



Волшебного порога нет

Судя по всему, четкой границы, за которой государственный долг страны начинает серьезно угрожать среднесрочному росту, не существует

Андреа Пескатори, Дамиано Сандри и Джон Саймон

ЭКОНОМИСТЫ спорят о том, существует ли пороговое отношение государственного долга к ВВП, после которого среднесрочные перспективы экономического роста в стране оказываются под серьезной угрозой. Вопрос о том, есть ли такой переломный момент, имеет критически важное значение не только из-за беспрецедентно высокого уровня государственного долга во многих странах с развитой экономикой, но также из-за его последствий с точки зрения накопления долга во всех экономиках. Если существует уровень, выше которого долг существенно снижает темпы роста экономики, тогда приоритетной задачей должно стать его сокращение ниже этого уровня. С другой стороны, если не существует точки, по достижении которой перспективы роста начинают существенно уменьшаться, разработчики экономической политики могут решить, что приоритетное внимание следует уделять повышению темпов роста, а не сокращению коэффициентов задолженности.

Среди исследователей нет согласия по данному вопросу. В авторитетных работах, например, в Reinhart and Rogoff (2010) и Reinhart, Reinhart and Rogoff (2012) утверждается, что пороговый эффект существует: как только уровень задолженности в странах с развитой экономикой превышает 90 процентов ВВП, это влечет за собой существенное уменьшение потенциала роста. Другие исследователи оспаривают утверждение о том, что столь четкий порог существует, и заявляют, что высокий уровень задолженности вызван слабым ростом, а не слабый рост провоцирует высокий уровень задолженности (Panizza and Presbitero, 2012; Herndon, Ash, and Pollin, 2013). Используя новый подход, мы нашли мало свидетельств существования какого-либо конкретного коэффициента задолженности, выше которого рост экономики резко замедляется.

Новый подход

В рамках нашего нового подхода использована новая и полная база данных МВФ применительно к валовому государственному долгу к ВВП, уплате процентов и первичным дефицитам, которая охватывает почти все 188 стран-членов МВФ, для многих из них есть данные с 1875 года по 2011 год (Abbas et al., 2010, 2011). Мы дополнили данные МВФ данными по реальному ВВП из Maddison (2003) и другими данными из Reinhart and Rogoff (2010). Основное внимание уделялось 34 странам с развитой экономикой, что объяснялось доступностью дополнительных данных и их охватом. Среднее отношение долга к ВВП в выборке из 34 стран составляло 55 процентов, в то время как средний реальный темп роста производства на душу населения был 2¼ процента в год. Учитывая, что выборка охватывает две мировые войны и Великую депрессию, речь идет о насыщенном историческом контексте; при этом она также включает множество уникальных обстоятельств, которые необходимо учитывать при анализе полученных результатов.

Мы изучили все эпизоды, в которых валовой государственный долг поднялся выше определенного уровня (мы использовали целый ряд уровней), и рассмотрели реальный рост ВВП на душу населения на протяжении последующих 1, 5, 10 и 15 лет. Важное отличие нашей методологии по сравнению с методологией, которую использовали Рейнхарт и Рогофф в работе 2010 года, заключается в том, что мы уделяем основное внимание средне- и долгосрочной взаимосвязи между сегодняшним отношением объема долга к ВВП и последующим ростом ВВП, а не только краткосрочной их взаимосвязи. Более долгосрочная перспектива должна смягчить то искажающее воздействие, которое могут оказать временные спады или периоды интенсивного роста на взаимосвязь между долгом и ростом в краткосрочной перспективе.

В Reinhart, Reinhart and Rogoff (2012) использовалась методология, рассчитанная на более долгосрочную перспективу, но помимо этого наш подход отличается двумя важными дополнительными аспектами.

- Мы рассматривали широкий спектр пороговых величин долга, а не только 90 процентов.
- Вместо того чтобы рассматривать только тот период, когда долг превышает определенный уровень, мы анализировали показатели роста по эпизодам за заданный период времени, вне зависимости от объема долга.

Преимущество этого подхода состоит в том, что благодаря ему удается избежать смещения результатов в пользу тех стран, которые не смогли сократить свой долг, — то есть проблемы, возникающей, когда анализ сосредоточен исключительно на тех ситуациях, при которых долг остается выше определенного порога. Мы включили как страны, которые были в состоянии уменьшить объем задолженности после того как он превысил заданный порог (положительные примеры), так и страны, которые не смогли этого сделать (отрицательные примеры). Исследования, в которых рассматриваются исключительно те периоды, когда долг превышает определенный уровень, неявным образом ориентированы только на неудачи.

Мы также определили, что новый эпизод не может начаться раньше, чем через 15 лет после предыдущего, во избежание двойных подсчетов и дублирования отрезков. Выбор столь длительного периода для наших исследований отражает то обстоятельство, что сокращение объема задолженности, как правило, является долгим, затяжным процессом. Тем не менее, когда мы использовали отрезок в 10 лет, результаты были аналогичными. Мы также поставили условие, при котором каждый эпизод начинается, когда долг становится выше установленного порога. Это означает, что каждая страна имеет только относительно небольшое количество эпизодов, которые, следует отметить, имеют равный вес при подсчете средних значений. Напротив, при подходе, применявшемся в Reinhart and Rogoff (2010), каждой стране придается равный вес, независимо от количества лет с высоким или низким уровнем задолженности. Как подчеркивается в Herndon, Ash, and Pollin (2013), присвоение различных весов может, вероятно, привести к весьма разным выводам о присутствии однозначного порогового эффекта.

Краткосрочная перспектива

В первую очередь, мы обратили внимание на краткосрочную связь между долгом и ростом, используя подход, подобный тому, который применили Рейнхарт и Рогофф. На рис. 1 показан средний реальный (после учета инфляции) темп роста ВВП на душу населения в год после того, как отношение долга к ВВП превысило заданный порог. Как и Рейнхарт и Рогофф, мы отметили, что рост ВВП особенно низок в год после того, как отношение долга к ВВП превышает 90 процентов. Действительно, на рис. 1 показано, что в странах с уровнем задолженности ниже 90 процентов средний рост ВВП составляет 2 процента и падает до примерно -2 процентов в странах, где уровень задолженности превышает этот показатель. В то же время область, затемненная на рис. 1 и отражающая степень неустойчивости в отношении наших оценок, свидетельствует о существенном разнообразии показателей роста для тех стран, уровень долга которых превышает 90 процентов.

Однако было бы недальновидно усматривать на рис. 1 причинно-следственную связь между долгом и ростом, поскольку нельзя исключать того, что повышение долга было вызвано вальным ростом, — то есть возможна обратная причинно-следственная связь, которую мы обсуждали выше. Хотя существует вероятность того, что когда отношение долга к ВВП превышает 90 процентов, страны попадают в критическую ситуацию, приводящую к существенному сокращению темпов роста, возможно также, что рост государственного долга выше 90 процентов вызван некоторыми другими факторами, которые снижают ВВП и налоговые поступления — что, в свою очередь, приводит к повышению объема задолженности.

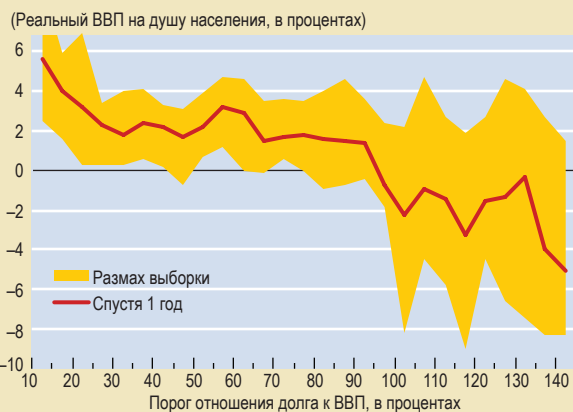
Кроме того, как свидетельствует степень неопределенности, отраженная на области, которая представлена на рисунке затемненным участком, эти результаты относительно неустойчивы и чрезмерно зависят от резко отклоняющихся значений. Например, отношение долга к ВВП в Японии возросло с 133 процентов в 1943 году до 204 процентов в 1944 году, и последующий темп роста в 1945 году составил -50 процентов. Одно только это наблюдение обуславливает существенное снижение средних показателей экономического роста при пороговых величинах долга, превышающих 135 процентов ВВП.

Расширение горизонтов анализа позволяет нам уменьшить смещение, возникшее в результате обратной причинно-следственной связи и эффекта резко отклоняющихся значений, например, обвала темпов роста в Японии в 1945 году, а также эффектов от потенциально опущенных переменных. Опущенные переменные могут включать такие автоматические стабилизаторы, как страхование на случай безработицы или прогрессивные ставки подоходного налога. В период медленного роста эти стабилизаторы обычно приводят к ухудшению первичного сальдо (государственного профицита или дефицита до уплаты процентов), и в результате за короткий срок происходит

Рисунок 1

Краткосрочные препятствия

При годовом горизонте рост ВВП, как можно заметить, замедляется по мере того, как отношение долга к ВВП увеличивается, и резко падает, когда порог достигает 90 процентов.



Источник: расчеты авторов.

Примечание. Затемненная область показывает дисперсию по показателям отдельных стран. Она демонстрирует так называемый межквартильный диапазон — то есть размах средних 50 процентов выборки. Выборка охватывает 34 страны с развитой экономикой за период с 1875 года по 2011 год.

увеличение долга. Поскольку знаменатель (ВВП) снижается, в результате экономического спада отношение долга к ВВП будет повышаться аналогичным и даже более механическим образом. Если высокий уровень задолженности (то есть долг, превышающий определенный порог) выступает в качестве тормоза роста в средне- и долгосрочной перспективе, мы, тем не менее, можем наблюдать слабый рост не только в год после того, как коэффициент задолженности превысит данный порог, но и в последующие годы.

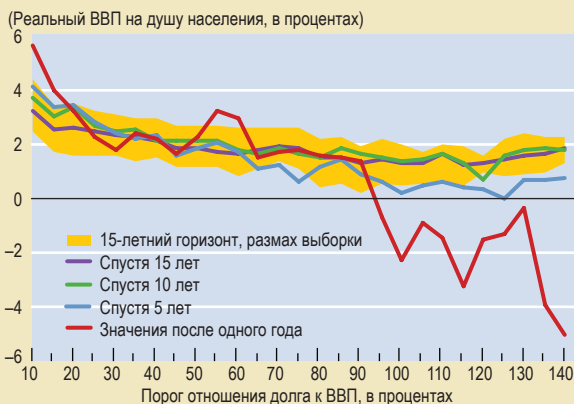
Более долгосрочная перспектива

На рис. 2 отражены показатели роста для тех же эпизодов на протяжении более длительных периодов времени в 5, 10 и 15 лет. По сравнению с годовым горизонтом показатели за пять лет зависят от более высокого уровня задолженности в меньшей степени и гораздо меньше зависят от него при 10-летнем и 15-летнем горизонте. Важно, что хотя более высокий уровень задолженности все еще ассоциируется с менее активным ростом, больше нет какого-либо четкого порога отношения долга к ВВП, выше которого темпы роста значительно снижаются. Это означает, что эффект, наблюдаемый при годовом горизонте, является временным, и как таковой с гораздо большей вероятностью свидетельствует о том, что вялый рост приводит к высокому уровню задолженности, чем о том, что высокий уровень долга ведет к слабому росту. Эта точка зрения подкрепляется тем наблюдением, что ослабевающая связь между ростом и долгом на протяжении более длительных периодов времени не отражает тот факт, что после достижения высокого порога отношение долга к ВВП резко снижается. Действительно, в то время как наблюдается некоторая тенденция к снижению коэффициента задолженности при достижении особенно высоких уровней, этот процесс проходит крайне медленно.

Рисунок 2

Более долгосрочная перспектива выглядит лучше

По сравнению с годовым периодом перспективы роста выглядят гораздо лучше при рассмотрении 5, 10 или 15-летних периодов после пересечения порога задолженности.



Источник: расчеты авторов.

Примечание. Затененная область показывает дисперсию по показателям отдельных стран. Она демонстрирует так называемый межквартильный диапазон — то есть размах средних 50 процентов выборки. Выборка охватывает 34 страны с развитой экономикой за период с 1875 года по 2011 год.

Значение траектории долга

Пока что мы рассматривали только те эпизоды, при которых отношение долга к ВВП превышает заданный порог. Но как быть с теми странами, у которых коэффициент задолженности высокий, но при этом снижающийся? Чтобы изучить данный вопрос, мы определили все эпизоды, в которых коэффициент задолженности упал ниже заданного уровня. На рис. 3 представлены показатели роста на протяжении этих эпизодов по сравнению с предшествующими. На левой панели показано, что на следующий год резкий спад роста, наблюдавшийся в странах, где уровень долга составил более 90 процентов, уже не отмечается для стран, которые имеют высокий, но при этом снижающийся уровень долга. Действительно, уверенный рост демонстрируют даже страны с коэффициентом задолженности от 130 до 140 процентов, которые имеют убывающую траекторию долга. Это свидетельствует о том, что в данных эпизодах высокий уровень долга сам по себе не является причиной низкого темпа роста. Кроме того, правая панель на рис. 3 показывает, что изначальная траектория долга остается важной даже спустя 15 лет, причем снижающийся уровень долга связан с более высоким темпом роста. Иными словами, траектория долга выступает в качестве важного индикатора последующего роста, подкрепляя идею о том, что уровень долга как таковой не является достаточным параметром прогноза будущего роста.

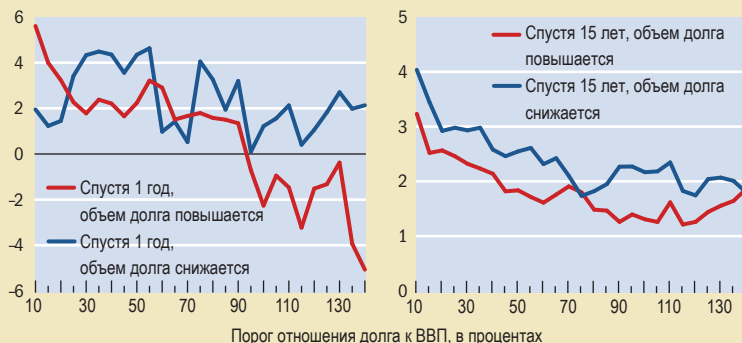
Рассматриваемые нами эпизоды относятся к периоду с 1875 года до конца XX столетия. За это время средние показатели роста существенно колебались от низких значений времен Великой депрессии 1930-х годов до высоких в 1950-е годы. Таким образом, возможно, что наши результаты искажены, например, из-за высокого уровня роста, который в целом наблюдался во всех странах сразу после Второй мировой войны. Чтобы исключить эту возможность, мы сравнили средние показатели темпа роста экономики на протяжении определенного эпизода со средним арифметическим показателей темпа роста для всех экономик за тот же период. На рис. 4 повторяется правая панель рисунка 3, при этом абсолютные показатели роста для каждого эпизода замещаются данным значением относительного роста. Мы выявили, что в целом показатели роста стран с высоким уровнем задолженности приблизительно схожи с показателями стран с более низким уровнем. Отличия составляют менее ½ процента в год, за исключением стран с самым низким уровнем задолженности, для которых отличия могут быть более значительными. Кроме того, мы обнаружили, что сохраняет свое значение траектория долга. Среди экономик с одинаковым уровнем задолженности показатели роста на протяжении ближайших 15 лет в странах, где объем задолженности изначально снижается, лучше, чем в странах, где он изначально растет. Это отличие статистически значимо для всей выборки. Оно особенно ярко выражено для уровня задолженности между 90 и 115 процентами ВВП (где средний уровень роста выше на ½ процентных пункта). Кроме того, не существует определенного порога, который бы неизменно характеризовался пониженными показателями роста. Более того, на рисунке 4 показано, что когда объем долга имеет убывающую траекторию, экономики с уровнем задолженности 90–110 процентов ВВП демонстрируют более высокие показатели, чем у других стран. Это, по меньшей мере, свидетельствует о том, что только уровни задолженности недостаточно для того, чтобы объяснить потенциал роста экономики. Это также свидетельствует о том, что страны, которые устраняют проблему бюджетного дефицита (на что указывает снижающийся уровень задолженности), могут иметь все предпосылки для будущего роста, несмотря на высокий уровень задолженности.

Рисунок 3

Направление имеет значение

Как спустя год после пересечения порога задолженности, так и по истечении 15 лет, показатели ВВП выглядят лучше при снижении объема долга, чем при его повышении.

(Реальный ВВП на душу населения, в процентах)



Источник: расчеты авторов.

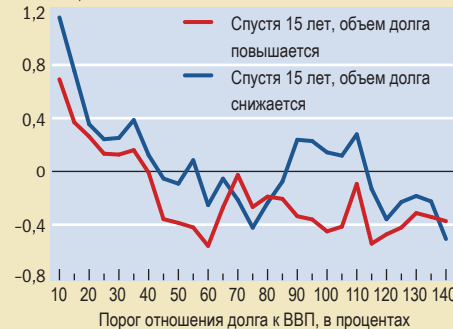
Примечание. Выборка охватывает 34 страны с развитой экономикой за период с 1875 года по 2011 год.

Рисунок 4

Одинаковые результаты

Показатели роста стран с большим объемом долга приблизительно равны показателям роста стран с более низким объемом долга.

(Реальный ВВП на душу населения, отклонение от средних значений)



Источник: расчеты авторов.

Примечание. Выборка охватывает 34 страны с развитой экономикой за период с 1875 года по 2011 год.

Однозначного порога нет

Проведенный нами анализ данных за прошлые периоды показал, что нет однозначного порога, выше которого коэффициент задолженности серьезно ухудшает среднесрочные перспективы роста. Напротив, когда мы смещаем акцент с самой краткосрочной перспективы, связь между долгом и ростом при высоком уровне задолженности становится достаточно слабой — особенно по сравнению со средними показателями роста в аналогичных странах. Кроме того, мы нашли свидетельства того, что взаимосвязь между уровнем долга и ростом в важной степени определяется траекторией долга: экономики стран с высоким, но при этом снижающимся уровнем долга в прошлые периоды росли так же быстро, как и экономики других стран.

Как и более ранние исследования, наш анализ имеет ограничения, предостерегающие против излишних категоричных выводов об экономической политике. Например, несмотря на смягчение проблем обратной причинно-следственной связи в краткосрочной перспективе (где низкие темпы роста почти автоматически приводят к более высокому уровню задолженности), наша методология не позволяет четко определить структурные отношения между долгом и ростом.

Однако если рассматривать наши заключения в том виде, как они есть, можно сделать несколько важных выводов относительно экономической политики. Во-первых, уровни задолженности являются слабыми индикаторами потенциала роста, и, таким образом, стратегии, направленные на усиление роста, должны учитывать целый ряд других факторов. Во-вторых, тот факт, что высокий, но при этом снижающийся уровень долга не имеет отрицательного воздействия на рост, свидетельствует в пользу более оптимистичной оценки перспектив для тех стран, которые в настоящий момент преодолевают проблему крупной задолженности. В-третьих, отсутствие конкретного долгового порога, выше которого перспективы роста существенно ухудшаются, означает, что страны могут ориентироваться на чистые среднесрочные эффекты стабилизационных стратегий, и не беспокоиться о том, что краткосрочный выход за пределы конкретного долгового порога приведет к масштабным и негативным последствиям. По крайней мере, это должно

обеспечивать разработчикам экономической политики большую гибкость при выборе оптимального пути к достижению конечной цели — снижению коэффициентов задолженности. ■

Андреа Пескатори и Дамиано Сандри — экономисты Исследовательского департамента МВФ. Джон Саймон — в прошлом старший экономист Исследовательского департамента МВФ, в настоящее время — заместитель руководителя отдела исследований Резервного банка Австралии.

Данная статья основана на составленном авторами Рабочем документе МВФ 14/34 от 2014 года «Долг и рост: есть ли волшебный порог?»

Литература:

- Abbas, S. M. Ali, Nazim Belhocine, Asmaa A. ElGanainy, and Mark A. Horton, 2010, "A Historical Public Debt Database," IMF Working Paper 10/245 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2011, "Historical Patterns and Dynamics of Public Debt—Evidence from a New Database," IMF Economic Review, Vol. 59, No. 4, pp. 717–42.
- Herndon, Thomas, Michael Ash, and Robert Pollin, 2013, "Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff," Political Economy Research Institute Working Paper No. 322 (Amherst, Massachusetts).
- Maddison, Angus, 2003, The World Economy: Historical Statistics (Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development).
- Panizza, Ugo, and Andrea F. Presbitero, 2012, "Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect?" MoFiR Working Paper No. 65 (Ancona, Italy: Money and Finance Research Group).
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2010, "Growth in a Time of Debt," American Economic Review, Vol. 100, No. 2, pp. 573–78.
- Reinhart, Carmen M., Vincent R. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, 2012, "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800," Journal of Economic Perspectives, Vol. 26, No. 3, pp. 69–86.