



И. А. Соколов, С. Г. Белев,
О. В. Сучкова, И. Ю. Арлашкин

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ УСЛОВИЯ ДОЛГОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ГОСУДАРСТВА

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И
ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»
(РАНХиГС)

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ
УСЛОВИЯ ДОЛГОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ГОСУДАРСТВА (препринт)

Авторы работы: Соколов И. А., заведующий научно-исследовательской лабораторией РАНХиГС, к.э.н., <https://orcid.org/0000-0002-0431-4993>, sokolov@ranepa.ru; Барбашова Н.Е., старший научный сотрудник РАНХиГС, к.э.н., <https://orcid.org/0000-0003-1614-7368>, barbashova-ne@ranepa.ru; Белев С.Г., старший научный сотрудник РАНХиГС, к.э.н., <https://orcid.org/0000-0003-3962-7428>, belev@ranepa.ru; Комарницкая А. Н., научный сотрудник РАНХиГС, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7775-2548>, komarnitskaya-an@ranepa.ru; Сучкова О. В., научный сотрудник РАНХиГС, ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3378-9426>, suchkova-ov@ranepa.ru; Арлашкин И.Ю., научный сотрудник РАНХиГС, ORCID: 0000-0003-4303-713X, arlashkin@ranepa.ru; Тищенко Т.В., старший научный сотрудник РАНХиГС, к.э.н., ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2675-0075>, tishenko-tv@ranepa.ru;

Аннотация

Актуальность исследования обусловлена тем, что возможное снижение налоговых доходов и рост государственных расходов для поддержки населения в условиях кризиса, вызванного последствиями пандемии коронавируса и новыми санкциями в отношении России, потребуют дополнительных средств, одним из источников финансирования которых является государственный долг.

Предметом исследования является долговая устойчивость РФ.

Цель исследования состоит в разработке методологии оценки долговой устойчивости Российской Федерации с учетом институциональных условий и внешнеэкономических условий.

При формировании работы использовались такие **методы** как аргументировано-критический анализ, гипотетико-дедуктивный метод, кейс-методы, метод анализа обобщений и экстраполяции (интерполяции) результатов.

В исследовании были использованы данные Федерального казначейства, Росстата и Минфина России. **Научная новизна** исследования состоит в использовании теста Грейнджера и теста Хаусмана.

Результатом работы стал отчет, содержащий:

- понятие «долговая устойчивость государства»;
- на основе обзора российской и зарубежной научной литературы были определены характеристики институциональной среды, определяющие условия и результаты проведения политики в отношении государственного долга;
- анализ международной практики, а также опыта Российской Федерации по определению подходов к оценке долговой устойчивости государства с учетом выделенных характеристик институциональной среды;
- количественные оценки устойчивости государственного долга с учётом институциональных условий;
- предложения по корректировке бюджетного правила с учетом институциональных условий, обеспечивающих определенный уровень долговой устойчивости.

Полученные результаты позволили сделать выводы о том, что следует сохранить ориентированность государства на развитие внутреннего долгового рынка, что будет сопровождаться увеличением числа участников, снижением издержек за транзакции, уменьшением стоимости заимствований и ростом его ликвидности.

Параллельно с наращиванием объема задолженности следует максимально диверсифицировать долговой портфель по финансовым инструментам и параметрам привлечения финансирования: чем выше уровень госдолга, тем выше должна быть степень

дифференциации обязательств. Преобладающую долю в структуре госдолга должны иметь долгосрочные ОФЗ.

Безусловный приоритет в средне- и долгосрочной перспективе следует отдавать государственным облигациям с фиксированной доходностью, поскольку это позволяет минимизировать риски влияния на бюджет. В перспективе желательно рассмотреть возможность обратного выкупа государством своих обязательств за счет ликвидных резервов ФНБ и средств от приватизации.

В дальнейшем авторами планируется продолжить исследование характеристик долговой устойчивости в России и в мире.

ДОЛГОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ, ДЕФОЛТ, БЮДЖЕТ, ДОЛГ, ФИНАНСЫ

JEL

H7, H72

FEDERAL STATE BUDGETARY EDUCATIONAL INSTITUTION OF HIGHER
EDUCATION
"RUSSIAN ACADEMY OF NATIONAL ECONOMY AND PUBLIC
ADMINISTRATION UNDER THE PRESIDENT OF THE RUSSIAN FEDERATION"
(RANEPA)

METHODOLOGICAL APPROACHES TO THE ASSESSMENT AND
INSTITUTIONAL CONDITIONS OF THE DEBT SUSTAINABILITY OF THE STATE
(preprint)

Authors: Sokolov I. A., Head of the RANEPA Research Laboratory, Ph.D. in Economics, <https://orcid.org/0000-0002-0431-4993> , sokolov@ranepa.ru ; N.E. Barbashova, Senior Researcher at RANEPA, Ph.D. in Economics, <https://orcid.org/0000-0003-1614-7368> , barbashova-ne@ranepa.ru ; Belev C.G., Senior Researcher at RANEPA, Ph.D. in Economics, <https://orcid.org/0000-0003-3962-7428> , belev@ranepa.ru; Komarnitskaya A. N., Researcher at RANEPA, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7775-2548> , komarnitskaya-an@ranepa.ru ; Suchkova O. V., Researcher at RANEPA, ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3378-9426> , suchkova-ov@ranepa.ru; Arlashkin I.Y., Researcher at RANEPA, ORCID: 0000-0003-4303-713X, arlashkin@ranepa.ru; T.V. Tishchenko, Senior Researcher at RANEPA, Ph.D. in Economics, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2675-0075> , tishenko-tv@ranepa.ru;

Moscow

2023

Abstract

The relevance of the study is that due to the fact that a possible reduction in tax revenues and an increase in government spending to support the population in a crisis caused by the consequences of the coronavirus pandemic and new sanctions Russia will require additional funds, one of the sources of financing of which is the public debt.

The subject of the study is the debt sustainability of the Russian Federation.

The purpose of the study is to develop a methodology for assessing the debt sustainability of the Russian Federation, taking into account institutional conditions and foreign economic conditions.

When forming the work, such **methods as** reasoned-critical analysis, hypothetical-deductive method, case methods, method of analysis of generalizations and extrapolation (interpolation) of results were used.

The study used data from the Federal Treasury, Rosstat and the Ministry of Finance of Russia. The scientific novelty of the study consists in the use of the Granger test and the Housman test.

The result of the work was a report containing:

- the concept of "debt sustainability of the state";
- based on the review of Russian and foreign scientific literature, the characteristics of the institutional environment that determine the conditions and results of the policy on public debt were determined;
- analysis of international practice, as well as the experience of the Russian Federation in determining approaches to assessing the debt sustainability of the state, taking into account the selected characteristics of the institutional environment;
- quantitative assessments of the sustainability of public debt, taking into account institutional conditions;
- proposals to adjust the budget rule taking into account the institutional conditions that ensure a certain level of debt sustainability.

The results obtained allowed us to conclude that the state should remain focused on the development of the domestic debt market, which will be accompanied by an increase in the number of participants, a reduction in transaction costs, a decrease in the cost of borrowing and an increase in its liquidity.

In parallel with the increase in the volume of debt, the debt portfolio should be diversified as much as possible by financial instruments and parameters for attracting financing: the higher the level of public debt, the higher the degree of differentiation of obligations should be. Long-term OFZs should have a predominant share in the structure of the state debt.

Absolute priority in the medium and long term should be given to government bonds with fixed yields, since this minimizes the risks of influencing the budget. In the future, it is desirable to consider the possibility of repurchase by the state of its obligations at the expense of liquid reserves of the NWF and funds from privatization.

In the future, the authors plan to continue the study of the characteristics of debt sustainability in Russia and in the world.

DEBT SUSTAINABILITY, DEFAULT, BUDGET, DEBT, FINANCE

JEL

H7, H72

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	8
1 Теоретико-методологические основы анализа долговой устойчивости государства.....	9
1.1 Определение долговой устойчивости государства: виды, критерии, показатели.....	9
1.2 Выявление внешних ограничений и характеристик институциональной среды, определяющих условия и результаты долговой политики государства.....	11
2 Определение факторов и условий долговой устойчивости государства.....	12
2.1 Обзор мировой практики управления национальным долгом в условиях ограничений на доступ к внешним рынкам заимствований.....	12
2.2 Обобщение институциональных факторов и условий долговой устойчивости государства для развивающихся стран.....	14
3 Оценка долговой устойчивости в условиях внешних ограничений.....	17
3.1 Эмпирическая оценка устойчивости долга развивающихся стран с учетом внешних ограничений и характеристик институциональной среды.....	17
3.2 Анализ состояния и возможные направления развития управления российским государственным долгом в условиях санкций.....	25
3.3 Выработка предложений по обеспечению долгосрочной долговой устойчивости в России ..	30
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	36
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ.....	38

ВВЕДЕНИЕ

Согласно «Общенациональному плану действий, обеспечивающих восстановление занятости и доходов населения, рост экономики и долгосрочные структурные изменения в экономике» (одобрен на заседании Правительства РФ 23 сентября 2020 г. (протокол N 36, раздел VII) N П13-60855 от 2 октября 2020 г.), параметры бюджетной системы Российской Федерации должны приводиться к устойчивому уровню, чтобы обеспечить макроэкономическую и финансовую стабильность. В то же время возможное снижение налоговых доходов и рост государственных расходов для поддержки населения в условиях кризиса, вызванного последствиями пандемии коронавируса и новыми санкциями в отношении России, потребуют дополнительных средств, одним из источников финансирования которых является государственный долг. При этом необходимо учитывать не только количественные показатели размера долга, но и стоимость его обслуживания, что отмечается в «Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2022 год и на плановый период 2023 и 2024 годов». В новых условиях встаёт вопрос о возможности обслуживания государственного долга и компромисс между обеспечением бюджетной устойчивости и нивелированием негативных последствий экономического спада. Так, Федеральный закон от 09.03.2022 N 53-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и Федеральный закон «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации и установлении особенностей исполнения бюджетов бюджетной системы Российской Федерации в 2022 году» предусматривает возможность использования в 2022 году дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета как для замещения государственных заимствований и погашения государственного долга Российской Федерации, так и для финансирования приоритетных мероприятий по решению Правительства РФ. Также важными факторами выступают качество управления государственными финансами, характер институциональной среды и макроэкономические условия. В связи с этим актуальным представляется оценка долговой устойчивости Российской Федерации с учетом этих характеристик.

1 Теоретико-методологические основы анализа долговой устойчивости государства

1.1 Определение долговой устойчивости государства: виды, критерии, показатели

В литературе, посвящённой проблеме государственного долга, используется несколько определений понятия долговой устойчивости и бюджетной устойчивости. Например, Михайлова и Тимушев [1] определяют долговую устойчивость как «своевременное и полное исполнение долговых обязательств в настоящее время без риска отказа от исполнения в последующих периодах», то есть дают определение через платёжеспособность страны.

Устойчивость долга схожим образом определяется в работе [2] – как отсутствие так называемых фискальных кризисов, в число которых входит не только дефолт, но и реструктуризация долга, эпизоды резкого роста инфляции, направленные на решение долговой проблемы эмиссионным способом, ситуации, когда страна прибегает к финансовой помощи МВФ.

Широта понятия устойчивости государственного долга позволяет изучать её различные аспекты – как с позиции бюджетно-налоговой политики, так и в связке с финансовым сектором и кредитно-денежной политикой. Примером последнего служат инфляционные последствия накопления долга (в соответствии с фискальной теорией уровня цен Сарджента), влияние долговой политики и бюджетных правил на динамику валютного курса и так далее, что преимущественно предполагает анализ реакции бюджетно-налоговой политики на экзогенные шоки и вызовы.

В настоящем исследовании основное внимание будет уделено освещению проблемы устойчивости государственного долга с позиции бюджетно-налоговой политики. Для определения общих закономерностей, справедливых для развитых стран и стран с развивающимися рынками в долгосрочном периоде, требуется изучение исследований, предполагающих эконометрические расчёты на панельных данных по ряду стран. Помимо этого, необходимо также принимать во внимание текущую геополитическую ситуацию, в которой функционирует российская экономика, для чего проводится анализ отдельных кризисных кейсов по управлению государственным долгом в условиях действия нерыночных ограничений на доступ к внешним заимствованиям.

В научной литературе можно выделить три аспекта в расчетных оценках долговой устойчивости. Первый аспект при расчете долговой устойчивости включает оценку влияния накопленного долга на показатели макроэкономической динамики: темп роста ВВП и инвестиций.

Второй аспект связан с определением долговой устойчивости государства при помощи так называемой долговой кривой Лаффера [3] когда вычисляется распределение вероятности дефолта страны при каждом значении отношения долга к ВВП. При этом связь между номинальной величиной долга и ожидаемым размером выплат предполагается нелинейной: при превышении некоторого уровня задолженности снижается вероятность выплаты долга, что приводит к большим потерям для кредиторов, чем списание части долга. Размер потерь для кредиторов называется «долговым навесом» и определяется как разница между величиной долга и ожидаемыми выплатами по нему.

Третий аспект – оценка так называемой функции фискальной реакции [4] – выводится из межвременного бюджетного ограничения государства и связывает между собой размер накопленного за предыдущие периоды долга, бюджетное сальдо (профицит или дефицит) бюджета и соотношение ставки процента по долгу и темпов роста реального ВВП. Таким образом, выявляется долгосрочная устойчивость: когда ставка ниже темпов роста ВВП, правительства могут позволить себе иметь постоянной дефицит. В противном случае необходимо рассчитывать так называемое «фискальное пространство» [5] как разницу между фактическим уровнем долга и его пределом.

Так, пример расчёта предельного значения долга и фискального пространства для 17 стран ОЭСР за период с 1986 по 2013 год представлен в работе [6]. Предел долга авторы определили как максимальную точку пересечения двух графиков двух функций: фискальной реакции и процентной ставки. Страны, у которых не существовало точки пересечения, а предел долга и фискальное пространство не могли быть рассчитаны, считались неспособными расплачиваться по процентному бремени государственного долга. В уравнение фискальной реакции были включены финансовые, структурные экономические, политические и институциональные факторы. Финансовые были представлены отношением государственного долга к ВВП, расходы на социальное обеспечение к ВВП, разрыв выпуска и инфляция.

В результате оценки оказалось, что только страны Южной Европы не обладают бюджетной устойчивостью. Швеция обладает наибольшим фискальным пространством. Франция, Великобритания и США значительно его сокращают в последние годы. Исходя из оценки не валового, а чистого государственного долга, то есть государственного долга без учета стоимости финансовых активов, было выяснено, что фискальное пространство,

рассчитанное на его основе, больше. Более того, в отличие от фискального пространства, рассчитанного на основе валового государственного долга, оно положительно отвечает структурным изменениям независимо от предела государственного долга. Рассмотрев страны с разными расходами на социальное обеспечение, автор пришел к выводу о том, что несмотря на их высокие уровни государство может оставаться финансово устойчивым. Примером тому являются страны Северной Европы, которые являются фискально устойчивыми с неуклонно расширяющимся фискальным пространством.

1.2 Выявление внешних ограничений и характеристик институциональной среды, определяющих условия и результаты долговой политики государства

Для оценки устойчивости государственного долга необходимо принимать во внимание условия, в которых осуществляется долговая политика страны. К ним относятся традиционные макроэкономические показатели, а также характеристики качества проводимой макроэкономической политики и институциональной среды, которые включаются в эмпирических исследованиях в качестве контрольных переменных в регрессиях влияния государственного долга на темпы роста ВВП.

К традиционным макроэкономическим показателям относятся начальный уровень ВВП на душу населения как показатель стартовой позиции страны (на начало исследуемого периода) для корректировки на эффект низкой базы, а также лагированные значения темпов роста ВВП как показатель «персистентности» процесса, т.е. зависимости от предшествующих периодов. Кроме того, к макроэкономическим характеристикам относятся показатели, традиционно включаемые в регрессии роста: динамика инвестиций, рассчитанная, например, как валовое накопление основного капитала в процентах от ВВП, и темп роста населения либо рабочей силы, а также индикаторы качества человеческого капитала, определяемые как доля населения с высшим образованием.

Во вторую группу входят показатели, характеризующие качество проводимой экономической политики, которые повышают лимит для максимально допустимого размера долга. К этой категории относится, во-первых, открытость экономики и её конкурентоспособность, индикаторами которых служат: сумма экспорта и импорта как доля от ВВП страны, изменение условий торговли, реального эффективного валютного курса, а также различные индексы открытости страны для операций с капиталом. Подобный индекс рассчитывался МВФ с 1996 по 2013 год с учётом законодательства в 168 странах

для инвестиций, акций, облигаций, открытости финансового рынка¹. Вторым компонентом являются индикаторы качества проводимой бюджетно-налоговой политики: налоговая нагрузка, дефициты бюджета за предшествующие периоды, а также размер государственных расходов на душу населения. Третий компонентом являются показатели качества проводимой монетарной политики, такие как инфляция.

Помимо макроэкономических и демографических показателей, важное место отводится качеству институциональной среды, которое, например, измеряется в ряде индексов Всемирного банка: индекс подотчётность правительства, индекс контроля коррупции, индекс эффективности государственного управления и другие.

Дополнительными характеристиками ограничений, в условиях которых осуществляется долговая политика, являются: доля государственных расходов в долях от ВВП как показатель размера присутствия государства в экономике и, следовательно, возможность дополнительного регулирования, а также коэффициент демографической нагрузки детьми и пожилыми (их соотношение с населением в трудоспособном возрасте) как показатель размера социальных обязательств государства.

2 Определение факторов и условий долговой устойчивости государства

2.1 Обзор мировой практики управления национальным долгом в условиях ограничений на доступ к внешним рынкам заимствований

Рациональная (сбалансированная по рисками, срокам обращения и потребностям) структура государственного долга может сохранить стоимость суверенных заимствований на низком уровне в долгосрочной перспективе. Однако другие факторы также влияют на кредитоспособность государства и стоимость его заимствований, в частности, уровень экономического развития страны, емкость (капитализация) и развитость финансовых рынков, репутация государства по выполнению своих обязательств в прошлом (отсутствие дефолтов и масштабных реструктуризаций), уязвимость финансовой системы страны к внешним шокам и потрясениям, глобальные финансовые условия. Многие из этих факторов находятся вне контроля национального правительства. Суверенные рейтинговые агентства

¹ Индекс открытости счёта операций с капиталом, рассчитываемый МВФ URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/CL> [Дата обращения 20.05.2023]

и международные институты, включая МВФ, поддерживают тщательно разработанные модели, которые постоянно оценивают суверенную кредитоспособность.

Несмотря на это проблема суверенных дефолтов все еще является серьезным вопросом для мировой финансовой системы. Каковы же движущие силы проблем с суверенным долгом и дефолта? Существует популярная мысль, что долговые кризисы являются результатом либо “неправильного управления финансами”, что выражается в плохой финансовой и макроэкономической политике внутри страны, и/или из-за шоков, главным образом из-за внешних потрясений, таких как внезапный скачок мировых процентных ставок, кризисы в странах-финансовых центрах, падение цен на сырьевые товары или стихийные бедствия. На практике провести четкое различие между этими двумя причинами сложно. В частности, хорошо известно, что страны могут осуществлять предупредительные макроэкономические шаги и действия в рамках налоговой и бюджетной политики, которые помогают смягчить внешние потрясения и управлять ими, когда они происходят [7].

Подобные реструктуризации чаще всего дорого стоят как должнику, так и заемщику. В результате подобные примеры встречаются не так часто. Среди наиболее известных примеров можно выделить Россию (1998), Аргентину (2005), Грецию (2012) и Украину (2015). Затраты обычно намного меньше, когда соглашение может быть достигнуто до того, как суверенное государство объявит дефолт, пропустив платеж по своему долгу. В свою очередь, превентивные реструктуризации позволяют достичь компромиссного решения в более сжатые сроки, а побочные эффекты для экономики страны-должника достаточно приемлемы. Вместе с тем, важно понимать, что если государство уже объявило себя должником, то стоимость реструктуризации резко возрастает.

МВФ в своей публикации выражает мнение, что дать четкое определение суверенного дефолта довольно сложно. Дефолт в самом простом виде — это невыполненное обещание или нарушение условий соглашения. В случае суверенного долга такое нарушение может включать пропущенный платеж или неверное представление данных. Проблема с определением дефолта как нарушения соглашения заключается в том, что это определение одновременно слишком широкое и слишком узкое. Широкое, поскольку оно включает события, которые многие сочли бы несущественными, например, незначительные задержки в передаче документов, погашение в иной валюте. В то же самое время оно слишком узкое, поскольку игнорирует экономический контекст таких событий, как в случае с долгом Греции в марте 2012 года, когда не было пропущено ни одного платежа и ни одно соглашение не было нарушено — вместо этого они были изменены, —

но кредиторы по-прежнему несли большие убытки в результате реструктуризации проблемного долга данной европейской страны [8].

На практике ни формальные (договорные), ни содержательные (экономические) определения не являются полностью удовлетворительными. Например, неясно, как относиться к незначительным кратковременным нарушениям договора, таким как административные просчеты, кратковременные задержки платежей, эпизоды ухудшения кредитоспособности, которые могут дать кредиторам право на некоторые предусмотренные договором средства правовой защиты, но вряд ли приведут к ускорению выплаты основного долга или к успешному судебному разбирательству с должником. Более того, рост задолженности по внутреннему долгу усложняет ситуацию из-за отсутствия четких договорных определений дефолта.

Хотя суверенный внутренний долг может быть менее уязвим к формальному дефолту, он более уязвим к односторонним изменениям со стороны должника, направленным на снижение его долгового бремени и уменьшение выплат кредиторам (например, [9]; Moody's 2011; [10]; S&P, 2017; Fitch, 2018). Если долг номинирован в национальной валюте, суверенные государства могут использовать денежно-кредитную политику для снижения его стоимости. Они также могут использовать меры бюджетной и налоговой политики для снижения нагрузки на экономику при долговом кризисе (в частности, оказывая давление на держателей внутреннего долга).

К настоящему моменту страны стараются все больше наращивать внутренний долг (например, Россия, Китай), так как опасаются возможных санкционных действий со стороны внешних держателей и стремятся к максимально суверенному внутреннему рынку государственного долга, все больше снижая долю внешнего долга. Кроме того, считается, что в случае наступления дефолта по внутренним обязательствам государству будет намного проще договориться с держателями облигаций, так как все действия будут проводиться на основании национального права и, соответственно, государству будет проще как внести быстрые изменения в законодательство, так и договориться с держателями внутренних облигаций, предложив их владельцам наиболее выгодные условия.

2.2 Обобщение институциональных факторов и условий долговой устойчивости государства для развивающихся стран

В научных работах последних десятилетий большее внимание уделяется вопросам качества государственного управления как фактору в решении проблемы государственного

долга. Так, эффективное государственное управление может снизить стоимость заимствований, повышает управляемость финансовых рисков и способствует развитию внутреннего долгового рынка. Государственное управление надлежащего качества также может сохранить финансовую стабильность и улучшить национальную финансовую систему. Во многих эмпирических исследованиях, проведенных в отношении развивающихся стран, показано, что величина государственного долга, а также качество институтов – определяющие факторы взаимосвязи между государственным долгом и экономическим ростом.

Агрегируя рассмотренные в первом разделе настоящего исследования факторы и условия, используемые в научных работах, посвященных проблематике определения порога долга, выделим следующие группы показателей, которые рассматриваются возможными для включения в разрабатываемую модель:

1) базовые факторы: темпы экономического роста, инвестиции, численность населения страны, темп прироста населения;

2) факторы, характеризующие проводимую правительством политику: размер государственного сектора в экономике, глубина финансового рынка, развитие финансового сектора, инфляция, долгосрочная процентная ставка (номинальная, реальная);

3) факторы, характеризующие открытость экономики: доля экспорта и импорта в ВВП, изменение условий торговли (темп роста отношения цен экспорта к ценам импорта), реальный эффективный обменный курс;

4) факторы, характеризующие демографическую структуру: коэффициент демографической нагрузки детьми и пожилыми, доля людей пожилого возраста в общей численности населения, ожидаемая продолжительность жизни, уровень безработицы;

5) дополнительные факторы, характеризующие состояние банковского сектора, приверженность правительства к выполнению обязательств, состояние финансовой системы страны, фондового рынка, валютного рынка, наличие инфляционного кризиса, членство в экономических союзах.

Отдельную группу составляют факторы, характеризующие институциональные условия (качество государственного управления, соблюдение гражданских прав и свобод, контроль над коррупцией и прочие).

При использовании перечисленных факторов важно учитывать внутренние зависимости между ними. Данное замечание существенно в случае факторов институционального характера, которые имеют широкий спектр влияния на прочие из приведенных в списке выше факторов.

Информация по таким дополнительным факторам, которые могут оказывать влияние на долговую устойчивость страны, как наличие/отсутствие банковского кризиса, дефолта по внешнему, внутреннему долгу, системный кризис, кризис фондового рынка, валютный кризис, инфляционный кризис представлена в базе данных глобальных кризисов, формируемой в рамках проекта Гарвардской бизнес-школы «Поведенческие финансы и финансовая стабильность» (Behavioral Finance & Financial Stability). База данных представлена по ссылке [11] и содержит информацию более чем для 70 стран для периода 1800-2016 гг., однако для 2015 и/или 2016 гг. значения части показателей отсутствуют. Видится, что в случае необходимости значения данных показателей могут быть также восстановлены для недостающих периодов.

Значения по фактору «членство в экономических союзах» формируются на основе информации о членстве выбранной страны в Европейском союзе, а также вхождении в Еврозону. В качестве источника указанной информации может рассматриваться официальный сайт ЕС с общей информацией по странам-участницам союза [12].

Концентрируясь на вопросе влияние на долговую политику санкционированной страны, можно выделить в наиболее общем виде такой эффект экономических и финансовых внешних ограничений, как снижение инвестиционной привлекательности данной страны, что ведет к более высокой премии за риск и, как следствие, делает внешние заимствования для более дорогими. Прямые ограничения на доступ к внешнему рынку капитала – более жесткая форма финансовых санкций – существенно усложняет (или полностью ограничивает) привлечение внешних ресурсов и, как следствие, препятствует наращиванию внешнего долга страны, к которой применены санкции. Последнее вызывает необходимость у правительства использовать альтернативные источники финансирования долга (внутренние заимствования, денежная эмиссия).

3 Оценка долговой устойчивости в условиях внешних ограничений

3.1 Эмпирическая оценка устойчивости долга развивающихся стран с учетом внешних ограничений и характеристик институциональной среды

В данном параграфе исследуются краткосрочные последствия накопления долга для стран с высоким и средним ВВП на душу населения за период, охватывающий 1980-2021 гг., причем выборка охватывает как развитые страны (с высоким ВВП на душу населения), так и развивающиеся страны, сопоставимые по уровню ВВП на душу населения с Россией.

Вначале исследуется воздействие накопленного государственного долга на темпы роста реального ВВП, затем тестируется характер связи между долгом и стоимостью его обслуживания. Исследование также дополняется оценкой функции фискальной реакции по методологии Бона, оценивающей реакцию первичного сальдо бюджета на государственный долг предыдущего периода.

Выбор периода 1980-2021 гг. обусловлен несколькими причинами. Во-первых, именно за этот период доступны наиболее полные данные о макроэкономической статистике, а также о корпоративном долге стран со средним доходом (данные по России и другим постсоветским странам доступны с 1990-х), что с точки зрения техники позволяет использовать в эконометрических расчётах достаточно большое количество наблюдений. Во-вторых, подобный период позволяет исследовать среднесрочное влияние накопления задолженности на динамику ВВП. В-третьих, завершение рассматриваемого периода 2021, а не 2019 годом, даёт возможность учитывать более современный период, когда бюджетные системы стран столкнулись с вызовом нового кризиса.

Проведённый в первой главе анализ теоретических и эмпирических работ позволяет выдвинуть две гипотезы относительно связи между государственным долгом и темпами роста валового выпуска.

Гипотеза 1. Между государственным долгом и темпами роста ВВП существует нелинейная зависимость, то есть выдвигается предположение о существовании «переломной точки» («порога»).

Поиск «переломной точки» является практически важным, поскольку позволяет ответить на вопрос, до какого предела накопление страной задолженности не оказывает существенного негативного влияния на темпы роста, а также насколько этот предел

совпадает с официально установленными критериями и с текущей и прогнозной динамикой долга.

Гипотеза 2: Значение допустимого «порога» долга различается в развитых странах (странах с высоким доходом) и развивающихся странах (странах со средним доходом).

Оценка влияния государственного долга на темпы роста валового выпуска проводится на основе метода панельного анализа. Использование панельных данных имеет ряд преимуществ перед пространственными выборками и временными рядами, поскольку позволяет проследить общие для групп стран закономерности, не идентифицируемые другими методами, а также учесть особенности отдельных стран.

При проведении регрессионного анализа панельных данных в качестве зависимой переменной тестируются темпы роста реального ВВП на душу населения в постоянных ценах (обозначение Growth). Источник данных – статистическая база Всемирного банка.

В качестве объясняющих переменных используются:

Темп прироста инвестиций, которые отражают фундаментальный фактор и являются традиционными в регрессиях роста. В качестве показателя инвестиций берется валовое накопление капитала, выраженное в процентах от ВВП (GCF). Данные взяты с сайта Мирового банка. Предполагаемый знак перед коэффициентом при этой переменной – положительный.

Темп прироста населения, который также является фундаментальным фактором в оценках моделей роста. Предполагаемый знак перед коэффициентом при этой переменной – положительный. Данные о численности населения взяты с сайта Всемирного банка.

Показатель накопленного долга. При этом важно определить, с каким показателем долга наиболее корректно работать при оценке его последствий для экономики. Динамика соотношения государственного долга к ВВП обычно рассматривается как важнейшая характеристика состояния долга и используется в большинстве работ, поэтому выбор был сделан в пользу этого показателя.

Далее следует уточнить, какой долг будет соотнесён с размером ВВП. Для моделирования был выбран показатель валовой государственный долг (general government gross debt, EDP/ Excessive deficit procedure debt, “Maastricht debt”), под которым понимается «сумма государственных обязательств, определённых по стандартам ESA95 (валюта и депозиты, ценные бумаги иные чем акции, за исключением производных финансовых инструментов и кредитов), по состоянию на конец года, оцениваемая по рыночной стоимости».² Источником данных служит отчёт Международного Валютного Фонда (IMF

² См. подробнее: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Glossary:EDP [дата обращения 10.06.2023 г.]

World Economic Outlook). Обозначение переменной – GGGD, выражается в процентах от ВВП.

Итоговая выборка содержит 57 стран, по которым наличествуют данные как о государственном, так и корпоративном долге.

Изучение причинности изменения уровня государственного долга и динамики валового выпуска на основе теста Грейнджера.

Для предварительной технической проверки влияния долга на динамику выпуска и отсутствия обратного влияния был проведён тест Грейнджера на причинность.

При проведении тестов на причинность возможны четыре исхода:

-выявлено только влияние государственного долга на темпы роста валового выпуска;

-существует только влияние темпов роста валового выпуска на уровень государственного долга;

-наблюдается взаимовлияние;

-отсутствуют как прямая, так и обратная связь.

Во всех случаях нулевая гипотеза (об отсутствии влияния лагов одного показателя на текущие значения второго показателя) была отклонена, что говорит о невозможности однозначного суждения о причинно-следственной связи между темпами роста валового выпуска и валового государственного долга. Следовательно, полученные с помощью обычной панельной модели оценки, даже если они значимы на достаточно высоком уровне, не будут характеризоваться состоятельностью и отражать причинный эффект действия накопления государственного долга на темпы роста ВВП, то есть возникает проблема эндогенности.

Также нами были проведены расчёты по 57 странам с высоким доходом и средним доходом (*таблица 1*) с включением в модель, наряду с госдолгом, сведений о динамике корпоративного долга. Дело в том, что наличие существенного корпоративного долга также может тормозить развитие экономики вследствие ухудшения финансовой состоятельности компаний и удорожания стоимости заемных средств, что в конечном счете сказывается на маржинальности бизнеса и ограничивает его способность к увеличению выпуска. При этом традиционно рассматриваемый эффект «вытеснения» частных инвестиций со стороны государства может ускорять или дополнять данный процесс, но не подменять его.

Таблица 1

Результаты оценки моделей с фиксированными эффектами о влиянии государственного и корпоративного долга на темпы роста ВВП

Модели с фиксированными эффектами, зависимая переменная growth	Модель 1	Модель 2
Константа	5,61***	5,56***
	(0,965)	(1,02)
Темп прироста населения (лаг)	-0,263	-0,254
	(0,159)	(0,152)
Темп прироста инвестиций (лаг)	0,0565***	0,0561***
	(0,014)	(0,014)
Открытость (лаг)	0,00505	0,00523
	(0,0104)	(0,0102)
Индекс эффективности правительства (лаг)	-1,08	-1,09
	(0,800)	(0,783)
Корпоративный долг (лаг)	-0,0155*	
	(0,00896)	
Гос.долг (лаг)	-0,0181**	
	(0,00756)	
Совокупный долг (лаг)		-0,0163**
		(0,00689)
Дамми-переменная 1999	-0,150	-0,146
	(0,506)	(0,509)
Дамми-переменная 2009	-1,23***	-1,20***
	(0,406)	(0,418)
Дамми-переменная 2010	-6,31***	-6,29***
	(0,587)	(0,591)
Дамми-переменная 2020	4,29***	4,27***
	(0,465)	(0,469)
Число наблюдений	1280	1280
LSDV R ²	0,263	0,263

Примечание – источник: составлено авторами на основе расчётов, произведенных в программе R studio. В скобках указаны стандартные ошибки. Обозначения: * является значимым на 10-процентном уровне, ** на 5%, *** на 1%.

Как видно из таблицы, имеется значимое отрицательное линейное влияние как государственного и корпоративного долга, так и совокупного долга (их суммы) на темпы роста ВВП в реальном выражении. Кроме того, влияние контрольных переменных имеет ожидаемые знаки. Влияние темпа прироста инвестиций значимое на 1% уровне положительное, что соответствует экономической теории и стандартно для регрессий роста. Влияние темпа прироста населения не является значимым, возможно, ввиду специфики используемой выборки.

Результаты тестирования по Хансену представлены в *таблице 2*.

Таблица 2

Результаты теста Хансена на наличие «порога» по группам стран

	Страны с высоким доходом	Страны со средним доходом
Порог по государственному долгу	56% ВВП	24% (порог на является значимым на 5% уровне, значим на 10% уровне)
Порог по совокупному долгу	Порога нет (незначимый)	52% ВВП

Примечание – источник: составлено авторами на основе расчётов, произведенных в программе R studio.

Для стран с высоким доходом тест Хансена на наличие «порога», т.е. перелома в тренде темпов роста при увеличении объёмов долговой нагрузки, показал значение 56% ВВП (*таблица 3*). Р-значение теста 0,005 меньше 5%, что говорит о значимости порога».

Таблица 3

Результаты теста Хансена на наличие «порога» по странам с высоким доходом

\subsection{Testing for a Sample Split, Using debt}	
\subsubsection*{Test of Null of No Threshold Against Alternative of Threshold}	
Allowing Heteroskedastic Errors (White Corrected)	
Number of Bootstrap Replications: 1000	
Trimming Percentage:	0.15
Threshold Variable:	GGGD
Threshold Estimate:	56.53139
LM-test for no threshold:	15.49297
Bootstrap P-Value:	0.004

Примечание – источник: составлено авторами на основе расчётов, произведенных в программе R studio.

Для стран со средним доходом тест Хансена показал незначимые результаты: Р-значение теста 0,09 больше 5%, то есть нулевая гипотеза об отсутствии порога отвергается на 10% уровне значимости (*таблица 4*).

Таблица 4

Результаты теста Хансена на наличие «порога» по странам со средним доходом:

Number of Bootstrap Replications: 1000	
Trimming Percentage:	0.15
Threshold Variable:	GGGD
Threshold Estimate:	23.71576
LM-test for no threshold:	9.092727
Bootstrap P-Value:	0.09

Примечание – источник: составлено авторами на основе расчётов, произведенных в программе R studio.

Дополнительно аналогичные расчёты проведены для совокупного долга (суммы государственного и корпоративного). Результаты представлены в *таблице 5*.

Таблица 5

Результаты теста Хансена на наличие «порога» по странам с высоким доходом

Number of Bootstrap Replications:	1000
Trimming Percentage:	0.15
Threshold Variable:	total
Threshold Estimate:	56.99934
LM-test for no threshold:	8.161621
Bootstrap P-Value:	0.17

3.1.2 Влияние объема госдолга на стоимость его обслуживания

В рамках изучения долговой устойчивости не менее важной представляется оценка влияния объема накопленного государственного долга на стоимость его обслуживания. Данный раздел посвящен исследованию порога государственного долга относительно его влияния на процентные платежи. В силу доступности данных по процентным платежам в работе мы проанализировали показатели на уровне центрального правительства, сочетая их с размерами национальной экономики через отношение к ВВП. Источником данных послужили базы данных Всемирного банка.

Для того чтобы учесть страновые особенности как в экономическом развитии, так и в подходах к управлению долгом, мы рассмотрели две группы стран: с высоким и средним уровнем дохода по методологии Всемирного банка. Как можно заметить из *рисунка 1*, средняя стоимость обслуживания долга центрального правительства для стран с высоким уровнем дохода сохраняет тенденцию к снижению с середины 1990-х годов, в то время как для стран со средним уровнем дохода со второй половины 2000х годов очевидной является лом данной тенденции и переход к росту процентных платежей (в долях ВВП).

При этом для обеих групп стран характерно поступательное наращивание долга центрального правительства (в долях ВВП), что отчетливо видно на *рисунке 2*. В последнее время бюджеты в большинстве стран хронически сводятся с дефицитом, что обуславливает постоянное увеличение объема госдолга и, соответственно, регулярный пересмотр предельных размеров ежегодных заимствований.

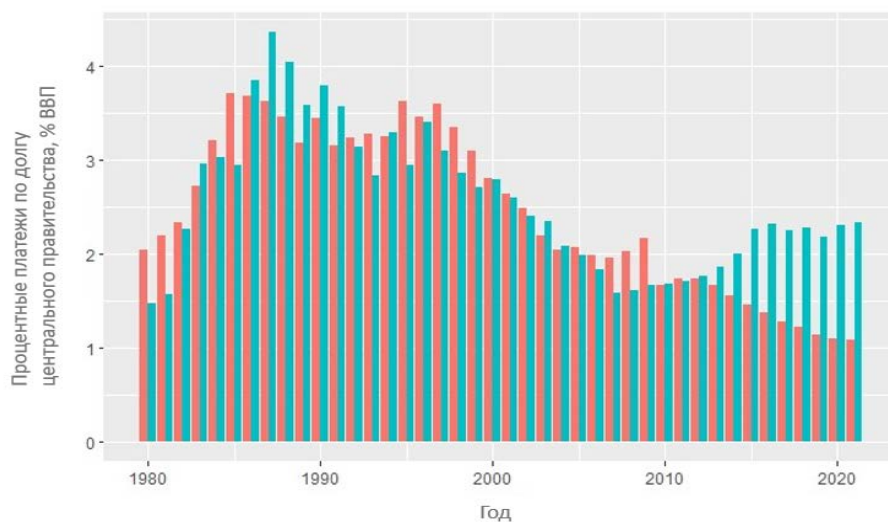


Рисунок 1. Динамика процентных платежей на обслуживание долга центрального правительства, % ВВП в среднем по подвыборке

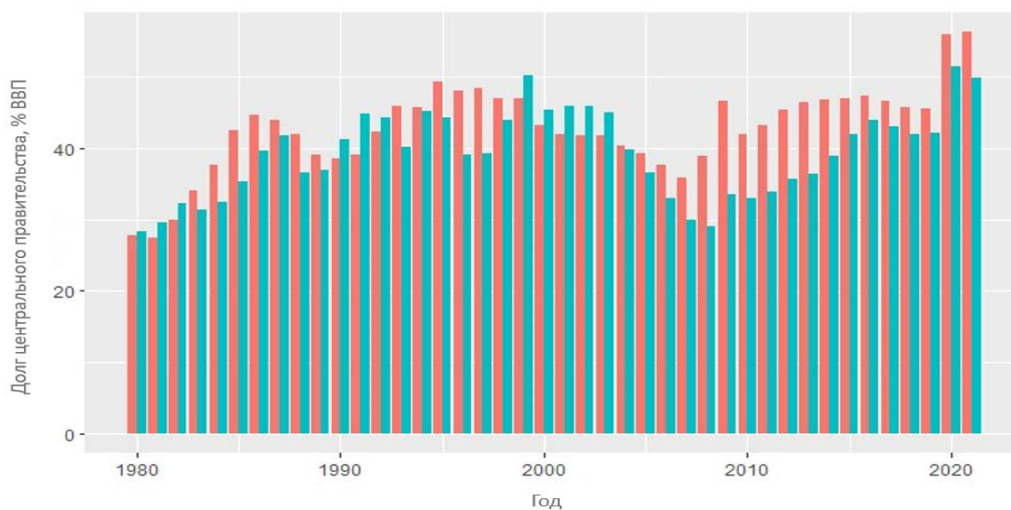


Рисунок 2. Динамика долга центрального правительства, % ВВП в среднем по подвыборке

Примечание: усредненные величины платежей по странам с высоким уровнем доходов представлены красными столбцами, со средним – зелеными. Источник: Всемирный банк, собственные расчёты.

Анализ рисунка 3 указывает на наличие слабой положительной (с учетом размерности осей графика) зависимости между уровнем долга и процентными платежами. Раздельные графики по группам стран показывают, что для высокодоходных стран после уровня долга в 50% ВВП начинается существенное расхождение процентных платежей относительно графика линейно аппроксимации, то есть для части наблюдений платежи по долгу начинают существенно отклоняться в обе стороны от средней. Для стран со средним уровнем дохода справедлива то же наблюдение, однако замеченное с более низкого уровня долга (примерно с 25% ВВП).

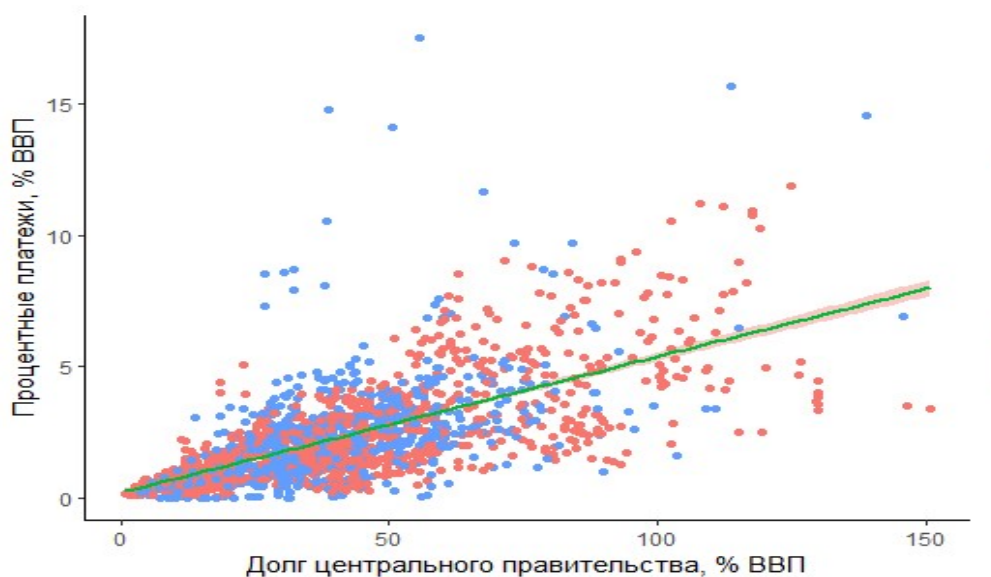


Рисунок 3. Динамика процентных платежей по долгу центрального правительства и размер госдолга

Примечание: приведены данные за период 1980-2021 гг.; красные точки – наблюдения по странам с высоким уровнем дохода, синие – со средним. Зеленая линия – линейная аппроксимация. Источник: Всемирный банк, собственные расчёты.

Среди высокодоходных стран крайне низкие платежи относительно ВВП при уровнях долгах менее 25% ВВП характерны для Эстонии и Швейцарии за весь наблюдаемый период, а также для Люксембурга и Саудовской Аравии в отдельных годах. Низкие же процентные платежи среди стран со средним уровнем долга наблюдались у Парагвая и Азербайджана.

Полученными результатами подтверждается необходимость ответственного управления государственными финансами, поскольку было показано, что правительство не может иметь неограниченную задолженность без роста стоимости долга вне зависимости от уровня развития страны. Так, увеличение заимствований без ухудшения условий погашения и удорожание долга возможно при его оптимальном соотношении с платежеспособностью центрального правительства. Удовлетворение финансовых

потребностей центрального правительства в долгосрочном периоде окажется реализуемым и экономически эффективным при равномерном и предсказуемом распределении долговой нагрузки на государственные финансы с низкими рисками привлечения заемных средства.

3.2 Анализ состояния и возможные направления развития управления российским государственным долгом в условиях санкций

Рассчитанные в предыдущем параграфе «пороговые» значения для группы стран со средним подушевым доходом (около 24% ВВП) могут служить ориентиром для оценки состояния управления российским государственным долгом. Динамика государственного долга Российской Федерации в процентах ВВП с 1998 года, приведённая на основе данных Всемирного банка, приведена на графике ниже.



Источник: расчёты авторов

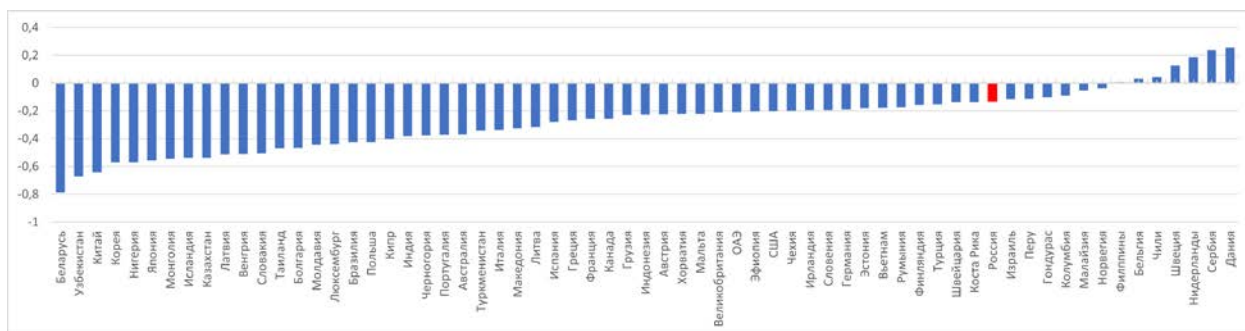
Рисунок 4. Динамика государственного долга Российской Федерации по сравнению с расчётным пороговым значением для стран со средним подушевым доходом, 1998-2021 гг.

Как видно из графика, начиная с 2013 года, значение совокупного государственного долга Российской Федерации (всех уровней бюджетной системы, с учетом государственных гарантий) в процентах от ВВП медленно, но устойчиво растёт – с 9,07% ВВП в 2013 г. до 21,6% ВВП в 2021 г.

В связи с этим можно сделать вывод, что дальнейшее накопление государственного долга повлечёт за собой превышение расчётного порогового значения, после которого

долговая нагрузка может привести к более ощутимому торможению темпов роста ВВП. В то же время, в связи с текущими ограничениями на доступ к внешним рынкам заемного капитала, дальнейшее быстрое увеличение долговой нагрузки трудно реализуемо в силу ограниченной емкости российского долгового рынка.

В текущей ситуации, помимо усреднённого по панели стран отрицательного влияния государственного долга на темпы роста ВВП, можно рассчитать для каждой страны корреляцию между этими показателями, что продемонстрировано на рисунке ниже.



Источник: расчёты авторов

Рисунок 5. Корреляция государственного долга и темпов роста ВВП в странах с высоким и средним доходом

Как видно из графика, для России за рассматриваемый период до 2021 г. включительно была характерна слабая отрицательная корреляция между долговой нагрузкой и темпами роста ВВП (-0,31), обусловленная в том числе сравнительно низким уровнем долговой нагрузки. В то же время аналогичные оценки для динамики совокупного долга, рассчитанного как сумма долга расширенного правительства и долга нефинансовых организаций, менее оптимистичны.



Источник: расчёты авторов

Рисунок 6 . Динамика совокупного долга Российской Федерации по сравнению с расчётным пороговым значением для стран со средним подушевым доходом, 1998-2021 гг.

В российских реалиях основной источник негативного краткосрочного воздействия на бюджет, на наш взгляд, связан с динамикой налоговых поступлений: избыточно оптимистичное прогнозирование будущих доходов, что уже наблюдается в параметрах федерального бюджета на 2024-2026 гг., может усилить разрыв между определенными по бюджетному правилу государственными расходами и тем объемом поступлений, которые будет собираться в казну при исполнении бюджета. Финансовое положение большинства государственных компаний и банков, за редким исключением (например, АО «Роснано»), в настоящее время более чем устойчивое, а в случае ухудшения макроэкономической ситуации в стране данные компании для улучшения собственной финансовой позиции откажутся от части проектов в рамках реализуемых ими инвестиционных программ.

Следующим источником фискального шока является структура экономической и институциональной систем. Так, во многих развивающихся экономиках внутренние финансовые рынки недостаточно развиты, политическая система не обеспечивает своевременного проведения бюджетных реформ и реализации стабилизирующей денежной политики, экономика не диверсифицирована и зависит от экспорта сырьевых товаров на внешние рынки. Данные обстоятельства приводят к излишней зависимости от внешних заимствований и конъюнктуры мировых сырьевых рынков, а также к низкой репутации государства как заемщика, низким кредитным рейтингам и высоким ставкам привлечения долга, что, в свою очередь, создает дополнительные фискальные риски.

Источником риска этого типа являются факторы, определяющие волатильность на рынке сырьевых товаров. Предрасположенность к риску в свою очередь зависит от места, которое в экономической системе занимает сырьевой сектор и от доли, которую составляют поступления от налогообложения сырьевого сектора, в общих доходах бюджета, поэтому экономика с низкой диверсификацией будет более чувствительна к риску этого типа.

Под *первичными бюджетными рисками* подразумевается неопределенность в будущих поступлениях в бюджет госсектора и отчислениях из него не связанных с привлечением и обслуживанием задолженности. Неопределенность данного типа воздействует на траекторию государственного долга через величину бюджетного баланса. Первичный бюджетный риск можно разложить на множество компонент, соответствующих каждой категории расходов и доходов бюджета. При анализе фискальной уязвимости

основное внимание уделяется рискам, связанным с обязательствами государственного сектора, то есть с бюджетными расходами.

Наиболее значимым для динамики государственного долга является риск, соответствующий условным имплицитным (не вытекающим из норм законов) расходным обязательствам. Источником этого риска является исходное финансовое состояние крупных системно-значимых институтов и краткосрочные факторы, от которых зависит способность этих институтов продолжать свое функционирование без объявления дефолта по собственным обязательствам. И хотя в моменте для России санкции не оказывают значимого негативного воздействия на финансовое состояние государственных институтов развития, ситуация может иметь отложенный (накопительный) эффект.

В качестве отдельной категории фискального риска можно рассмотреть риск *снижения общей экономической активности*. Экономике, растущие более быстрыми темпами, могут позволить себе занимать под более высокий процент, сохраняя долгосрочную сбалансированность государственных финансов (до тех пор, пока темпы роста превышают реальную доходность по займам). Замедление экономического роста создает дополнительное давление на бюджет, а также может дестабилизировать ситуацию с обслуживанием государственного долга, особенно в случае, если замедление переходит в глубокий экономический спад. Поскольку рецессии могут сопровождаться оттоком капитала и девальвацией внутренней валюты, а также в силу того, что в эти периоды увеличиваются бюджетные расходы на стимулирование экономики и поддержку различных институтов, замедление экономического роста влечет негативные изменения других макроэкономических переменных, оказывающих влияние на величину госдолга. Поэтому риск замедления экономического роста естественным образом транслируется в валютный и процентный риски и риск, связанный с условными обязательствами.

Источником риска замедления экономического роста являются факторы, связанные с фазой экономического цикла, условиями внешней торговли, состоянием финансовых рынков, проводимой денежно-кредитной политикой и пр.

В силу наличия многосторонних связей между различными макроэкономическими переменными, приведенное выше разделение рисков на типы, не может считаться вполне однозначным. Реальные экономические кризисы являются следствием комбинации различных взаимообуславливающих шоков. Тем не менее, введение подобной классификации рисков позволяет лучше структурировать анализ долговой устойчивости в условиях российской экономики.

Кейсовый анализ, проведенный в рамках главы 2 настоящего отчета, показал, что в современной практике страны-должники при поддержке наднациональных регуляторов (в первую очередь МВФ, для стран ЕС – ЕЦБ и т.п.) стараются до последнего избегать объявления государственных дефолтов. Несмотря на то, что по мере ухудшения долговой ситуации снижаются и возможности использования доступного инструментария для решения долговых проблем, наднациональные регуляторы почти всегда помогают странам с реструктуризацией долгов в обмен на требования проведения политических и экономических реформ. Замещение ранее накопленного долга на более дешевые обязательства перед международными финансовыми организациями говорит не столько о решении проблем с причинами возникновения высокой долговой нагрузки в странах-должниках, сколько о некоей трансформации долговых отношений, структуры долга, условий его обслуживания, что в конечном счете не предотвращает дальнейшего роста государственных расходов, их хронического дефицитного финансирования и увеличения уровня долгового навеса над национальными экономиками.

В российских реалиях рассчитывать на поддержку МВФ и других международных финансовых объединений (например, Парижский и Лондонский клубы кредиторов) не приходится, более того, действия санкций напрямую запрещают России занимать у западных стран. Однако примеры достаточно длительных «отказов» от привлечения внешнего долгового капитала (три и более лет подряд) в мировой практике не редки, причем это может быть обусловлено как экономическими (например, в Таиланде), так и социально-политическими (например, в Иране) обстоятельствами, либо их сочетанием (например, в Бразилии, Мексике). В ситуации с Россией долговая устойчивость во многом будет определять емкость внутреннего долгового рынка, а также предсказуемостью денежно-кредитной политики ЦБ РФ.

Важность развития внутреннего долгового рынка лучше всего демонстрирует пример Японии, у которой, несмотря на высокие объемы государственного долга (260% ВВП), вероятность возникновения долгового кризиса в стране оценивается как крайне низкая. Дело в том, что при сбалансированной структуре госдолга, предполагающей сочетание достаточно длительных сроков погашения государственных облигаций и невысокой процентной ставки, а также наличии развитых национальных сберегательных институтов (в первую очередь речь о пенсионных и страховых фондах, а не кредитных организациях) и профицитного счета текущих операций, возможность поддержания долговой устойчивости с опорой только на национальный долговой рынок вполне реальна.

В мировой практике есть и обратные кейсы, когда страны с относительно низкими объемами государственного долга сталкивались с серьезными долговыми кризисами, так как большинство держателей государственного долга были нерезидентами (как, например, в Мексике в конце 1990-х годов).

Исходя из этого можно предположить, что суверенная, диверсифицированная экономика, в которой резиденты являются основными держателями государственного долга, может быть надежно защищена от долговых кризисов даже при ограничении на доступ к внешнему долговому капиталу.

В текущей ситуации следует признать, что проблема с обслуживанием госдолга в России уже начинает проявляться в виде планового роста процентных платежей. Основной причиной данного тренда является не столько структура госдолга или ранее накопленный объем, сколько стоимость привлечения нового долга. Другими словами, доходность заимствований растет вследствие как сжатия емкости долгового рынка после практически полного закрытия доступа России к внешнему капиталу, так по причине роста ключевой ставки, цикл повышения которой еще, по мнению многих экспертов, не завершен.

И хотя институциональные характеристики, в отличие от макропоказателей, не являются ведущими факторами, определяющими доходность долга центрального правительства, тем не менее, согласно нашим расчетам, на краткосрочном горизонте качество государственного регулирования оказывает значимое понижающее влияние на нее.

Опасность аналогичной динамики качества институциональных условий в России существует. Учитывая позитивные изменения некоторых оценок качества государственного управления, достигнутые за последние 15-20 лет (например, политическая стабильность, эффективность государственного управления, верховенство закона, контроль над коррупцией), видится важным продолжить реализацию политики по сохранению или даже улучшению достигнутых результатов вопреки имеющимся санкционным ограничениям. В этой связи стоит принимать во внимание влияние на качество институциональных условий предлагаемых решений в сфере бюджетной, налоговой и долговой политики в России.

3.3 Выработка предложений по обеспечению долгосрочной долговой устойчивости в России

В целях обеспечения долговой устойчивости государства формируют политику управления долгом, комплекс мер которой традиционно сводится к выбору объема и структуры привлекаемого долгового финансирования. Очевидно, что общий объем средств,

который необходимо привлечь от кредиторов, определяется величиной дефицита государственного бюджета, то есть является функцией от проводимой правительством бюджетно-налоговой политики. Разница между расходами и доходами бюджета диктует размер необходимой суммы, но при заданном объеме потребностей бюджета выбор источника финансирования, инструментов размещения государственного долга, стоимости и срока погашения заимствования оказывается за рамками непосредственно бюджетно-налоговой политики и представляет собой отдельное направление государственной политики – управление государственным долгом. Таким образом, следует разделять весь комплекс мер государственной политики, затрагивающих вопросы долговой устойчивости, на две составляющие – бюджетно-налоговую политику (как первоисточник либо формирования нового долга, либо гашения ранее выпущенного) и управление государственным долгом (как способ нахождения наиболее сбалансированного сочетания в структуре долговых инструментов).

Итак, целью управления государственным долгом можно считать формирование такого портфеля обязательств, чтобы он оптимальным образом сочетал низкую стоимость обслуживания и минимизировал сопутствующие бюджетные риски. Ключевыми аспектами в рамках управления государственным долгом являются срок привлечения долгового финансирования, валютная структура возникающих обязательств, условия обслуживания задолженности.

Далее рассмотрим принципы, на основе которых следует выбирать оптимальное сочетание описанных выше характеристик долговых обязательств³.

Срок привлечения займа

С позиции снижения рисков для государства наиболее выгодным является получение кредита на длительный срок. Финансируя дефицит за счет короткого долга, государство берет на себя значительный риск, связанный с пролонгацией долга. Рост процентных ставок в момент, когда государство будет нуждаться в рефинансировании своей задолженности, может привести к бюджетному кризису. Степень риска, связанная с рефинансированием долга, пропорциональна общей сумме задолженности, которая должна быть пролонгирована.

Также долгосрочная задолженность может отчасти хеджировать некоторые бюджетные риски за счет изменения своей рыночной стоимости при движении процентных ставок. К примеру, этот механизм будет работать если для экономики характерна

³ Более подробное обсуждение принципов выбора оптимальной стратегии управления государственным долгом можно найти в статье Missale A. «Sovereign debt management and fiscal vulnerabilities»// BIS papers No.65, 2012

подверженность таким шокам, при которых падение налоговых поступлений и прочих доходов сопровождается ростом процентных ставок. В такой ситуации выпадение части доходов государства будет частично компенсироваться снижением рыночной стоимости государственных обязательств.

Долгосрочный государственный долг также хеджирует бюджет от инфляционных рисков, поскольку в ситуации инфляционного всплеска реальная стоимость обязательств сократится. Дефляционный шок создаст обратный эффект, то есть увеличит реальную нагрузку по обслуживанию долга, однако вероятность возникновения подобных шоков низкая.

Таким образом, структура обязательств, предполагающая длительный срок погашения задолженности, имеет ряд преимуществ с точки зрения снижения бюджетных рисков, но потребует больших расходов на обслуживание. Поэтому Минфину при выборе стратегии управления государственным долгом нужно постоянно балансировать между длительным сроком погашения и низкой стоимостью обслуживания долга.

Валютная структура госдолга

Финансирование дефицита бюджета за счет долга, номинированного в иностранной валюте, связано с валютным риском. Государства вынуждены привлекать долг, номинированный в иностранной валюте, во-первых, в ситуации, когда стоимость заимствования в национальной валюте оказывается выше. Как правило, главная причина такой разницы состоит в отсутствии ответственной денежной политики и использовании денежной эмиссии для монетизации дефицита государственного бюджета.

Во-вторых, причиной привлечения долга в иностранной валюте может быть недостаточная развитость и емкость внутреннего долгового рынка. Излишняя активность государства на внутреннем долговом рынке вносит нежелательные искажения преимущественно через канал вытеснения частных инвестиций. Поскольку внешний рынок долгового капитала обладает значительно большей емкостью, то займы на внешнем рынке позволяют государству получить финансирование в необходимом объеме и избежать негативных последствий, связанных с вытеснением частных инвестиций.

При наличии бюджетного обязательства, номинированного в иностранной валюте, возникает потребность в хеджировании данного риска. Подобное хеджирование может быть в некоторой степени обеспечено центральным банком, если он будет придерживаться режима фиксированного обменного курса или режима валютного коридора. Однако, поддержание соответствующих валютных режимов денежными властями не позволяет полностью избавиться от валютного риска, поскольку при этом фактически риск

переносится с государственного бюджета на центральный банк. При резком замедлении поступлений иностранной валюты в экономику центральные банки зачастую оказываются неспособны поддерживать валютный режим фиксированного номинального курса. Отказ от фиксированного курса с высокой вероятностью влечет за собой долговой кризис.

Выбор типа ставки

Наиболее распространенной является практика предоставления кредитов государству по фиксированной номинальной ставке. Подобный вид ставки максимально четко специфицирует порядок погашения государством задолженности и исключает условные обязательства, но при этом он не оптимален с позиции фискального хеджирования. Наиболее выгодный долговой контракт с данной позиции предполагает, что стоимость обслуживания задолженности должна быть отрицательно связана с величиной государственных расходов и положительно с доходами бюджета.⁴

В текущей геополитической и макроэкономической ситуации состояние бюджетной системы РФ можно признать достаточно устойчивым в краткосрочном периоде, при этом долгосрочные риски, связанные с выпадением нефтегазовых доходов и снижением темпов экономического роста, присутствуют в явном виде. В этой связи долговая политика Минфина России, видимо, должна строиться на основе разумного компромисса между недопущением роста среднесрочной стоимости обслуживания госдолга и структурой обязательств с предсказуемой доходностью.

Среди основных системных механизмов снижения уровня госдолга, выделяемых экономистами [13] [14] [15], приоритет следует отдавать двум – стимулирование экономического роста и бюджетная консолидация. Стимулирование экономического роста можно назвать наиболее целесообразным способом сокращения долговой нагрузки на экономику и бюджет, однако он отличается сложностью реализации, невысокой достоверностью прогнозов относительно достижения экономического эффекта, а кроме того, требует длительного периода проведения соответствующей экономической политики, и поэтому не может быть использован для решения краткосрочных задач.

Кроме того, в перспективе желательно рассмотреть возможность обратного выкупа государством своих обязательств. С одной стороны, это несет риск кратковременного, но резкого роста расходов по обслуживанию госдолга, когда владельцы бумаг единовременно предъявляют бумаги к выкупу.

⁴ При неизменной величине налоговой ставки положительная корреляция с доходами государственного бюджета эквивалентна положительной корреляции с налоговой базой или другими макроэкономическими параметрами, положительно с ней связанными. К таким параметрам относятся ВВП, занятость, совокупное потребление и прочие величины.

При определении потребности объема привлекаемого долгового финансирования в первую очередь следует ориентироваться на бюджетное сальдо федерального бюджета, считая, что балансировка бюджетов других уровней (региональных бюджетов, бюджетов внебюджетных фондов) осуществляется за счет средств федерального бюджета (предоставляемых в виде межбюджетных трансфертов). Учитывая отчисления дополнительных нефтегазовых доходов в ФНБ, можно рассчитать годовой объем чистых заимствований (без учета привлекаемых заимствований для покрытия ранее выпущенного долга, которые за последние 10 лет в среднем составляли 0,6% ВВП в год). Результаты расчетов, выполненные на подготовленном отдельно бюджетном прогнозе⁵, представлены в двух сценариях в *таблице 6*.

Таблица 6

Прогноз объема государственных заимствований и долга, % ВВП

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Объем чистых заимствований (без учета погашений):							
- при неукоснительном следовании бюджетному правилу	2,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
- при удержании расходов на уровне 2023 г.	3,0	3,3	3,3	3,1	3,4	3,5	3,7
Гос. долг РФ (без госгарантий), на конец периода:							
- при неукоснительном следовании бюджетному правилу	15,7	15,7	15,7	15,6	15,5	15,4	15,3
- при удержании расходов на уровне 2023 г.	16,7	18,7	20,5	21,9	23,4	25,0	26,5

Примечание - источник: собственные расчёты

При сценарии неукоснительного следования бюджетному правилу государственный бюджет будет представлять собой образец финансовой устойчивости, при котором объем чистых заимствований будет практически постоянным на уровне 1,2% ВВП ежегодно. В этом случае размер госдолга РФ (без учета госгарантий) не превысит 15,3% ВВП к концу рассматриваемого периода. Однако данный сценарий предполагает серьезное сокращение бюджетных расходов, что выглядит трудно реализуемым, особенно в свете текущих геополитических обстоятельств.

Если же рассматривать сценарий, при котором расходы федерального бюджета относительно ВВП не будет опускаться ниже уровня 2023 г., то объем чистых заимствований (преимущественно на внутреннем рынке капитала) будет нарастающим. Это приведет к довольно стремительному наращиванию госдолга до 26,5% ВВП к 2030 г., что в конечном счете превышает расчетные и скорректированные оценки «безопасного» порога

⁵ Разработан в сентябре 2023 г. в рамках аналитического сопровождения деятельности Экспертного совета при Правительстве РФ и является предметом отдельной аналитической записки.

долга и может негативно сказаться как на динамике ВВП, так и на стоимости его обслуживания.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В научной литературе можно выделить три основных аспекта в оценке долговой устойчивости.

Первый аспект в расчете долговой устойчивости включает оценку влияния накопленного долга на показатели макроэкономической динамики: темп роста ВВП и инвестиций. Влияние накопленного долга предполагается нелинейным: при невысоком государственном долге заёмные средства могут дополнительно стимулировать экономику через инвестиции (например, в инфраструктуру). Однако далее по мере накопления задолженности растёт размер как платежей по телу долга, так и процентных платежей, что может приводить к эффекту вытеснения инвестиций и, следовательно, негативно влиять на темпы роста ВВП. В эмпирических работах, начиная с [16], предпринимаются попытки оценить максимально допустимое («пороговое») значение долга для развитых и развивающихся стран с учётом условий, в которых реализуется долговая политика.

Второй подход связан с определением долговой устойчивости государства при помощи так называемой долговой кривой Лаффера [3] когда вычисляется распределение вероятности дефолта страны при каждом значении отношения долга к ВВП.

Третий аспект – оценка так называемой функции фискальной реакции [4] – выводится из межвременного бюджетного ограничения государства и связывает между собой размер накопленного за предыдущие периоды долга, бюджетное сальдо (профицит или дефицит) бюджета и соотношение ставки процента по долгу и темпов роста реального ВВП. Таким образом, выявляется долгосрочная устойчивость: когда ставка ниже темпов роста ВВП, правительства могут позволить себе иметь постоянный дефицит.

Для оценки устойчивости государственного долга необходимо принимать во внимание условия, в которых осуществляется долговая политика страны. К ним относятся традиционные макроэкономические показатели, а также характеристики качества проводимой макроэкономической политики и институциональной среды, которые включаются в эмпирических исследованиях в качестве контрольных переменных в регрессиях влияния государственного долга на темпы роста ВВП.

К традиционным макроэкономическим показателям относятся начальный уровень ВВП на душу населения как показатель стартовой позиции страны (на начало исследуемого периода) для корректировки на эффект низкой базы, а также лагированные значения темпов роста ВВП как показатель «персистентности» процесса, т.е. зависимости от предшествующих периодов.

Проведенный в рамках второй главы кейсовый анализ показал, что в современной практике как страны-должники, так и международные организации стараются до последнего избегать объявления дефолтов.

Результаты, полученные в ходе проведенного эконометрического анализа, подтвердили значимую роль государственного долга как для экономического развития, так и для бюджетной устойчивости страны. Анализ накопленных в отдельных развитых и развивающихся странах мира долговых обязательств показал, что для многих из них высокий уровень и неудовлетворительная структура долговых обязательств уже стали препятствием на пути устойчивого развития, а в ряде случаев привели к долговому кризису.

Детальный анализ решений долговых проблем, имевших место в минувшем столетии, позволил экономистам выделить как минимум семь способов снижения уровня госдолга – реструктуризация, бюджетная консолидация, стимулирование экономического роста, усиление инфляции, приватизация государственных активов, финансовые репрессии, обратный выкуп государственных долговых обязательств.

Следует отметить, что ранее Россия уже прибегала к нескольким способам снижения уровня госдолга – от наиболее радикальных (реструктуризация вследствие дефолта 1998 года, гиперинфляция и массовая приватизация в начале 1990-х гг.) до наиболее желательного (высокие темпы экономического роста в начале 2000-х гг.).

С учетом того, что главным риском долгосрочной долговой неустойчивости, на наш взгляд, является мягкая бюджетная политика, при наличии запрета на доступ к внешним рынкам заемного капитала и достаточно высокой ключевой ставки возможности относительно «безболезненного» как для экономики, так и для бюджета наращивания долгового финансирования расходов государственного бюджета, по нашим оценкам, ограничены порогом долга РФ (для федерального уровня) в 20% ВВП против текущего уровня в 17% ВВП.

По нашему мнению, следует сохранить ориентированность государства на развитие внутреннего долгового рынка, что будет сопровождаться увеличением числа участников, снижением издержек за транзакции, уменьшением стоимости заимствований и ростом его ликвидности.

Безусловный приоритет в средне- и долгосрочной перспективе следует отдавать государственным облигациям с фиксированной доходностью, поскольку это позволяет минимизировать риски влияния на бюджет. В перспективе желательно рассмотреть возможность обратного выкупа государством своих обязательств за счет ликвидных резервов ФНБ и средств от приватизации.

БЛАГОДАРНОСТИ

Материал подготовлен в рамках выполнения научно-исследовательской работы государственного задания РАНХиГС на 2023 год.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Михайлова А.А., Тимушев Е.Н. Бюджетная система России: насколько устойчива? // Экономический журнал ВШЭ. – 2020. – Т. 24. – № 4. – С. 572-597.
2. M. Bruns, T. Poghosyan Leading Indicators of Fiscal Distress: Evidence from the Extreme Bound Analysis // IMF Working paper. – 2016. –No 16/28. – P. 1-37.
3. S. Claessens. The Debt Laffer Curve: Some Estimates // World Development. – 1990. – Vol. 18. – No 12. – P. 1671-1677.
4. Bohn H. The behavior of US public debt and deficits //the Quarterly Journal of economics. – 1998. – Т. 113. – №. 3. – С. 949-963.
5. Ghosh A. R. et al. Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies //The Economic Journal. – 2013. – Т. 123. – №. 566. – С. F4-F30.
6. Kourtellos A., Stengos T., Tan C. M. The effect of public debt on growth in multiple regimes //Journal of Macroeconomics. – 2013. – Т. 38. – С. 35-43.
7. Acharya, V. V., Eisert, T., Eufinger, C. & Hirsch, C. (2018). Real Effects of the Sovereign Debt Crisis in Europe: Evidence from Syndicated Loans. The Review of Financial Studies, 31(8), 2855–2896.
8. Julianne Ams*, Reza Baqir†, Anna Gelpern‡ and Christoph Trebesch – Chapter 7. Sovereign Default/IMF, 2015
9. Beers, D. and Mavalwalla, J. (2018 July). The BoC-BoE Sovereign Default Database Revisited: What’s New in 2018? (Bank of England Staff Working Paper No. 739). London, England: Bank of England
10. Cruces, J. J., & Trebesch, C. (2013). Sovereign Defaults: The Price of Haircuts. American Economic Journal: Macroeconomics, 5(3), 85-117
11. Global Crisis Data. Harvard Business School. URL: <https://www.hbs.edu/behavioral-finance-and-financial-stability/data/Pages/global.aspx>
12. Официальный сайт Европейского союза. URL: https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/country-profiles_en
13. Bini Smaghi L. «Sovereign Risk and the Euro», European Central Bank, London Business School, 9 February 2011
14. Reinhart C.M., Sbrancia M. B. «The Liquidation of Government Debt», Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series, April 2011.;

15. Nelson R. M. «Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress», Congressional Research Service, January 31, 2013

16. Reinhart C. M., Rogoff K. S. Growth in a Time of Debt //American economic review. – 2010. – T. 100. – №. 2. – C. 573-578.

**В СЕРИИ ПРЕПРИНТОВ
РАНХиГС РАССМАТРИВАЮТСЯ
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ
И ПРАКТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ
К СОЗДАНИЮ, АКТИВНОМУ
ИСПОЛЬЗОВАНИЮ
ВОЗМОЖНОСТЕЙ
ИННОВАЦИЙ В РАЗЛИЧНЫХ
СФЕРАХ ЭКОНОМИКИ
КАК КЛЮЧЕВОГО УСЛОВИЯ
ЭФФЕКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**



РАНХиГС
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ