулирования и банковского надзора.

2.5. Другие условные обязательства

Кроме обязательств, связанных с поддержкой финансовой системы, есть и другие виды подразумеваемых обязательств государства. Они могут быть результатом неэффективной системы фискального федерализма (т.е. ожидания государственной поддержки субъектов федерации, регионов, муниципалитетов и т.п. в случае их дефолта), естественных монополий и других инфраструктурных предприятий (особенно государственного сектора), необходимости расчистки последствий прошлых квазифискальных операций (см. раздел 1.3) и т.п. (см.: [Polackova, 2009]).

3. Абсолютные и соотносительные меры госзадолженности

В макроэкономических, фискальных и финансовых анализах используются как абсолютные, так и соотносительные меры задолженности. В межстрановых анализах государственной задолженности чаще всего применяются соотносительные меры (см. раздел 3.2). Это необходимо, чтобы учесть разные масштабы экономик отдельных стран и разные валюты, в которых составляется национальная статистика госзадолженности. Абсолютные меры госзадолженности, чаще всего, преследуют цели внутреннего бюджетного контроля и мониторинга. Они используются в системе статистики национальных счетов и для составления разного типа финансовых и межотраслевых балансов, а также как числитель для составления относительных мер госзадолженности.

3.1. Абсолютные меры госзадолженности

В межстрановых анализах государственной задолженности (раздел 3.2) исходной категорией является совокупный валовой долг СГУ (*total gross debt of general government*). Согласно GFSM [2013, paragraph 7.238], он включает все обязательства СГУ, которые нуждаются в погашении в будущем, и это касается как основной суммы долга, так и процентов. Данные обязательства могут приобрести форму наличных и депозитов, долговых ценных бумаг, займов, программ страхования, пенсий и стандартизированных схем гарантий и других счетов, нуждающихся в оплате¹⁰.

Показатель совокупного валового долга СГУ представляет картину общей задолженности государства независимо от конкретного сегмента СГУ, в которой она возникла. Это единственная возможность провести межстрановые сравнительные анализы, без необходимости учета институциональной специфики в области конституционного устройства и организации государственных финансов в отдельных странах.

Однако для внутренних нужд (особенно для бюджетного мониторинга и контроля) может быть полезным анализ задолженности отдельных единиц СГУ, например, федерального или центрального правительства, регионов (субъектов федерации), единиц муниципального (местного) уровня управления, пенсионных или других социальных фондов.

Особый смысл анализа задолженности отдельных единиц СГУ возникает в условиях четкого разграничения бюджетных полномочий и ответственности, например, когда федеральное правительство не несет ответственности, правовой и фактической, за долги субъектов федерации и муниципалитетов (например, случай федеральной модели США и Канады; см.: [Bordo, Markiewicz, Jonung, 2011]). Тогда информация о задолженности федерального правительства и связанных с ним внебюджетных фондов/агентств/единиц имеет значение как для аналитических нужд, так и для фи-

¹⁰ «Gross debt consists of all liabilities that require payment or payments of interest and/or principal by the debtor to the creditor at a date or dates in the future. This includes debt liabilities in the form of SDRs, currency and deposits, debt securities, loans, insurance, pensions and standardized guarantee schemes, and other accounts payable. Thus, all liabilities in the GFSM 2001 system are debt, except for equity and investment fund shares and financial derivatives and employee stock options. Debt can be valued at current market, nominal, or face values» [GFSM, 2013, paragraph 7.238].

нансовых рынков. Если такого четкого разграничения ответственности не существует, финансовые рынки все-таки будут учитывать подразумеваемую ответственность федерального уровня за долги субъектов федерации и других территориальных единиц.

Таблица 3.1. Соотношение валового и чистого долга СГУ к ВВП, в %

Страна	Чистый долг	Валовой долг
Бразилия	35,2	68,0
Великобритания	81,6	88,8
Германия	57,4	81,9
Канада	34,7	85,3
Италия	106,1	127,0
Норвегия	-167,0	34,1
Саудовская Аравия	-53,9	3,7
США	84,1	102,7
Франция	84,0	90,2
Южная Африка	35,6	42,3
Япония	133,5	238,0

Источник: IMF World Economic Outlook. 2013. October.

Кроме совокупного валового долга, в бюджетной статистике используется показатель совокупного чистого долга (*total net public debt*) СГУ. Согласно GFSM [2013, paragraph 7.245], его вычисляют как разницу между совокупным валовым долгом (см. выше) и суммой финансовых активов во владении СГУ. Эти активы включают монетарное золото, SDRs, наличные в отечественной и иностранной валюте, депозиты, выделенные кредиты (также в форме покупки долговых ценных бумаг), финансовые активы государственных страховых и пенсионных программ и систем, а также стандартизированных гарантийных схем и другие финансовые требования¹¹.

У некоторых стран статистики валового и чистого долга сильно расходятся (см. табл. 3.1). Это касается стран, которые явля-

¹¹ «Net debt is calculated as gross debt minus financial assets corresponding to debt instruments. These financial assets are: monetary gold and SDRs, currency and deposits, debt securities, loans, insurance, pension, and standardized guarantee schemes, and other accounts receivable» [GFSM, 2013, paragraph 7.245].

ются крупными официальными, т.е. межгосударственными, кредиторами (Япония), или стран — производителей нефти и других природных ресурсов, часть из которых создала государственные резервные и инвестиционные фонды, часто называемые суверенными фондами (*sovereign wealth funds*). К этой второй группе принадлежат Норвегия и Саудовская Аравия.

Статистика чистой задолженности представляет более сбалансированную картину, так как она учитывает, кроме обязательств, также и финансовые активы. Однако статистика чистой госзадолженности вызывает много статистических проблем и не всегда представляет полную картину текущей и будущей платежеспособности государства. Это связано с разным качеством государственных финансовых активов и разной степенью их ликвидности. В особенности проблема недостаточного качества и ликвидности активов может касаться выдаваемых или гарантированных правительством кредитов, в том числе межгосударственных.

Здесь представляет интерес недавний опыт России, которая унаследовала от СССР не только государственную задолженность, но и финансовые требования ко многим странам бывшего соцлагеря и развивающимся странам, особенно к Кубе, Монголии, Вьетнаму, многим арабским и африканским государствам. Эти долговые требования, по состоянию на 1 марта 1993 г., были оценены Министерством финансов Российской Федерации на сумму 148,8 млрд долларов США [Дума, 2003]. Иными словами, на бумаге они превышали сумму долгов бывшего СССР, однако фактическая возвращаемость этих кредитов оказалась крайне низкой — не превышала 10%.

У многих стран, в том числе у России, Китая и Индии, нет международно сравнимой статистики совокупного чистого государственного долга. В статистической базе World Economic Outlook МВФ, версия от октября 2013 г., содержатся данные лишь только для 97 стран (общее количество 189).

Абсолютные меры задолженности, как валовой, так и чистой, выражаются обычно в национальной валюте. Обязательства в иностранной валюте переводятся на национальную валюту по официальному обменному курсу. В странах, у которых нет свободно конвертируемой валюты, и в связи с этим существует система множественных курсов, оценка данной составляющей совокупного госдолга может быть заниженной.

3.2. Соотносительные меры госзадолженности

Соотносительные меры госдолга создают возможность междо- странового сравнения, а также качественной оценки величины долгового бремени. Самой популярной мерой является соотношение долга, валового или чистого, к ВВП (*debt to GDP ratio*). Оно помогает соотнести объем государственной задолженности страны с ее экономическим потенциалом.

Однако этот показатель далек от совершенства. Во-первых, как следует из исторических анализов, уровень госзадолженности к ВВП не единственный фактор, определяющий уровень фискального и финансового риска страны. Иными словами, кризис госзадолженности может возникнуть при очень разных уровнях госдолга к ВВП (см. главу 6). Во-вторых, эта мера кажется сильно проциклической, т.е. ее значения быстро снижаются в условиях бума, а увеличиваются в условиях рецессии или замедления роста. Например, в табл. 3.2 представлен процесс очень быстрого наращивания уровня валовой задолженности СГУ в странах ЕС за годы последнего глобального финансового и экономического кризиса.

Проциклическость связана с конструкцией этого показателя. В условиях бума, с одной стороны, улучшается бюджетное сальдо, и в связи с этим госдолг (числитель) либо уменьшается, либо растет медленнее. С другой стороны, номинальный ВВП (знаменатель) растет быстрее. Кроме этого, в странах, которые заимствуют в иностранной валюте, в условиях хорошей конъюнктуры курс национальной валюты укрепляется, т.е. стоимость госдолга в национальной валюте (числитель) снижается. В условиях финансового кризиса и рецессии все эти тенденции работают с точностью наоборот. Более этого, некоторые условные обязательства государства, не входящие в статистику госдолга (см. главу 2), могут быть востребованы в условиях кризиса и могут увеличить номинальный госдолг. В особенности это касается явных и подразумеваемых гарантий стабильности банковской и финансовой системы.

В результате способность процентного соотношения госдолга к ВВП предсказывать риск долгового кризиса и, шире, макроэкономическую и финансовую надежность страны сильно ограничена. Устранить его недостатки можно за счет:

- расширения дефиниции госдолга путем включения части условных обязательств (см. главу 2);

Таблица 3.2. Совокупный валовой долг СГУ в ЕС,
в % ВВП, 2007–2012 гг.

Страна	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ЕС	59,4	63,9	74,4	80,2	82,8	87,0
Зона евро	66,5	70,3	80,0	85,6	88,1	92,9
Австрия	60,2	63,8	69,2	72,0	72,4	73,7
Бельгия	84,0	89,2	95,7	95,5	97,8	99,6
Болгария	18,6	15,5	15,6	14,9	15,4	18,5
Великобритания	43,7	52,2	68,1	79,4	85,4	90,3
Венгрия	67,0	73,0	79,8	81,8	81,4	79,0
Германия	65,4	66,8	74,5	82,5	80,5	82,0
Греция	107,3	112,5	129,3	147,9	170,6	158,5
Дания	27,5	33,4	40,7	42,7	46,4	50,1
Ирландия	25,0	44,5	64,9	92,2	106,5	117,1
Испания	36,3	40,2	53,9	61,3	69,1	84,1
Италия	103,3	106,1	116,4	119,3	120,8	127,0
Кипр	58,8	48,9	58,5	61,3	71,1	86,2
Латвия	7,8	17,2	32,9	39,7	37,5	36,4
Литва	16,8	15,5	29,3	37,9	38,5	39,6
Люксембург	6,7	14,4	15,3	19,2	18,3	21,1
Мальта	60,7	60,9	66,4	67,4	70,3	72,5
Нидерланды	45,3	58,5	60,8	63,1	65,5	71,7
Польша	45,0	47,1	50,9	54,8	56,4	55,2
Португалия	68,3	71,6	83,1	93,2	108,0	123,0
Румыния	12,7	13,6	23,8	31,1	34,2	37,0
Словакия	29,4	27,9	35,6	41,0	43,3	52,3
Словения	23,1	22,0	35,0	38,6	46,9	52,6
Финляндия	35,2	33,9	43,5	48,6	49,0	53,3
Франция	64,2	68,2	79,2	82,3	86,0	90,3
Хорватия	32,9	29,3	35,8	42,6	47,2	56,3
Чехия	27,9	28,7	34,2	37,8	40,8	43,1
Швеция	40,1	38,8	42,5	39,4	38,3	38,0
Эстония	3,7	4,5	7,2	6,7	6,1	8,5

Примечание: Серый цвет означает предварительную оценку МВФ.

Источник: МВФ — база данных World Economic Outlook. 2013. April.

- сравнения номинального госдолга (числитель) с неким «потенциальным» ВВП (знаменатель), вместо фактического, чтобы ослабить воздействие конъюнктурных факторов;
- замены ВВП другим макроэкономическим агрегатом, например, совокупными доходами СГУ (фактическими или потенциальными).

Все эти попытки сложны в реализации. Внедрение их в жизнь потребовало бы радикальной перестройки статистики государственных финансов не только в одной, отдельно взятой стране, а скорее всего — на уровне международных стандартов. При этом даже их успешная имплементация не решила бы полностью проблемы цикличности показателей.

Например, большинство доступных методологий оценки «потенциального» ВВП основано на сглаживании прошлых трендов ВВП, в результате чего получается усредненное значение ВВП за несколько прошлых лет. Однако будущая траектория роста ВВП может сильно отличаться от прошлых тенденций (из-за ограниченной повторяемости и регулярности бизнес-циклов).

Таблица 3.3. Совокупный валовой госдолг, в % совокупных доходов, СГУ, страны ЕС и G8, 2007–2012 гг.

Страна	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Австрия	126,5	132,1	142,7	149,6	150,6	150,5
Бельгия	174,5	183,0	199,0	196,4	197,5	195,8
Болгария	42,7	34,2	39,4	47,3	48,6	52,7
Великобритания	108,0	123,3	169,8	197,0	209,2	212,2
Венгрия	147,1	160,2	170,2	180,3	151,3	171,5
Германия	149,1	151,8	165,0	188,8	180,3	181,0
Греция	263,2	277,6	338,1	365,3	401,6	351,8
Дания	48,8	60,9	73,5	77,8	83,3	82,1
Ирландия	67,4	124,8	186,8	261,4	305,8	340,5
Испания	88,3	108,9	153,9	168,0	194,8	231,6
Италия	224,3	231,0	250,6	259,0	261,9	266,1
Кипр	130,6	113,5	145,8	150,0	179,0	216,8
Латвия	25,4	56,8	108,6	125,9	120,0	115,7
Литва	49,1	44,9	82,7	107,8	115,5	123,7
Люксембург	16,7	34,1	34,9	45,7	43,8	49,6

Страна	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Мальта	153,8	157,7	171,6	175,2	178,5	177,9
Нидерланды	99,7	125,2	132,5	136,9	144,1	153,6
Польша	111,6	119,1	136,9	146,2	146,5	145,0
Португалия	166,2	174,4	211,4	225,7	240,4	303,1
Румыния	33,5	36,9	73,9	89,9	100,4	113,5
Словакия	91,4	84,9	106,1	126,9	130,1	157,7
Словения	54,6	52,1	83,1	88,8	108,0	122,9
Финляндия	66,7	63,4	81,5	91,8	90,9	98,5
Франция	128,8	136,6	160,9	166,4	169,5	174,2
Хорватия	82,5	74,7	91,9	111,6	126,8	140,6
Чехия	69,3	73,7	88,9	98,2	103,6	115,1
Швеция	73,7	72,0	78,9	75,4	75,1	74,1
Эстония	10,1	12,4	16,6	16,5	15,7	25,1
Канада	145,3	161,1	189,0	197,7	207,3	214,5
Россия	21,4	20,1	31,3	31,9	31,2	33,3
США	176,1	194,6	261,5	290,1	301,7	318,7
Япония	567,4	532,6	699,1	676,7	728,0	765,2

Источник: Moody's Statistical Handbook. 2013. November.

В свою очередь, объем доходов СГУ также очень сильно зависит от конъюнктурных факторов, что убедительно доказал опыт бума 2000-х годов и последующего глобального финансового кризиса (см.: [Dabrowski, 2012]). В результате динамика изменений в соотношении госдолга к доходам (табл. 3.3) не сильно отличается от динамики изменений в соотношении госдолга к ВВП (см. табл. 3.2).

Тем не менее потенциальные доходы СГУ учитываются финансовыми инвесторами в принимаемых ими решениях. Именно этим фактором можно попытаться объяснить пока терпимое отношение финансовых рынков к быстрому росту совокупного валового госдолга Японии (очень низкие ставки НДС, которые можно в любое время повысить) и США (наличие многих налоговых льгот, возможность повышения подоходного налога с физических лиц).

4. Источники финансирования госдолга

4.1. Внутренние и внешние источники финансирования госдолга

Государственный долг может финансироваться из разных источников: внутренних и внешних, официальных и коммерческих. Граница между внутренними и внешними источниками проведения согласно их резиденции — в данной стране или вне ее границ. Валютное законодательство большинства стран пользуется классификацией экономических субъектов на резидентов и нерезидентов, и она служит за основу для разграничения источников финансирования госдолга.

Среди внутренних официальных источников в первую очередь необходимо назвать финансирование со стороны центрального банка (монетизация госдолга), которое ведет к дополнительной денежной эмиссии, с возможными инфляционными последствиями. Правительство обращается к нему в крайних случаях, когда другие источники финансирования недоступны. Это обычно условия войны, революции, распада системы управления государством, неспособности собирать налоги, а также крайне популистских экспериментов в области экономической политики. В нормальных условиях вводятся, скорее всего, конституционные и законодательные ограничения, а иногда и полный запрет на этот источник финансирования¹², как мера повышения независимости центрального банка и стабильности национальной валюты.

Интересно, что в условиях глобального финансового кризиса и крайне мягкой денежной политики в большинстве высокоразвитых стран наблюдается возврат, косвенным путем, к этому источнику финансирования. В рамках политики «количественного смягчения» центральные банки покупают на вторичном рынке государственные ценные бумаги в больших объемах. Конечно, формальной целью этих операций является увеличение денежного предложения, а не финансирование бюджетного дефицита и госдолга.

¹² Имеется в виду выдача прямого кредита правительству или покупка государственных ценных бумаг на первичном рынке. У центральных банков есть возможность покупать государственные ценные бумаги на вторичном рынке или принимать их в залог под кредиты, выдаваемые коммерческим банкам, т.е. использовать их как инструменты денежной политики.

Для финансирования дефицита/валового госдолга правительство может также использовать свои финансовые и нефинансовые активы, например, средства, накопленные раньше на депозитных счетах, в резервных и суверенных фондах, поступления от продажи государственного имущества (доходы от приватизации).

Однако в большинстве развитых стран и стран с формирующимися рынками главный источник финансирования госдолга — заимствование на коммерческом рынке либо в виде размещения государственных ценных бумаг с разным сроком погашения (чаще), либо — прямых кредитов от коммерческих банков (реже). Менее «цивилизованной» формой финансирования государственных обязательств являются бюджетные неплатежи (*budget arrears*) (см. раздел 1.4).

Что касается внешнего финансирования, оно может осуществляться как из официальных, так и коммерческих источников. К числу официальных источников относятся кредиты и займы от международных финансовых организаций (МФВ, Всемирного банка, ЕС, региональных банков развития) и межгосударственные кредиты. Внешние коммерческие источники в принципе те же самые, что и в случае внутреннего финансирования — поступления от продажи государственных активов (приватизация), государственных ценных бумаг, размещенных на международных финансовых рынках, и кредиты от коммерческих банков или других финансовых институтов.

4.2. Выгоды и риски, связанные с внешним финансированием и заимствованием в иностранной валюте

Кроме классификации источников финансирования на основе места их резиденции (см. раздел 4.1), второй важный критерий — это валюта заимствования: либо национальная, либо иностранная. Эти две классификации могут пересекаться. В условиях свободного движения капитала и отсутствия валютного контроля нерезиденты могут покупать государственные ценные бумаги и предоставлять правительству кредиты в отечественной валюте, а резиденты — финансировать госдолг, деноминированный в иностранной валюте¹³. В финансовых анализах иногда путают эти два

¹³ Чтобы запутать картину, бывают еще государственные ценные бумаги, формально деноминированные в национальной валюте и предназначенные в пер-

критерия, принимая тождество валюты и резиденции источника финансирования, что не соответствует реалиям современной экономики.

В крайних случаях необходимость заимствования за рубежом возникает из-за отсутствия неинфляционных внутренних источников финансирования госдолга в результате либо недоразвития финансовых рынков, либо недоверия резидентов будущей платежеспособности правительства. Во втором варианте сложно рассчитывать и на коммерческие внешние источники. Остается лишь только заимствование у официальных кредиторов, например, у МВФ и Всемирного банка.

Похожие обстоятельства касаются заимствования в национальной валюте. В странах с новейшей историей высокой инфляции или гиперинфляции это либо вообще невозможно, либо обходится очень высокой ценой (имеется в виду необходимость платить высокие процентные ставки кредитором). Ситуация, в которой экономические субъекты данной страны (как частного, так и государственного секторов) не в состоянии заимствовать в своей собственной валюте, в литературе получила название «первородного греха» (*original sin*). Она дает обоснование либо для жесткой привязки национальной валюты к одной из глобальных валют, типа валютного совета (*currency board*), либо односторонней долларизации, т.е. полного отказа от национальной валюты (см.: [Hausmann, 2001]).

Недоверие национальной валюте и высокий уровень спонтанной долларизации (или евроизации в случае стран Юго-Восточной Европы) могут сохраниться долгие годы после эпизодов высокой инфляции, гиперинфляции или валютного кризиса.

В менее крайних обстоятельствах, т.е. отсутствия сильного недоверия национальной валюте, заимствование в иностранной валюте кажется просто более выгодным, по крайней мере в краткосрочной перспективе, из-за более низких процентных ставок. Международные рынки финансовых инструментов, денонмированных в глобальных валютах, характеризуются также большим финансовым потенциалом и ликвидностью по сравнению с рынком любой развивающейся страны в ее национальной валюте (даже с присутствием нерезидентов). В результате на них можно

вую очередь для резидентов, но индексированные согласно изменениям курса национальной валюты. Примером могут быть известные тесобонос (*tesobonos*) в Мексике в начале 1990-х годов, индексированные к доллару США.

заимствовать больше. В то же время, заимствуя в иностранной валюте, правительство создает нехеджированные обязательства, делая себя уязвимым в случае обесценения национальной валюты (тогда совокупный госдолг в пересчете на национальную валюту значительно увеличивается).

Что касается открытия рынка госдолга в национальной валюте для нерезидентов: оно приводит к его расширению и повышению ликвидности и конкурентности, что помогает снизить доходность государственных ценных бумаг. Вместе с тем появляется сомнение по поводу стабильности этого рынка в случае неблагоприятных внешних шоков. Доминирующий стереотип мышления наводит на мысль, что в случае внешнего шока с рынка уходят нерезиденты, а остаются резиденты. Так фактически бывает (например, в Венгрии в октябре-ноябре 2008 г., когда с рынка государственных ценных бумаг, деноминированных в форинтах, ушли в первую очередь нерезиденты), но не всегда. Очень часто с рынка уходят, прежде всего, резиденты (например, в России и Украине в 2008–2009 гг. или в странах Латинской Америки в предыдущие десятилетия).

Кажется, что для стабильности рынков государственных ценных бумаг модель бизнеса финансовых инвесторов является более важным фактором (ориентация на долгосрочные или краткосрочные вложения), чем место их резиденции. В более общем плане внешнее открытие экономики, в том числе финансового рынка, помимо многих выгод, делает ее более уязвимой на внешние шоки и зависимой от внешней конъюнктуры.

Несмотря на все выгоды, связанные с внешним финансированием государственной задолженности, его роль в развивающихся странах и странах с формирующимися рынками постепенно уменьшается (рис. 4.1; см. также: [Panizza, 2008]). Эта тенденция обусловлена развитием финансовых рынков и прогрессом в области макроэкономической стабилизации, достигнутыми данной группой стран в течение последних 20 лет.

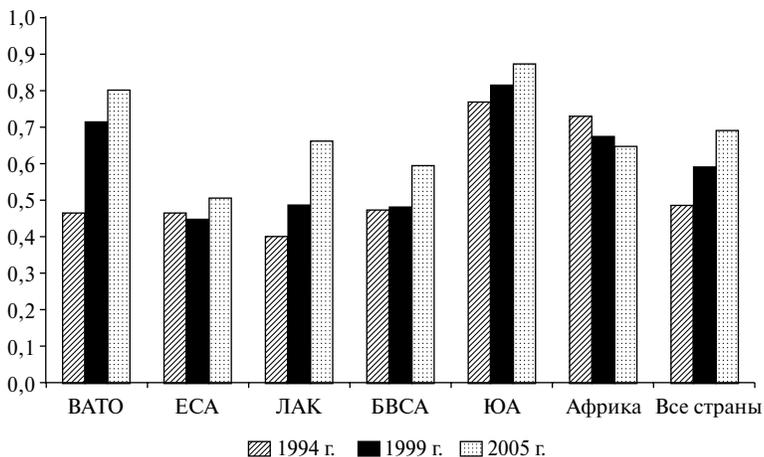


Рис. 4.1. Доля внутреннего госдолга в совокупном госдолге развивающихся стран и стран с формирующимися рынками, в % (взвешенное среднее)

Примечание: ВАТО — Восточная Азия и Тихий океан, ЕСА — Европа и Средняя Азия, ЛАК — Латинская Америка и Карибы, БВСА — Ближний Восток и Северная Африка, ЮА — Южная Азия, Африка — африканские страны к югу от Сахары.

Источник: [Panizza, 2008, p. 9].

Таблица 4.1. Доля долга деноминированного/индексированного в иностранной валюте в совокупном долге, в %, СГУ, формирующиеся рынки, 2003–2012 гг.

Страна	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Центральная и Восточная Европа										
Албания	25,9	25,2	25,1	24,3	23,2	27,5	33,3	37,5	38,1	38,6
Болгария	90,6	87,5	84,1	80,8	76,2	75,7	76,7	74,3	73,7	77,6
Босния и Герцеговина	98,9	98,9	98,9	98,6	96,7	54,9	60,2	64,6	64,2	61,3
Венгрия*	—	25,7	28,2	28,1	28,7	37,6	44,7	44,6	49,5	40,9
Латвия*	49,6	56,6	56,0	58,1	61,6	47,7	78,2	83,9	86,2	87,7
Литва	61,2	61,7	60,3	68,4	67,2	64,2	70,3	73,6	74,0	75,6
Польша	32,4	26,7	27,4	25,5	23,5	25,7	25,7	26,3	30,1	29,8
Румыния	81,5	76,6	82,3	80,2	65,6	59,7	59,9	58,3	57,7	58,9

Страна	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Сербия	61,5	58,0	58,6	59,0	61,5	64,0	57,5	59,6	60,9	59,4
Турция*	46,3	41,5	37,6	37,2	31,3	33,8	29,1	26,7	29,6	27,4
Чехия	3,5	9,3	12,3	11,9	9,4	13,8	16,2	17,7	16,3	18,4
СНГ										
Армения	94,4	92,9	90,8	88,4	86,9	82,7	88,2	86,9	86,4	85,6
Беларусь	29,4	22,8	23,9	14,3	24,6	28,3	50,2	46,4	75,6	48,8
Грузия	—	—	79,2	78,5	78,1	85,1	85,0	85,7	85,6	84,5
Казахстан	64,2	48,5	32,2	27,2	22,1	18,4	18,9	23,7	23,0	19,4
Молдова	87,7	83,7	81,2	80,4	79,1	83,9	84,9	83,4	90,8	91,1
Россия	81,2	79,9	75,2	48,6	32,8	30,6	33,8	28,1	22,4	21,7
Украина	73,6	77,6	79,7	84,4	78,8	75,4	67,3	64,4	61,7	48,1
Ближний Восток и Северная Африка										
Египет	28,1	23,4	21,0	19,5	18,6	18,4	18,9	16,9	15,4	14,7
Иордания	76,7	72,0	69,2	65,3	58,7	38,7	35,3	36,6	31,0	28,0
Израиль	25,5	25,5	26,2	25,1	22,6	19,8	18,5	17,1	17,4	15,9
Ливан	49,1	53,4	51,9	53,3	54,6	48,5	45,2	42,5	42,4	45,7
Марокко	27,2	23,9	21,1	19,7	20,0	21,0	22,8	24,0	23,1	23,7
Тунис*	64,8	63,5	64,2	60,1	58,6	61,2	58,7	60,9	58,3	60,9
Азия										
Бангладеш	66,7	66,0	65,0	64,5	62,9	56,7	53,8	51,7	49,0	47,9
Вьетнам	76,9	75,8	70,4	68,4	67,7	62,7	60,5	59,5	61,0	56,9
Индия	7,5	7,1	6,6	6,2	5,9	6,4	5,9	5,8	5,9	5,4
Индонезия	51,4	54,0	54,3	49,6	48,1	52,1	47,4	46,2	45,0	42,8
Китай	16,2	9,7	8,5	4,7	3,2	2,6	2,2	1,9	1,6	1,5
Малайзия*	19,8	16,0	13,1	10,3	7,3	6,6	3,8	4,1	4,0	3,4
Пакистан	47,8	47,0	46,3	45,7	45,2	44,7	48,2	46,2	42,6	38,9
Таиланд	21,6	16,7	13,1	8,0	4,6	3,4	2,2	1,8	1,5	1,3
Филиппины*	53,2	53,0	50,0	49,9	46,9	49,4	50,2	47,3	45,5	39,9
Африка к югу от Сахары										
Гана	83,3	77,8	76,8	40,8	48,4	50,5	54,0	52,7	50,6	47,3
Кения	58,4	59,1	57,9	54,7	49,5	50,5	50,8	46,1	48,6	47,4
Нигерия	73,6	68,8	61,9	22,3	16,3	18,2	16,5	13,5	14,3	13,8
Южная Африка	14,5	12,4	12,6	14,0	14,3	17,8	13,5	9,7	9,9	9,2

Страна	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Латинская Америка										
Аргентина	75,8	75,6	51,4	52,1	52,8	52,5	54,1	58,8	60,1	59,0
Бразилия	23,7	20,3	15,7	11,3	7,6	8,3	5,6	5,4	4,8	5,0
Венесуэла*	64,8	65,6	67,7	64,8	69,9	75,3	66,7	59,4	61,7	50,6
Колумбия	49,5	44,6	35,8	36,5	33,6	34,2	33,6	31,2	30,8	27,8
Мексика*	39,3	38,1	33,6	21,4	19,5	19,0	19,1	19,7	21,2	19,7
Чили*	90,7	84,0	71,7	67,8	51,5	40,0	22,8	17,3	17,2	16,1

* Центральное/федеральное/национальное правительство.

Источник: Moody's Statistical Handbook. 2013. November.

Эта тенденция в основном подтверждается табл. 4.1, на которой представлена доля долга либо деноминированного, либо индексированного в иностранной валюте в совокупном долге СГУ для отдельных стран с формирующимися рынками. Страны с переходной экономикой (Центральная и Восточная Европа, СНГ) характеризуются относительно высокой долей по сравнению с другими регионами, за исключением России, Казахстана и Чехии. В то же время наблюдается разница между странами в этом же самом регионе, например, между Аргентиной и Бразилией, Индией, Пакистаном и Бангладеш, Вьетнамом и Китаем, Малайзией и Индонезией, Венгрией и Чехией.

5. Факторы, определяющие динамику соотношения госдолга к ВВП

Несмотря на все его аналитические недостатки, обсуждаемые в разделе 3.2, соотношение совокупного валового госдолга к ВВП — это показатель, который чаще других служит главным критерием оценки качества и прочности фискальной политики данной страны. В связи с этим необходимо проанализировать, какие факторы определяют его динамику.

Самое простое уравнение, описывающее взаимосвязь между приростом валового долга СГУ, первичным дефицитом/профицитом (*primary deficit/surplus*) СГУ, динамикой реального ВВП и ре-

альными процентными ставками, по которым государство заимствует, представим следующим образом (см.: [Escolano, 2010]):

$$d_t - d_{t-1} = \frac{r_t}{1 + g_t} d_{t-1} - \frac{g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - p, \quad (5.1)$$

где d_t — соотношение долга на конец периода t к ВВП за период t ; d_{t-1} — соотношение долга на конец периода $t - 1$ к ВВП за период $t - 1$;

r_t — реальная процентная ставка за период t ;

g_t — прирост реального ВВП между $t - 1$ и t ;

p_t — соотношение первичного бюджетного сальдо (дефицита или профицита) к ВВП за период t .

Из уравнения 5.1 следует, что росту соотношения валового госдолга к ВВП способствуют:

- первичный дефицит СГУ, т.е. когда непроцентные расходы СГУ (без издержек обслуживания госдолга) превышают его доходы;
- реальные процентные ставки заимствования превышают темпы роста реального ВВП.

Уравнение 5.1 хорошо иллюстрирует циклический характер соотношения госдолга к ВВП, что обсуждалось в разделе 3.2. Во время хорошей конъюнктуры темпы роста реального ВВП более высоки, финансирование легче доступно, что часто отражается в более низких реальных процентных ставках, а быстрый рост доходов бюджета помогает улучшить первичное сальдо СГУ. В условиях рецессии все эти показатели ухудшаются, приводя к увеличению соотношения долга к ВВП.

Кроме того, если финансовые рынки начинают сомневаться в будущей платежеспособности данного правительства, реальные процентные ставки быстро идут вверх, что дополнительно ухудшает перспективы платежеспособности. Такого типа негативную спираль рыночных ожиданий¹⁴ можно было наблюдать накануне многих финансовых кризисов, например, в Мексике в 1994 г., России в 1997–1998 гг., Аргентине в 2000–2002 гг., Греции в 2009–2010 гг., Ирландии в 2010 г., Португалии в 2010–2011 гг. и на Кипре в 2012–2013 гг.

¹⁴ В экономической литературе такая спираль описывается как механизм множественных точек равновесия (*multiple equilibria*).

Уравнение 5.1 не определяет напрямую роли инфляции. После начала глобального финансового кризиса некоторые экономисты предлагали умеренное повышение уровня инфляции как инструмент поощрения экономического роста и реального обесценения накопленной госзадолженности (см.: [Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro, 2010]). Однако анализ составляющих уравнения 5.1 наводит на мысль, что единственный канал потенциального влияния повышенной инфляции на динамику соотношения долга к ВВП проходит через реальные процентные ставки. Если рост инфляции оказался бы неожиданным для финансовых рынков, тогда могло бы получиться снижение реальных процентных ставок. В действительности такой сценарий мало вероятен, так как способность финансовых рынков прогнозировать рост инфляции в результате заведомо проинфляционных действий центрального банка достаточно большая. В результате финансовые рынки могут предупредить падение реальной доходности государственных ценных бумаг посредством повышения номинальных процентных ставок.

Уравнение 5.1 не учитывает изменений в валютном курсе. На самом деле, оно построено для страны, правительство которой не заимствует в иностранной валюте. Это, конечно, нереалистическая предпосылка для большинства стран с формирующимися рынками (см. раздел 4.2). Чтобы учесть этот фактор, надо расширить уравнение 5.1, добавив долг в иностранной валюте [Leu, 2010]:

$$D = Dh + eDf, \quad (5.2)$$

где D — совокупный госдолг;

Dh — долг в национальной валюте;

Df — долг в иностранной валюте;

e — обменный курс (стоимость единицы иностранной валюты в национальной валюте).

Соответственно, обесценение национальной валюты повышает долговое бремя, а ее укрепление — снижает.

6. Критический уровень госзадолженности, при котором возникает риск дефолта

Вслед за так называемыми Маастрихтскими критериями ЕС (см. главу 7) многие аналитики начали принимать уровень валово-

вого долга СГУ ниже 60% ВВП как относительно безопасный с точки зрения риска дефолта. Однако если посмотреть на историю долговых кризисов (в том числе финансовых кризисов с сильной фискальной составляющей), представленную в табл. 6.1, проблемы с обслуживанием госдолга (и доступом правительства к финансовым рынкам) могут возникнуть на уровне более низком, чем 60% ВВП. Более того, иногда они возникают даже при снижающемся уровне задолженности в период, непосредственно предшествующий кризису (Сербия и Украина в 2008 г.).

Таблица 6.1. Уровень валового долга СГУ, в % ВВП, в период долгового кризиса

Страна	Год начала кризиса (<i>t</i>)	<i>t</i> – 3	<i>t</i> – 2	<i>t</i> – 1	<i>t</i>	<i>t</i> + 1	<i>t</i> + 2
Аргентина	2001	38,2	43,5	45,6	53,6	165,0	139,4
Венгрия	2008	61,7	65,9	67,0	73,0	79,8	81,8
Греция	2010	107,2	112,9	129,7	148,3	170,3	156,9
Ирландия	2010	24,9	44,2	64,4	91,2	104,1	117,4
Исландия	2008	25,4	30,1	29,1	70,4	88,0	90,6
Испания	2011	40,2	54,0	61,7	70,4	85,9	
Италия	2011	106,1	116,4	119,3	120,8	127,0	
Кипр	2012	58,5	61,3	71,1	85,8		
Латвия	2008	11,8	9,9	7,8	17,2	32,9	39,7
Португалия	2011	71,7	83,7	94,0	108,4	123,8	
Россия	1998	n/a	n/a	n/a	n/a	99,0	59,9
Румыния	2009	12,6	12,7	13,6	23,8	31,1	34,4
Сербия	2008	56,3	42,2	34,6	33,4	38,1	46,5
Словения	2013	38,7	46,9	52,8	71,5*		
Турция	2001	n/a	n/a	51,6	77,9	74,0	67,7
Украина	1998	n/a	n/a	29,9	48,1	61,0	45,3
Украина	2008	17,7	14,8	12,3	20,5	35,4	40,5

* Прогнозируемый показатель.

Источник: База данных МВФ (World Economic Outlook), октябрь 2013.

В то же время есть ряд высокоразвитых стран (см. табл. 3.1 и 3.2), например, Япония, США, Великобритания, Франция, Герма-

ния, Бельгия, Нидерланды и Австрия, у которых валовой госдолг превышает, иногда значительно, 60% ВВП и которые продолжают оцениваться финансовыми рынками как финансово надежные. Они сохраняют самые высокие кредитные рейтинги.

Интересно, что табл. 6.1 показывает, что фискальные проблемы стран, попавших в кризис, обычно продолжают углубляться после его возникновения как результат обесценения национальной валюты, роста процентных ставок, издержек, связанных с санированием банковской системы и падением ВВП.

Кстати, упомянутый Маастрихтский норматив 60% ВВП и верхний лимит дефицита СГУ в размере 3% ВВП были результатом политического компромисса между странами — членами ЕС и отражали макроэкономические реалии начала 1990-х годов в европейской экономике. В особенности страна, у которой соотношение госдолга к ВВП составляло точно 60%, могла позволить себе бюджетный дефицит 3% ВВП (разрешаемый Маастрихтским договором) лишь только при условии реального роста ВВП не меньше 3% в год (предполагая инфляцию не выше 2%; см.: [Dabrowski, 2012]). В то время такие темпы экономического роста не были редкостью в странах Западной Европы. Сегодня средние темпы роста значительно ниже 3%, а это означает необходимость более жесткой бюджетной политики для стабилизации уровня государственной задолженности в отношении ВВП.

Анализируя табл. 6.1 и кредитные рейтинги отдельных стран, становится понятным, что относительный уровень задолженности — это далеко не единственный фактор, определяющий возможный риск суверенного дефолта. Кроме уровня валового долга СГУ, можно назвать другие факторы и обстоятельства, такие как:

- динамика задолженности; если она быстро растёт (это дополнительный фактор риска);
- ожидаемые сроки погашения долговых обязательств; их концентрация на протяжении короткого периода времени может привести к проблемам с их обновлением;
- наличие ликвидных финансовых активов, т.е. разница между валовым и чистым долгом (см. раздел 3.1);
- доля нерезидентов среди кредиторов; высокая доля нерезидентов теоретически повышает риск их быстрого выхода из рынка в случае глобального или регионального кризиса;
- доля краткосрочных инвесторов среди кредиторов (которая также повышает риск и издержки рефинансирования в случае шока);

- доля долговых обязательств, деноминированных в иностранной валюте в связи с риском девальвации;
- наличие условных обязательств, особенно в банковской и финансовой системе (см. раздел 2.4); неслучайно банковские кризисы в Исландии, Великобритании, США, Ирландии, Испании, Латвии, на Кипре и в Словении привели к значительному повышению их государственной задолженности;
- открытость и комплектность информации о государственной задолженности, прозрачность системы управления госдолгом [IMF, 2001];
- финансовая репутация страны (прошлые эпизоды дефолтов, высокой инфляции и гиперинфляции, банковских кризисов, стабильность и прочность национальной валюты, и т.п.);
- политическая стабильность и политическая способность принятия решений, необходимых для фискальной консолидации, предсказуемость экономической политики;
- налоговый потенциал страны (см. раздел 3.2); наличие неналоговых источников доходов, в том числе доходов рентного характера, связанных с наличием натуральных ресурсов;
- уровень развития финансовых рынков и их ликвидность;
- внешний спрос на финансовые инструменты данной страны и международная роль национальной валюты; именно этот фактор объясняет готовность финансовых рынков финансировать высокий уровень госдолга таких стран, как США, Япония, Германия и Великобритания;
- ситуация на международных финансовых рынках: изменения в глобальной ликвидности, изменения в настроениях инвесторов, реакция на неожиданные шоки.

Таким образом, нет единой нормы «безопасного» заимствования. Каждая страна должна определить для себя максимальный уровень задолженности, исходя из собственной макроэкономической и кредитной истории, а также опыта других стран, учитывая, однако, их специфику. Так как риск дефолта определяется слишком многими факторами и иногда непредсказуемыми обстоятельствами (например, наличием глобальных шоков и паники на международных рынках), «безопасный» потолок задолженности должен быть определен на относительно невысоком уровне, с достаточным запасом прочности.

7. Опыт нормативного определения максимально допустимого уровня госзадолженности

Многие страны вводят формальные ограничения, касающиеся роста госзадолженности, в прямом или косвенном виде. Прямые ограничения обычно устанавливают максимальный потолок госдолга либо в номинальном выражении, либо как процент ВВП. Косвенные ограничения не лимитируют уровня или роста госзадолженности напрямую: они устанавливают либо принцип сбалансированного бюджета, либо допустимый уровень бюджетного дефицита, либо вводят ограничения на рост бюджетных расходов, предполагая, что они помогут тормозить рост госзадолженности.

Вышеупомянутые ограничения называют фискальными правилами (*fiscal rules*). Они записаны либо в конституции, либо в обычном законодательстве. Они могут касаться целого СГУ или его отдельных составляющих, например, центрального (федерального) правительства, субъектов федерации или регионов и муниципалитетов. В некоторых федеральных государствах субъекты федерации сами принимают фискальные правила в своих конституциях или уставах. Так, например, в США, где штаты не могут рассчитывать на поддержку федерального правительства в случае дефолта, и поэтому сами заботятся о бюджетной дисциплине [Bordo, Markiewicz, Jonung, 2011].

В принятии и развитии фискальных правил лидируют страны ЕС. Этот процесс начался с подписания Маастрихтского договора в 1992 г., который ввел так называемые Маастрихтские критерии: дефицит СГУ, не превышающий 3% ВВП, и уровень госдолга, не превышающий 60% ВВП (см. главу 6). Целью этих нормативов было обеспечение стабильности совместной европейской валюты — евро. Эти постановления были последовательно повторены в Договоре о функционировании Европейского союза, подписанном в Лиссабоне 13 декабря 2007 г. и вступившем в действие 1 декабря 2009 г.¹⁵

Более подробно вышеуказанные лимиты были прописаны во вторичном законодательстве ЕС, а именно — в так называемом Пакте стабильности и роста, ПСР (*Stability and Growth Pact — SGP*),

¹⁵ Полный текст договора помещен на сайте: <<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/08/st06/st06655-re07.en08.pdf>>.

принятом Советом ЕС в Амстердаме 17 июня 1997 г. (European Council, 1997). ПСР конкретизировал Маастрихтские критерии, ввел санкции (в том числе финансовые) за их нарушение, а также Процедуру чрезмерного дефицита, ПЧД (*Excessive Deficit Procedure* — EDP), обеспечивающую возврат страны-нарушителя к дефициту ниже 3% ВВП. Как и в случае Маастрихтских нормативов, обоснованием для ПСР была защита стабильности евро и попытка избежать «эффекта безбилетника» (*free riding problem*), когда страна с недостаточной бюджетной дисциплиной пользуется выгодами от совместной валюты и может заимствовать по низким процентным ставкам.

С самого начала исполнение Маастрихтских критериев и ПСР сталкивалось с «проблемой коллективного действия» (*collective action problem*), т.е. отсутствия консенсуса и решимости среди стран — членов ЕС принимать соответствующие меры для наведения бюджетной дисциплины. Причиной оказалось слишком большое число стран, у которых появились проблемы с соблюдением Маастрихтских нормативов [Dabrowski, 2012]. В результате они не были готовы наказывать других нарушителей, а сам ПСР был смягчен в 2005 г. посредством добавления к нему различных исключений и обстоятельств, оправдывавших нарушение норм.

Однако после начала греческого кризиса госзадолженности в 2010 г. ПСР был опять ужесточен дополнительными, на этот раз более автоматическими, санкциями и расширен в части профилактики и более тщательного мониторинга госзадолженности [Dabrowski, 2010]. Раньше он концентрировался на самом дефиците.

Кроме этого, Европарламент и Совет ЕС приняли в 2011 г. директиву, рекомендуемую странам — членам ЕС ввести ограничения уровня госдолга и бюджетного дефицита в их собственные национальные конституции и законодательство. Дополнительно начиная с 2012 г. была запущена процедура предварительного мониторинга проектов национальных бюджетов под названием Европейский семестр (*European Semester*)¹⁶.

Наконец, 2 марта 2012 г. все страны ЕС, кроме Великобритании и Чехии¹⁷, подписали так называемый Договор о фискаль-

¹⁶ Подробно об этой процедуре см.: <<http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester>>.

¹⁷ Новое правительство Чехии, сформированное в феврале 2014 г., объявило о намерении подписать Договор о фискальной стабильности.

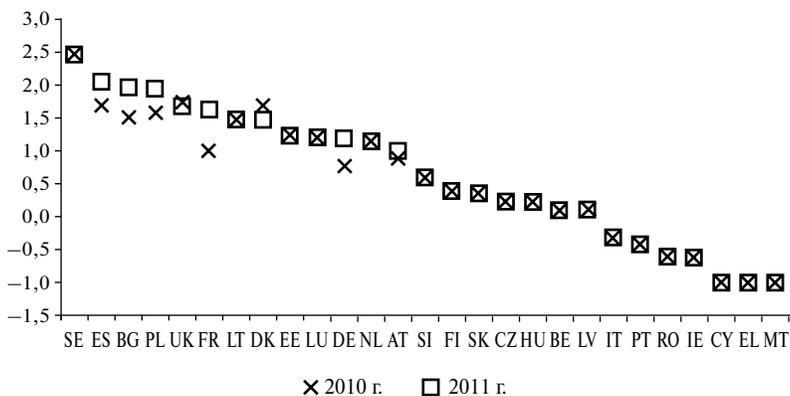


Рис. 7.1. Индекс фискальных правил в странах ЕС, 2010–2011 гг.

Источник: См.: <http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/fiscal_governance/documents/nfr_2011_graph_4.pdf>.

ной стабильности¹⁸, который вступил в действие 1 января 2013 г. В общем он закрепляет в форме межправительственного договора принципы повышенной бюджетной дисциплины внутри ЕС и на национальном уровне, особенно в отношении стран зоны евро.

В результате вышеупомянутых законодательных инициатив на уровне ЕС ускорился процесс принятия национальных фискальных правил в странах — членах ЕС. Он пока еще не закончен, поэтому можно провести лишь только предварительный анализ¹⁹. В общем национальные фискальные правила имеют разнообразный характер (между прочим, из-за особенности государственного устройства и правовых систем отдельных стран) и их нелегко сравнивать между собой. Тем не менее Европейская комиссия предприняла попытку составить сводный индекс фискальных правил в странах ЕС, который представлен на рис. 7.1. Согласно индексу, самые жесткие правила были приняты в Швеции, Испании, Бол-

¹⁸ Его полное название — Договор о стабильности, координации и управлении в Экономическом и денежном союзе (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union). Его полное содержание см. сайте: <http://www.eurozone.europa.eu/media/304649/st00tscg26_en12.pdf>.

¹⁹ Европейская комиссия проводит периодические опросы и анализы этих правил. Результат последнего опроса (с конца 2011 г.) см. на сайте Европейской комиссии: <http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/fiscal_governance/documents/fiscal_rules_2011_final.xlsx>.

гании, Польше, Великобритании, Франции, Литве, Дании, Эстонии, Люксембурге, Германии и Нидерландах, а наименее жесткие — на Кипре, в Греции и на Мальте.

Среди более интересных решений следует упомянуть конституционную норму в Польше (госдолг не может превышать 60% ВВП), принятую еще в 1997 г., и два дополнительных потолка задолженности, определенных обычным законодательством (50 и 55% ВВП), нарушение которых требует принятия соответствующих коррекционных мер в фискальной политике.

Похожая конституционная норма (совокупный валовой госдолг не выше 60% ВВП) была принята в Испании в 2011 г., хотя, в отличие от Польши, она разрешает исключение в случае рецессии, стихийных бедствий и других чрезвычайных ситуаций. В Болгарии с 2003 г. работает закон, из которого следует, что соотношение государственной задолженности к прогнозируемому ВВП на конец года не может превысить прошлогоднего уровня. Однако эта норма остается активной лишь только в случае, когда уровень госдолга к ВВП превышает 60%.

Германия пошла другим путем, приняв в 2009 г. конституционную поправку, которая хотя известна под названием «долгового тормоза» (*Schuldenbremse*), не относится напрямую к уровню задолженности [Germany's Debt Brake, 2011]. Она начиная с 2016 г. устанавливает максимальный потолок «структурного» дефицита (т.е. циклически сглаженного дефицита) федерального бюджета и бюджетов субъектов федерации (земель *Länder*) на уровне не выше 0,35% ВВП. Начиная с 2020 г. федеральным землям не будет разрешен никакой структурный дефицит. Однако конституция Германии предусматривает исключения в случае стихийных бедствий и глубокой рецессии.

Путем Германии пошли другие страны ЕС — Австрия (2011 г.), Италия (2012 г.) и Словения (2013 г.). Раньше похожую конституционную норму приняла остающаяся вне ЕС Швейцария (2001 г.), а также член ЕС — Швеция (вошла в ЕС в 2007 г.). Интересно, что шведская конституционная поправка требует «структурного» профицита в размере 1% ВВП.

В отличие от Европы, в США, несмотря на многочисленные инициативы, Конгресс не сумел одобрить конституционной поправки, вводящей правило сбалансированного бюджета (*balanced budget amendment*) на федеральном уровне (хотя такие правила приняты в конституциях большинства штатов). Например, в 1995 г. для принятия конституционной поправки, установившей

номинальный потолок федерального долга, не хватило лишь только одного голоса в Сенате (после ее принятия Палатой Представителей).

И хотя в США со времен Первой мировой войны действует практика федеральных законов, определяющих верхний лимит заимствования федеральным правительством, их нельзя воспринимать как системное ограничение на рост госзадолженности. На практике их часто пересматривают, регулярно повышая лимиты задолженности²⁰ [Austin, Levit, 2013]. Они, скорее всего, служат текущей авторизации федерального правительства для размещения государственных ценных бумаг. При этом установленные лимиты задолженности часто остаются не согласованными с бюджетными законами, которые определяют расходные обязательства правительства.

Наличие эффективных конституционных и законодательных норм, дисциплинирующих государственные финансы, положительно влияет на доверие финансовых рынков к данному правительству (так как они снижают риск дефолта страны) и помогает ему заимствовать при более низких процентных ставках [Hatchondo, Martinez, Roch, 2012].

8. Выводы для макроэкономической политики

Начиная с 2008 г. мировая экономика сталкивается с последствиями глобального финансового кризиса, конца которого пока не видно. В результате уже пришлось пересмотреть многие парадигмы экономической политики, и процесс этот еще далек от завершения. Одна из тем, которая нуждается в серьезном пересмотре, особенно в высокоразвитых странах, касается роли государственных финансов и фискальной политики в обеспечении экономического роста и финансовой стабильности. С этим связана задача выработки новых аналитических подходов и показателей, необходимых для составления правильного диагноза и выработки эффективных рекомендаций.

Поводом для пересмотра концептуальных основ фискальной политики служит очень быстрый рост госзадолженности в большинстве развитых стран за годы финансового кризиса, достигшей

²⁰ Несмотря на связанные с пересмотром лимитов межпартийные конфликты, последний был отмечен в начале октября 2013 г.

рекордного уровня в мирное время и вызывающей ряд сомнений в будущей платежеспособности этих стран. Этот рост определен многими факторами: слишком оптимистичной оценкой состояния государственных финансов накануне кризиса, объективными издержками, связанными с кризисом (падение доходов, автоматический рост социальных расходов, издержки санирования банковской системы), и политикой фискального стимулирования конъюнктуры с целью преодоления рецессии [Dabrowski, 2012].

Не рассматривая в данной статье вопрос об экономической обоснованности и практической эффективности антициклической фискальной политики (*countercyclical fiscal policy*), необходимо отметить, что согласие на ее проведение в условиях финансового кризиса нуждается в создании серьезных финансовых резервов в «хорошее» время.

То же самое касается финансовой поддержки банков и других предприятий, затронутых последствиями кризиса. Мы не ставим перед собой задачу обсуждать в этой статье вопрос экономической целесообразности такой поддержки, однако если считать ее оправданной и необходимой, надо создать для нее заранее соответствующее бюджетное пространство.

Все это приводит нас к проблеме «безопасного» уровня бюджетного дефицита и госдолга в «нормальное» или «хорошее» время²¹. Скорее всего, он должен находиться на значительно более низком уровне, чем это казалось еще 10 лет тому назад. При этом не надо забывать, что нет единой нормы фискальной безопасности. Как показывает исторический опыт разных стран, риск дефолта может возникнуть при разных уровнях госзадолженности, иногда, казалось бы, очень низких. На самом деле «безопасный» уровень заимствования сильно различается по странам и зависит от многих факторов и не всегда непредсказуемых обстоятельств (см. главу 6).

Дополнительный аргумент для крайней аналитической и политической осторожности связан с сильно проциклическим характером соотносительных мер дефицита и задолженности (см. раздел 3.2), чаще всего применяемых в межстрановом сравнительном анализе. Кстати, эти меры очень часто принимаются также за основу формальных фискальных правил, описанных в главе 7.

²¹ В связи с глобализацией экономики и нерегулярностью бизнес-цикла не легко определить, в какой фазе цикла находится данная экономика и надо ли считать ее текущие результаты как признак «хорошего» времени.

Пока нет хорошей замены для соотносительных показателей долга к ВВП (соотношение долга к государственным доходам также проциклично), не следует забывать об их аналитических недостатках.

Опыт последнего кризиса указывает также на необходимость лучшей упреждающей оценки условных обязательств государства, особенно связанных со стабильностью финансового сектора (см. раздел 2.4).

Если заглянуть в будущее, вопрос правильной оценки и учета в статистике госзадолженности других условных обязательств, особенно социального характера (подразумеваются обязательства государственной пенсионной системы и системы здравоохранения), имеет принципиальное значение в контексте старения общества и отрицательного роста населения. В некоторых странах эти обязательства во много раз превышают официальную статистику госдолга. В результате последняя не дает правильной картины задолженности государства и фактического фискального бремени, которое будет переложено на плечи следующих поколений налогоплательщиков.

Литература

Дума: Пояснительная записка к проекту Федерального закона «Об управлении государственными внешними финансовыми активами, унаследованными Российской Федерацией». Федеральное собрание — Парламент Российской Федерации. 2003. 24 октября. <http://asozd.duma.gov.ru/arhiv/adz_5.nsf/ByID/A480FACBB6F75CFA432571BB005BA453?OpenDocument>

Austin D.A., Levit M.R. The Debt Limit: History and Recent Increases. Congressional Research Service. 2013. October 15. <<http://www.fas.org/sgp/crs/misc/RL31967.pdf>>

Barbone L. The Battle Over Private Pensions//CASE Network E-Brief. 2011. No. 5/2011. <http://www.case-research.eu/sites/default/files/publications/33996312_Ebrief_2011_5_Barbone_0.pdf>

BIS (2003): Fiscal Issues and Central Banking in Emerging Economies. BIS Papers No. 20. 2003. October. Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department. <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap20.pdf>>

Bjorgvinsson J.R. The Government Finance Statistics Manual 2001 and Its Relationship with the European System of Accounts 1995. International Monetary Fund. 2004. September. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/gfsesa.pdf>>

Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note. SPN/10/03. 2010. February 12.

Bordo M.D., Markiewicz A., Jonung L. A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History. NBER Working Paper No. 17380. 2011. September.

Chand S., Jaeger A. Aging Populations and Public Pensions Schemes. IMF Occasional Paper No. 147. International Monetary Fund. Washington D.C., 1996.

Clements B. et al. Healing Health Care Finances // Finance and Development. 2011. Vol. 48. No. 1. March. P. 42–45. International Monetary Fund. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/03/pdf/Clements.pdf>>

Dabrowski M. Macroeconomic Surveillance within the EU // CASE Network E-Briefs. 2011. No. 13/2010. November. <http://www.case-research.eu/sites/default/files/publications/31261403_Ebrief_EU_FiscalSurveillance_MD_13_2010_0.pdf>

Dabrowski M. Fiscal and Monetary Policy Determinants of the Eurozone Crisis and Its Resolution // CASE Network Studies and Analyses. 2012. No. 443. August. <<http://www.case-research.eu/en/node/57750>>

Deutsche Bank. Government Debt in the Emerging Markets — a Comparative View. Talking Point. Deutsche Bank Research, 2013. January 28. <http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000300780.pdf>

Eichhorst W. et al. Pension Systems in the EU — Contingent Liabilities and Assets in the Public and Private Sector. European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy. Brussels, 2011. October. <<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201111/20111121ATT32055/20111121ATT32055EN.pdf>>

ESA95. Manual on Government Deficit and Debt. Implementation of ESA95, Eurostat, Methodologies and Working Papers, 2013 ed. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-13-001/EN/KS-RA-13-001-EN.PDF>

ESA2010: European System of Accounts ESA2010. Eurostat and European Commission. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2013. June.

Escolano J. A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates. Technical Notes and Manuals, International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department. 2010. January. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1002.pdf>>

European Council: Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact. Amsterdam, June 17 // Official Journal. C 236. 02/08/1997. P.0001–0002. <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997Y0802%2801%29:EN:HTML>>

Germany's Debt Brake. Tie Your Hands, Please // The Economist. 2011. December 10. <<http://www.economist.com/node/21541459/print>>

GFSM (1986): A Manual on Government Finance Statistics (GFSM 1986). International Monetary Fund. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/1986/eng/>>

GFSM (2013): Government Finance Statistics Manual 2001. International Monetary Fund (last updated 2013). <<http://www.imf.org/external/np/sta/gfsm/index.htm>>

Hatchondo J.C., Martinez L., Roch F. Fiscal Rules and the Sovereign Default Premium. IMF Working Paper WP/12/30. 2012. January. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1230.pdf>>

Hausmann R. The Polish Road to the Euro: An Envious Latin American View. Paper prepared for the conference on "The Polish Way to the Euro" organized by the National Bank of Poland. 2001. October 22–23.

Holzmann R. et al. Implicit Pension Debt: Issues, Measurement and Scope in International Perspective // Social Protection Discussion Paper Series. 2004. No. 0403. World Bank, Washington D.C.

Honohan P. et al. The Irish Banking Crisis Regulatory and Financial Stability Policy 2003–2008. A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank. 2010. May 31. <<http://www.bankinginquiry.gov.ie/The%20Irish%20Banking%20Crisis%20Regulatory%20and%20Financial%20Stability%20Policy%202003-2008.pdf>>

IMF (2001): Guidelines for Public Debt Management. Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. 2001. March 21. <<http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf>>

Jarrett P. Pension Reforms in Poland and Elsewhere: The View from Paris // CASE Network Studies and Analyses. 2011. No. 425. <http://www.case-research.eu/sites/default/files/publications/34229162_CNESA_2011_425_0.pdf>

Kune J. The Hidden Liabilities: Meaning and Consequences. The Central Planning Bureau Seminar Series. The Hague, 1996.

Lequiller F. Accounting for Implicit Pension Liabilities. Paper for the International Workshop on "The Balance Sheet of Social Security Pensions". Tokyo: Hitotsubashi University, 2004. November 1–2.

Ley E. Fiscal (and External) Sustainability. The World Bank, PREM, Economic Policy and Debt Department, 2010. July 18. <<http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1207588563500/4864698-1207588597197/FSPprimer.pdf>>

Mackenzie G.A., Stella P. Quasi-Fiscal Operations of Public Financial Institutions // IMF Occasional Paper. 1996. No. 142. October 24. International Monetary Fund.

Markiewicz M. Quasi-Fiscal Operations of Central Banks in Transition Economies // BOFIT Discussion Papers. 2001. No. 2. Bank of Finland Institute

for Economies in Transition <<http://www.suomenpankki.fi/bofit/tutkimus/tutkimusjulkaisut/dp/Documents/dp0201.pdf>>

Medearis A, Hishov O.N. Narrowing the Sustainability Gap of EU and US Health Care Spending. Working Paper FG1 No. 2010/05. Stiftung Wissenschaft und Politik (German Institute for International and Security Affairs). Berlin, 2010. August. <http://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/arbeitspapiere/HealthDebt_EU_USA_formatiert_neu_KS.pdf>

Paczynski W. et al. The Economic Aspects of the Energy Sector in CIS Countries, European Commission // Economic Papers. 2009. June. DG ECFIN <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary12684_en.htm>

Panizza U. Domestic and External Public Debt in Developing Countries. UNCTAD Discussion Papers. 2008. No. 188. March. United Nations Conference on Trade and Development. <http://unctad.org/en/docs/osgdp20083_en.pdf>

Park S.G. Central Banks Quasi-Fiscal Policies and Inflation. IMF Working Papers WP/12/14. 2012. International Monetary Fund. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1214.pdf>>

Polackowa H. Contingent Government Liabilities. A Hidden Fiscal Risk // Finance and Development. 1999. Vol. 36. No. 1. March. International Monetary Fund. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/03/polackov.html>>

Reinhart C.M., Rogoff K.S. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton University Press, 2009.

Taylor J.B. Does the Crisis Experience Call for a New Paradigm in Monetary Policy? // CASE Network Studies and Analyses. 2010. No. 402. July. <http://www.case-research.eu/sites/default/files/publications/30087204_CNSA_402_0.pdf>

Об авторе

Марек Домбровски — доктор экономических наук, бывший председатель Правления CASE — Центра социально-экономических исследований в Варшаве и один из его учредителей, с ноября 2011 г. — старший научный сотрудник CASE, профессор Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» в Москве, председатель Наблюдательного совета Центра социально-экономических исследований CASE в Киеве, член Ученого совета Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара в Москве. С 1991 г. он участвовал в исследовательских и консультационных программах CASE в Азербайджане, Беларуси, Болгарии, Боснии и Герцеговине, Грузии, Египте, Ираке, Йемене, Казахстане, Кыргызстане, Молдове, Монголии, Польше, России, Румынии, Македонии, Сербии, Сирии, Туркменистане, Узбекистане и Украине. В прошлом он занимал пост первого заместителя министра финансов Польши (1989–1990), был депутатом польского Сейма (1991–1993), членом Совета денежной политики Национального банка Польши (1998–2004). Марек Домбровски является консультантом Всемирного банка, МВФ и Программы развития ООН. В настоящее время сфера его научных интересов включает проблемы макроэкономической политики, глобализации, финансовых кризисов, политической экономии трансформации, европейской интеграции, европейской политики соседства, роли международных финансовых организаций.

Научное издание

Домбровски Марек

**Факторы, определяющие «безопасный» уровень
госзадолженности**

Подписано в печать 20.03.2014. Формат 60x88 1/16
Гарнитура NewtonС. Усл. печ. л. 3,1. Уч.-изд. л. 2,7
Тираж 1000 экз. Изд. № 1749. Заказ №

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»
101000, Москва, ул. Мясницкая, 20
Тел./факс: +7 (499) 611-15-52