

# ОТ ТЕОРИИ К ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКЕ

**А.Р. Авакян**

*стажёр-исследователь, Международная лаборатория макроэкономического анализа Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (Москва)*

## РОЛЬ БЮДЖЕТНЫХ ПРАВИЛ И ИХ ЭФФЕКТИВНОСТЬ В ДОСТИЖЕНИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СТАБИЛЬНОСТИ<sup>1</sup>

**Аннотация.** Бюджетными правилами называют ограничения на бюджетную политику, которые вводят правительства через установление численных лимитов на бюджетные агрегаты. Основная причина, по которой власти вводят бюджетные правила — необходимость сглаживать расходы бюджета для обеспечения макроэкономической стабильности. В ресурсных странах бюджетные правила призваны также снизить сырьевую зависимость экономики. В данной работе проведён комплексный анализ роли бюджетных правил и их эффективности в достижении макроэкономической стабильности. Приведён литературный обзор и сделан собственный анализ воздействия правил на экономику. Продемонстрировано, какие особенности бюджетных правил существуют в странах с богатыми природными ресурсами и какие конструкции правил используют эти страны. Исследованы последние тенденции правил и риски для макроэкономической стабильности, с которыми страны могут столкнуться в случае отказа от полноценного возвращения к правилам после их смягчения в пандемию COVID-19.

**Ключевые слова:** бюджетные правила, макроэкономическая стабильность.

JEL: E62, E63

УДК: 338.22

DOI: 10.52342/2587-7666VTE\_2024\_3\_73\_92

© А.Р. Авакян, 2024

© ФГБУН Институт экономики РАН «Вопросы теоретической экономики», 2024

ДЛЯ ЦИТИРОВАНИЯ: Авакян А.Р. Роль бюджетных правил и их эффективность в достижении макроэкономической стабильности // Вопросы теоретической экономики. 2024. №3. С. 73–92. DOI: 10.52342/2587-7666VTE\_2024\_3\_73\_92.

FOR CITATION: Avakyan A. The Role of Fiscal Rules and Their Effectiveness in Achieving Macroeconomic Stability // Voprosy teoreticheskoy ekonomiki. 2024. No. 3. Pp. 73–92. DOI: 10.52342/2587-7666VTE\_2024\_3\_73\_92.

<sup>1</sup> Исследование осуществлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ.

## Введение

Бюджетные правила являются одним из наиболее распространённых инструментов в макроэкономической политике. Согласно данным МВФ на 2021 г., 105 стран осуществляли бюджетную политику по бюджетным правилам. Мотивация введения правил в странах — необходимость наличия автоматических стабилизаторов в экономике. Когда экономика находится выше потенциального уровня, бюджетное правило сдерживает рост спроса, ниже потенциала — стимулирует. Рост экономики выше потенциального уровня приводит к росту доходов, что в отсутствие бюджетного правила позволяет правительству больше тратить и усилить «перегрев» экономики. Возникает проблема процикличности расходов. При этом правительствам может быть политически сложно сократить расходы бюджета во времена «охлаждения» экономики. В таком случае расходы могут сильно превышать доходы бюджета. Поэтому при отсутствии бюджетного правила в экономике может наблюдаться рост государственного долга к ВВП, риски долговых кризисов и устойчиво высокая инфляция.

Бюджетные правила играют особую роль в странах с богатыми природными ресурсами. Здесь доходы бюджета зависят от цен на сырьевые товары, которые могут сильно меняться во времени. Как следствие, доходы бюджета являются волатильными. Это может привести к тому, что во времена высоких цен правительства будут наращивать расходы бюджета, а во времена низких цен — сокращать. Таким образом, расходы бюджета и экономика в целом становятся зависимы от цен на сырьевые товары. Бюджетные правила, направленные на сглаживание сырьевых циклов, могут внести ключевой вклад в обеспечении макроэкономической стабильности. Определяющим фактором успеха в этих странах может быть конкретная конфигурация правила. Как будет продемонстрировано далее, в странах с богатыми природными ресурсами используемые конструкции значительно отличаются от конструкций правил в других странах. Различия также имеются и внутри группы ресурсных стран.

Последние тенденции в бюджетных правилах говорят об их смягчении. Особенно это заметно после пандемии COVID-19, во время которой правительства массово приостанавливали их действия. Приостановки позволили обеспечить гибкость политики и избежать глубокого спада, поддержать быстрое восстановление. Однако смягчение бюджетных правил может нести в себе значительные вызовы для будущей макроэкономической стабильности. Бюджет становится менее устойчивым в долгосрочной перспективе, что наряду с ростом процентных ставок создаёт риски для обслуживания государственного долга. Последнее может привести к потере независимости центрального банка и возникновению проблемы бюджетного доминирования.

## Обзор литературы

В современных публикациях вопрос роли и эффективности бюджетных правил в достижении макроэкономической стабильности поднимается регулярно. Вопрос рассматривается с разных сторон — исследования проводились для разных направлений воздействия правил на экономику. Эти направления условно можно разделить на 3 части: 1) снижение процикличности расходов бюджета; 2) стабилизация инфляции; 3) минимизация рисков долговых кризисов. В целом авторы приходят к выводу о значительной роли и высокой эффективности правил во всех этих случаях. Однако для успешности правил необходимо, чтобы они действительно выполнялись, а не существовали только «на бумаге». Другими словами, для достижения целей бюджетных правил правительства должны иметь высокий уровень бюджетной дисциплины. Правила должны быть достаточно жёсткими, чтобы они могли влиять на стабилизацию государственных расходов.

*Снижение процикличности расходов бюджета*

Одной из главных целей внедрения бюджетных правил является устранение волатильности расходов бюджета. Расходы бюджета — существенная составляющая совокупного спроса в экономике. Так, в России, например, расходы только федерального бюджета составляют около 20% ВВП<sup>2</sup>. Для сглаживания расходов правило должно быть построено таким образом, чтобы расходы бюджета либо «отвязались» от экономических или сырьевых циклов, либо вообще действовали в обратном направлении — были контрциклическими.

В работе [Кудрин, Соколов, Сучкова, 2023] анализируется степень контрциклическости бюджетной политики в разных странах после введения бюджетных правил. Расчёты авторов показали, что и для развитых, и для развивающихся стран бюджетные расходы в 1995–2019 гг. часто носили проциклический характер. Только в 22 из 49 рассматриваемых стран непроцентные расходы бюджета носили в этот период контрциклический характер. Введение бюджетных правил лишь отчасти снизило проциклическость непроцентных бюджетных расходов. Авторы делают вывод, что проциклическость расходов больше свойственна развивающимся странам, нежели развитым. Из 22 стран, где непроцентные расходы были контрциклическими, только 5 стран относятся к группе развивающихся (Чили, Коста-Рика, Индия, Сингапур). Среди стран с богатыми природными ресурсами контрциклическость расходов наблюдается в Норвегии и Чили. В остальных странах (Россия, Перу, Казахстан, Индонезия) расходы носили проциклический характер. Причём в России эта проциклическость умеренная, в остальных — ярко выраженная.

М. Бергман и М. Хатчисон на основе данных по 81 стране в период 1985–2012 гг. показали, что степень контрциклическости бюджетных правил зависит от двух факторов: жёсткость правила и качество государственного управления [Bergman, Hutchison, 2015]. Чем жёстче правило и чем выше эффективность государственного управления, тем с большей вероятностью бюджетная политика будет контрциклической. Для успеха в достижении контрциклическости необходимо, чтобы оба фактора действовали одновременно. Высокое качество государственного управления само по себе не способно снизить проциклическость бюджетной политики, если бюджетное правило изначально задано в чрезмерно мягкой форме. И даже самое жёсткое правило не гарантирует достижения контрциклическости бюджетной политики в условиях низкого качества государственного управления: правило просто не будет исполняться.

*Стабилизация инфляции*

Высокая роль и эффективность бюджетных стабилизаторов в обеспечении макроэкономической стабильности выходит далеко за рамки стран ОЭСР и в равной степени относится как к развитым, так и к развивающимся странам. Как показали расчёты Х. Дебруна и Р. Капуна, дискреционная политика (без бюджетных правил) зачастую является источником высокой волатильности макроэкономических переменных [Debrun, Karoon, 2010]. Добиваясь контрциклическости расходов, правительство может сгладить экономические циклы и стабилизировать инфляцию. Но является ли это целью правительства? Возможно, эту роль должен выполнять Центральный банк?

С. Севик и Ф. Маюгин считают, что именно бюджетная политика является важнейшим фактором в контроле над инфляцией [Cevik, Miryugin, 2023]. В их работе рассматривается широкая выборка из 139 стран в период 1970–2021 гг. Регрессионный анализ панельных данных приводит авторов к заключению, согласно которому как общая, так и базовая инфляция значительно ускоряются в ответ на стимулирующую бюджетную политику. При этом более

<sup>2</sup> Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов. 2023. Министерство финансов РФ. URL: [https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/09/main/ONBNiTTP\\_\\_2024-2026.pdf?ysclid=lv4rsib4b618791178](https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/09/main/ONBNiTTP__2024-2026.pdf?ysclid=lv4rsib4b618791178) (дата обращения: 26.04.2024).

сильные бюджетные шоки фиксируются в развивающихся странах. Влияние бюджетного шока на инфляцию зависит от множества факторов: пространства для бюджетной политики (насколько можно повысить/сократить расходы или налоги), экономических условий, режима денежно-кредитной политики, режима валютного курса, конструкции бюджетного правила и времени шока. Главный вывод: бюджетная политика — критически важный и необходимый якорь макроэкономической стабильности. При этом использовать бюджетную политику для управления спросом нужно очень осторожно — она может значительно повлиять на инфляцию. Оптимальная макроэкономическая политика должна быть основана на правилах бюджетной и денежно-кредитной политики вместе с режимом плавающего курса. Это, по мнению исследователей, способствует большей устойчивости к инфляционным шокам.

В других исследованиях показано, что бюджетная политика может стабилизировать инфляцию также эффективно, как и денежно-кредитная политика [Erceg, Linde, 2012; Adrian, Gaspar, 2022]. Авторы рассматривают два способа сдерживания инфляции: денежно-кредитное ужесточение и бюджетное ужесточение (при этом оба способа влияют на экономическую активность в одинаковом направлении). В случае денежно-кредитного ужесточения Центральный банк поднимает ключевую ставку, что приводит к замедлению роста ВВП и инфляции, укрепляется обменный курс и растёт стоимость обслуживания государственного долга. В случае бюджетного ужесточения снижается дефицит бюджета, что охлаждает спрос в экономике без повышения процентных ставок и при прочих равных условиях, ведёт к ослаблению реального курса и снижению государственного долга. Если инфляция вызвана ростом цен на продовольствие и энергоресурсы, то правительство может замедлить инфляцию, снизив налоги на данные товары. Потери бюджета от такой политики будут незначительными, а влияние на инфляцию окажется ощутимым.

В отчете МВФ показано, что бюджетная политика может стабилизировать инфляцию, учитывая влияние на наиболее незащищённые слои населения [Fiscal Monitor, 2023]. Бюджетная политика, одновременно с повышением налогов и сокращением государственных расходов, может предусматривать увеличение трансфертов бедным слоям населения.

#### *Минимизация рисков долговых кризисов*

Одна из очевидных целей использования бюджетного правила — стабильность государственных финансов. Наиболее очевидный критерий риска долгового кризиса — уровень государственного долга. Снижение долга — важный фактор успеха бюджетного правила для стран как с высоким, так и с низким уровнем государственного долга. Снижение уровня долга также может играть значительную социальную функцию и способствовать уменьшению межстранового неравенства. В отчёте ООН указывается, что страны с низким уровнем дохода, в которых отсутствуют масштабный внутренний рынок заимствований, как правило, платят более высокие проценты за обслуживание государственного долга [Global Crisis Response Group, 2023].

Снижение уровня государственного долга может повысить пространство для бюджетного манёвра на случай экономического кризиса. Исходя из этого, бюджетное правило должно быть сконструировано таким образом, чтобы в «хорошие времена», когда экономика находится выше потенциального уровня, уровень государственного долга снижался. Снижение долга в «плохие времена» может значительно снизить ВВП. Как следствие, несмотря на снижение уровня государственного долга, соотношение государственного долга к ВВП может остаться высоким. Так, в Греции соотношение государственного долга к ВВП с 2011 г. по 2029 г. выросло более чем на 10 п.п.: с 175,2 до 185,5%<sup>3</sup> несмотря на масштабную бюджетную консолидацию.

<sup>3</sup> См. статистику в базе данных Международного валютного фонда: IMF. URL: [https://www.imf.org/external/datamapper/G\\_XWDG\\_G01\\_GDP\\_PT@FM/GRC](https://www.imf.org/external/datamapper/G_XWDG_G01_GDP_PT@FM/GRC) (access date: 26.04.2024).



Насколько правила эффективны в снижении государственного долга? Анализ экономики по странам ОЭСР показывает, что бюджетные правила, принятые в развитых странах, действительно способствовали снижению государственного долга [Aaskoven, Wiese, 2022]. Для стран Европейского Союза ключевую роль сыграл «Пакт стабильности и роста», который предусматривал потолок ежегодных дефицитов бюджетов стран ЕС в 3% ВВП и постепенное снижение уровней государственного долга до 60% ВВП. Наднациональный характер правила и жёсткие механизмы исполнения пакта стали ключевыми факторами успешности бюджетных правил в ЕС. Отечественные исследования показывают, что к 2019 г. только 7 из 49 рассматриваемых стран сумели, наряду с обеспечением контрцикличности расходов, снизить долговую нагрузку с момента введения бюджетного правила [Кудрин, Соколов, Сучкова, 2023]. Все успешные страны относятся к группе развитых и выполняют правило сбалансированности бюджета.

Другая распространённая метрика риска возникновения кризиса — дифференциал ставок, показывающая, насколько доходность по государственным облигациям выше уровня, принятого за «бенчмарк». Дифференциал отражает риски, которые инвесторы будут учитывать при покупке государственных облигаций. Высокий дифференциал свидетельствует о высокой вероятности дефолта. Можно построить собственный индикатор риска как разницу между доходностью суверенной ценной бумаги страны и доходностью казначейских облигаций США с сопоставимым сроком погашения [Gomez-Gonzalez, Valencia, Sanchez, 2021]. При прочих равных условиях введение здесь соответствующего бюджетного правила снижает риск суверенного дефолта.

Ещё один важный показатель — частота резких спекулятивных оттоков капитала («sudden stop»). Такие события означают, что нерезиденты массово продают государственные облигации на вторичном рынке. Продажа облигаций по низким ценам ведёт к росту доходности. В такой ситуации правительству сложнее привлечь средства и обслуживать ту часть долга, которая была размещена по плавающим ставкам, что часто происходит в случае развивающихся стран<sup>4</sup>. В работе [Gomez-Gonzalez, Valencia, Sanchez, 2021] на основе широкой выборки из 62 стран за период 1980–2015 гг. с помощью пробит-модели показано, что наличие бюджетного правила существенно снижает вероятность резкого оттока капитала. Одно из возможных объяснений может быть связано с тем, что бюджетное правило обеспечивает определённую степень бюджетной дисциплины. Иностранные инвесторы в этом случае в меньшей степени склонны к продаже государственных облигаций в случае внешних шоков.

Эффективность бюджетных правил в снижении рисков дефолта также анализируется теоретиками. Например, в работе [Alfaro, Kanczuk, 2017] рассматривается микробоснованная модель со склонностью правительства к накоплению долга, откалиброванная для развивающихся стран. Расчёты авторов показывают, что как правило долга, так и правило дефицита существенно снижают риски дефолта. Результаты моделирования также указывают на то, что бюджетные правила приводят к снижению процикличности бюджетной политики и к росту общественного благосостояния. Тип правила играет второстепенную роль — простое и интуитивно понятное правило по сравнению со сложной (оптимальной) конструкцией правила даёт близкий результат.

В другой работе [Hatchondo, Martinez, Roch, 2012] анализируется модель суверенного дефолта с бюджетным правилом в виде потолка государственного долга. Авторы демонстрируют, что наличие подобного правила имеет важное преимущество для бюджетной политики. Потолок государственного долга приводит к тому, что снижение заимствований со стороны государства начинает обладать сигнальным эффектом. В результате даже небольшое снижение займов приводит к значительному снижению ставок за счёт ожиданий более низкого уровня государственного долга в будущем. Одновременно

<sup>4</sup> Fiscal Monitor. Международный валютный фонд: IMF. 2022. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2022/04/12/fiscal-monitor-april-2022> (access date: 26.04.2024).

ограничение государственного долга не противоречит (и даже способствует) цели по снижению степени контрцикличности бюджетных расходов.

#### *Фактическое исполнение правил правительствами*

Необходимым условием успешности правила является его стабильность. Если по тем или иным причинам бюджетное правило необходимо постоянно пересматривать (или вовсе приостанавливать), то такое правило по определению не может считаться успешным. Исключениями могут являться экстраординарные ситуации по типу пандемии, глобального финансового кризиса, санкций против страны и т. д.

В работе Д. Михайи и Л. Фернандес (Лилиана) рассмотрены случаи проблем исполнения бюджетных правил в странах с богатыми природными ресурсами в 2015–2016 гг. В большинстве этих стран в 2015–2016 гг. правительства не достигали своих целей (либо правила вовсе были приостановлены). Указанный период выбран не случайно — мировые цены на сырьевые товары в это время находились значительно ниже цен предыдущих лет. В результате страны с большой долей сырьевых доходов столкнулись с проблемами в бюджетной сфере [Mihalyi, Fernández, 2018]. При этом бюджетные правила в странах с богатыми природными ресурсами направлены в первую очередь на снижение зависимости расходов бюджета от сырьевых цен<sup>5</sup>. Тот факт, что в 2015–2016 гг. правила либо были приостановлены, либо де-факто не исполнялись, может свидетельствовать о провале принятых правил, после чего они были пересмотрены многими правительствами. В России действие правила также приостанавливалось. В 2017 г. оно было пересмотрено — базовая цена на нефть, определяющая потолок расходов бюджета, была зафиксирована на уровне 40 долл. за баррель нефти Urals (с индексацией на 2% в год) вместо плавающей базовой цены.

Оценить фактическую стабильность правил в странах может быть проблематично. Правительства массово приостанавливали правила в 2020–2021 гг. в условиях пандемии COVID-19. Для определения успешности трансформации правил после 2016 г. необходимо, чтобы страны прошли через схожий кризис снижения цен на сырьё, но без экстраординарных условий 2020 г. или беспрецедентных по масштабу санкций (в России в 2022 г. правило было приостановлено). Сегодня, как минимум, нельзя однозначно сказать, что большинство правительств устойчиво соблюдают свои бюджетные правила.

Подводя итоги, можно заключить, что в литературе сложился консенсус — наличие бюджетных правил играет значительную роль и обладает высокой эффективностью в достижении макроэкономической стабильности. Все согласны с тем, что бюджетное правило снижает риски развития долговых кризисов. Трансмиссионный механизм процесса выглядит следующим образом: бюджетное правило → меньший уровень ожидаемых дефицитов бюджета → меньший уровень ожидаемого государственного долга → снижение риск-премии и увеличение кредитных рейтингов страны → снижение доходности государственных облигаций. Бюджетные правила эффективны в стабилизации инфляции, в отдельных аспектах (например, воздействия на незащищенные слои населения) они могут оказаться эффективнее денежно-кредитной политики.

Влияние на снижение процикличности остаётся дискуссионным. В большинстве стран с бюджетными правилами бюджетная политика является процикличной. На это влияет бюджетная дисциплина. Последняя, в свою очередь, зависит от институциональных характеристик стран. Жёсткое правило может способствовать снижению степени процикличности политики. Но оно может оказаться нестабильным — в кризисной ситуации высока вероятность его отмены или приостановки действия.

<sup>5</sup> Fiscal Rules Dataset. Международный валютный фонд — IMF. 2022. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/matrix/matrix.htm> (access date: 26.04.2024).

## Оценка механизмов влияния правил на экономику

Далее мы рассмотрим ряд гипотез о влиянии правил на экономику. Для формальной проверки гипотез используются регрессионные модели. За основу взяты данные по 47 странам за период 2010 — 2019 гг. (данные МВФ<sup>6</sup>). Мы проанализируем не только сам факт наличия, но и длительность реализации политики бюджетных правил. Последний фактор является ключевым для успеха правила. Ключевой контрольной переменной выступает наличие цели по инфляции у Центрального банка. Таргетирование инфляции обладает схожими с бюджетными правилами функциями и механизмами воздействия. Поэтому для анализа влияния бюджетных правил на переменные принципиально важно отделить их эффект от последствий денежно-кредитной политики.

*Гипотеза 1. Реализация бюджетных правил, при прочих равных условиях, приводит к более стабильным темпам экономического роста*

Регрессионный анализ показал, что наличие бюджетного правила снижает волатильность экономики. Но снижение волатильности происходит не сразу после принятия правила. Поэтому определяющим фактором является то, сколько лет существует правило.

Уравнение оцененной множественной регрессии:

$$\ln \text{Рост}_{\text{дисп}} = 2,42^{***} - 0,19^{**} \times \text{Рост}_{\text{средн}} - 0,06^{***} \times \text{Правило}_{\text{лет}} - 0,48^{***} \times \text{ИТ}_{\text{дамми}} \quad (1)$$

где:  $\ln \text{Рост}_{\text{дисп}}$  — логарифм дисперсии годового роста реального ВВП.  $\text{Рост}_{\text{средн}}$  — среднегодовой рост реального ВВП.  $\text{Правило}_{\text{лет}}$  — длительность реализации бюджетного правила.  $\text{ИТ}_{\text{дамми}}$  — наличие у центрального банка цели по инфляции (1 — да, 0 — нет). \*\*\* — коэффициент регрессии значим при 99% доверительном интервале. \*\* — коэффициент регрессии значим при 95% доверительном интервале. \* — коэффициент регрессии значим при 90% доверительном интервале.

Основные характеристики регрессии:  $P_{\text{знач}} = 0,00. R^2 = 0,51. n = 47$ .

Результаты оцененной множественной регрессии (1) демонстрируют, что каждый дополнительный год наличия правила снижает волатильность роста, в среднем, на 6%<sup>7</sup>. Исходя из этого, можно заключить, что для существенного снижения волатильности темпов роста (например, в 2 раза) в среднем необходимо проводить НЕИЗМЕННУЮ политику по бюджетным правилам МИНИМУМ политику по бюджетным правилам 10–12 лет.

Для наглядности ниже представлен график зависимости волатильности роста и длительности реализации бюджетных правил в 47 странах и соответствующая парная регрессия (рис. 1).

Результаты моделирования также показывают, что бюджетные правила не обладают такой сильной сигнальной функцией, как переход к таргетированию инфляции со стороны Центрального банка. Исходя из регрессии (1), наличие цели по инфляции (вне зависимости от длительности периода проведения политики таргетирования инфляции) само по себе снижает волатильность роста, в среднем на 48%<sup>8</sup>.

Объяснений, почему так происходит, может быть много. Интуитивно понятно, что Центральные банки, как правило, обладают большей независимостью по сравнению с фискальными органами. Это позволяет реже уклоняться от политики таргетирования инфляции, чем от бюджетного правила. Во время пандемии COVID-19 центральные банки

<sup>6</sup> См. данные по бюджетным правилам в базе данных Международного валютного фонда: IMF. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/matrix/matrix.htm> (access date: 26.04.2024). Прочие данные см. также в базе IMF. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO> (access date: 26.04.2024).

<sup>7</sup> [3–8%] при 95% доверительном интервале.

<sup>8</sup> [23–72%] при 95% доверительном интервале.

продолжали таргетировать инфляцию в отличие от правительств, значительная часть которых приостановила действие бюджетных правил. Поэтому переход к таргетированию инфляции является более сильным сигналом для экономики.

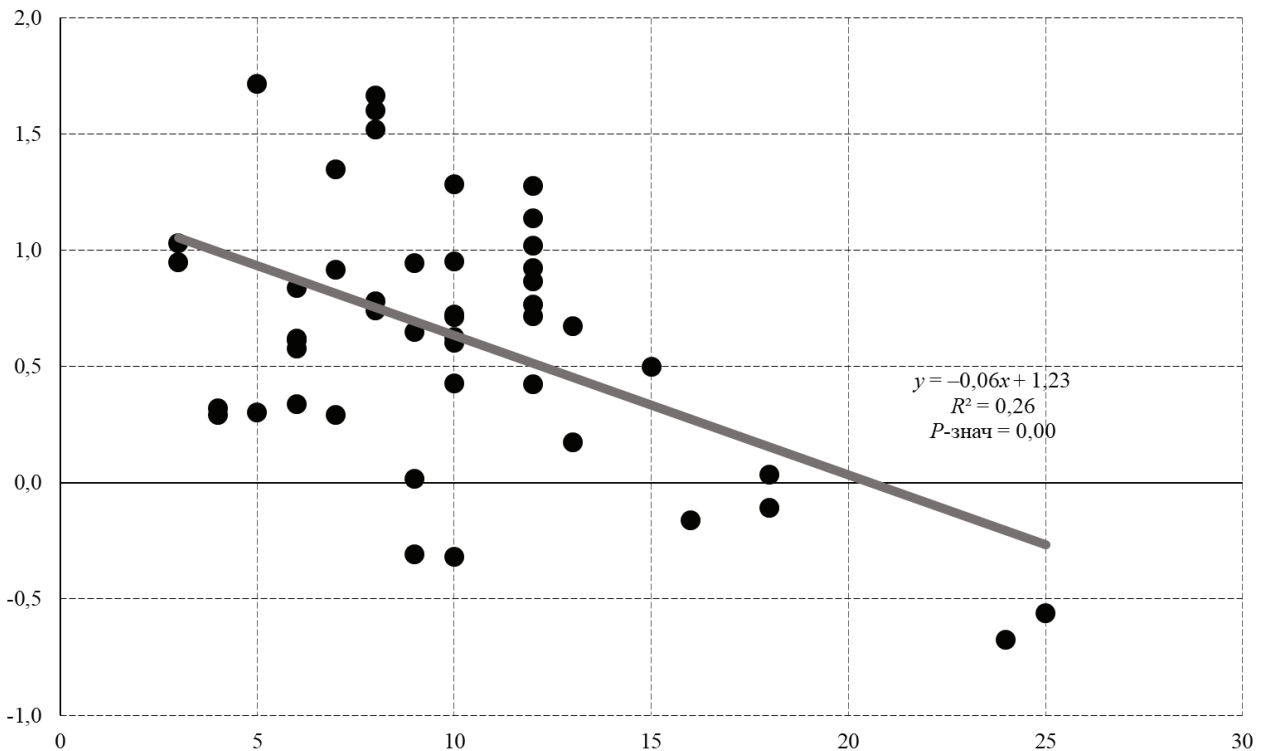


Рис. 1. Логарифм волатильности роста (ось ординат) и количество лет реализации бюджетных правил (ось абсцисс) (каждая точка отражает данные по 1 из 47 рассматриваемых стран)

Источник: расчёты автора на основе данных МВФ.

*Гипотеза 2. Реализация бюджетных правил, при прочих равных условиях, приводит к более стабильной инфляции*

Результаты моделирования демонстрируют, что, как и в случае с волатильностью роста, длительная история бюджетного правила снижает волатильность инфляции.

Уравнение оцененной регрессии:

$$\ln \text{Инфл}_{\text{дисп}} = 1,89^{***} - 0,17^* \times \ln \text{ВВП}_{\text{на душу}} - 0,03^{***} \times \text{Правило}_{\text{лет}} - 0,23^{**} \text{ ИТ}_{\text{дамми}} \quad (2)$$

где:  $\ln \text{Инфл}_{\text{дисп}}$  — логарифм дисперсии годовой инфляции,  $\ln \text{ВВП}_{\text{на душу}}$  — логарифм ВВП на душу населения. \*\*\* — коэффициент регрессии значим при 99% доверительном интервале. \*\* — коэффициент регрессии значим при 95% доверительном интервале. \* — коэффициент регрессии значим при 90% доверительном интервале.

Основные характеристики регрессии:  $P_{\text{знач}} = 0,00. R^2 = 0,53. n = 47.$

Исходя из оценённой множественной регрессии (2), каждый дополнительный год наличия правила снижает волатильность инфляции в среднем на 3%<sup>9</sup>. Ниже — график зависимости волатильности инфляции и длительности реализации бюджетных правил и соответствующая парная регрессия (рис. 2).

Известный механизм влияния на инфляцию — через воздействие на разрыв между потенциальным и фактическим выпуском. Такой разрыв является одним из ключевых факторов, определяющих инфляцию. Денежно-кредитная и бюджетная политика влияет на спрос, что приводит к увеличению или снижению указанного разрыва, воздействуя на

<sup>9</sup> [1–5%] при 95% доверительном интервале.



инфляцию. Как и в случае с волатильностью темпов роста, для снижения волатильности инфляции более существенным фактором является наличие цели по инфляции, а не бюджетного правила.

Ещё один механизм может состоять в том, что бюджетное правило, помимо сглаживания расходов бюджета, снижает и средний уровень бюджетного дефицита. Дело в том, что у правительств, зачастую, существует «склонность к дефициту» («deficit bias») — они тратят больше, чем было бы оптимально для общественного благосостояния. Как следствие, бюджетное правило (если оно построено, исходя из принципов оптимизации благосостояния общества), снижая средний дефицит бюджета, может существенно снизить средний уровень инфляции в экономике и, как следствие, её волатильность.

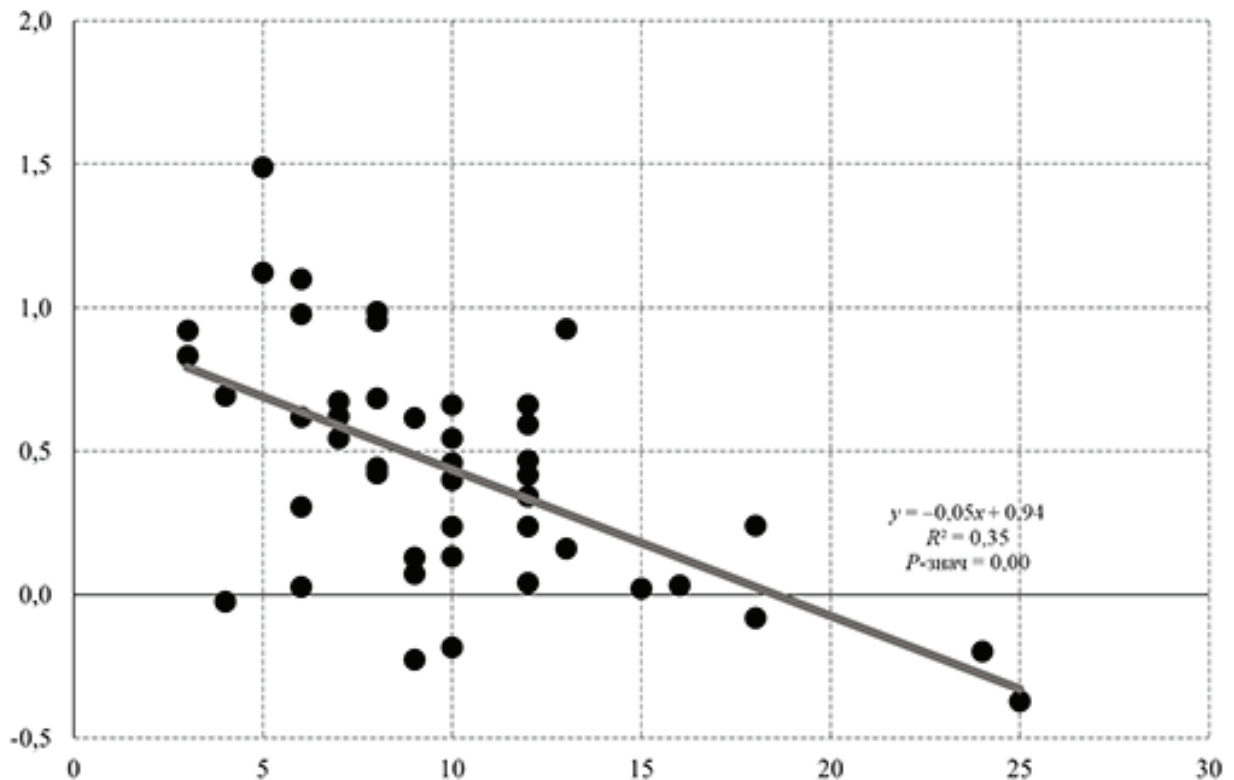


Рис. 2. Логарифм волатильности инфляции (ось ординат) и количество лет реализации бюджетных правил (ось абсцисс) (каждая точка отражает данные по 1 из 47 рассматриваемых стран)

Источник: расчёт автора на основе данных МВФ.

*Гипотеза 3. Реализация бюджетных правил, при прочих равных условиях, приводит к более стабильным процентным ставкам*

Уравнение оцененной регрессии:

$$\ln \text{Ставка}_{\text{дисп}} = 2,52^{***} - 0,33^{**} \times \ln \text{ВВП}_{\text{на душу}} - 0,05^{***} \times \text{Правило}_{\text{лет}} - 0,01^* \text{ИТ}_{\text{дамми}} \quad (3)$$

где:  $\ln \text{Ставка}_{\text{дисп}}$  — логарифм дисперсии ставки Центрального банка.

Основные характеристики регрессии:  $P_{\text{знач}} = 0,00, R^2 = 0,49, n = 47$ .

Снижение волатильности экономического роста и инфляции в результате реализации бюджетного правила приводит также и к снижению волатильности процентных ставок (рис. 3). Механизм реализуется через так называемое «правило Тейлора» — когда центральные банки корректируют ставки однонаправленно и пропорционально изменению инфляции и разрыва выпуска. Оценённая регрессия (3) показала, что каждый год

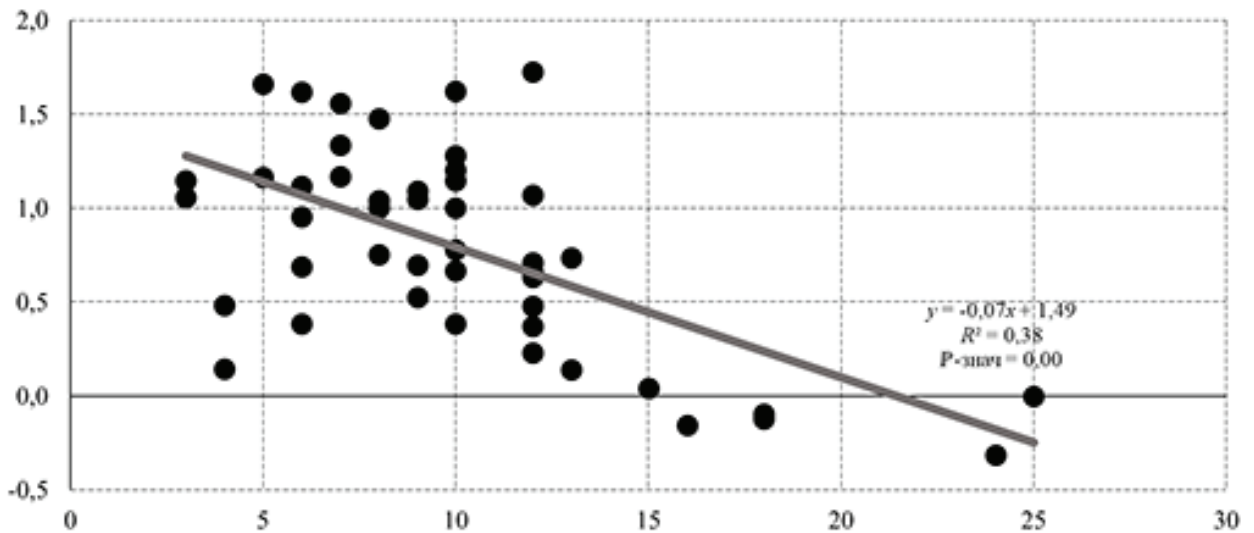


Рис. 3. Логарифм волатильности ставок (ось ординат) и количество лет реализации бюджетных правил (ось абсцисс) (каждая точка отражает данные по 1 из 47 рассматриваемых стран)

Источник: расчёт автора на основе данных МВФ.

реализации правила в среднем снижает волатильность ставок на 5%<sup>10</sup>. Ниже — график зависимости волатильности ставок и длительности реализации бюджетных правил и соответствующая парная регрессия (рис. 3).

Наличие цели Центрального банка по инфляции (в отличие от бюджетных правил) не оказывает существенного влияния на волатильность ставок. Хотя таргетирование инфляции приводит к снижению волатильности инфляции, что должно вроде бы снижать и волатильность ставок. С другой стороны, таргетирование инфляции означает, что Центральный банк жёстче реагирует на отклонение инфляции от цели. Например, реагируя на ускорение инфляции, Центральный банк сильно повышает ставки, добиваясь не просто стабилизации, но и возвращения инфляции к целевому показателю в среднесрочном периоде. В результате влияние инфляционного таргетирования на волатильность ставок, действительно, может оказаться противоречивым. Это — важный аргумент в пользу реализации политики по бюджетным правилам.

*Гипотеза 4. Реализация бюджетных правил, при прочих равных условиях, приводит к более стабильному валютному курсу*

Стабильность бюджетных расходов и дефицитов должна стабилизировать валютный курс. Основной предполагаемый механизм влияния: менее волатильные расходы означают менее волатильный совокупный спрос в экономике, как следствие — менее волатильный спрос на импорт и иностранную валюту. Однако как показала регрессионная модель (4), бюджетные правила не оказывают значимого влияния на номинальный валютный курс.

Уравнение оцененной регрессии:

$$\ln \text{Курс}_{\text{дисп}} = 7,34^{***} - 1,33^* \times \text{Рост}_{\text{средн}} - 0,06 \times \text{Правило}_{\text{лет}} - 0,83 \times \text{ИТ}_{\text{дамми}} \quad (4)$$

где:  $\ln \text{Курс}_{\text{дисп}}$  — логарифм дисперсии валютного курса (по отношению к доллару США).

Основные характеристики регрессии:  $P_{\text{знач}} = 0,00, R^2 = 0,33, n = 40$ .

Ниже — график зависимости волатильности ставок и длительности реализации бюджетных правил и соответствующая парная регрессия (рис. 4).

<sup>10</sup> [2–8%] при 95% доверительном интервале.

Ранее было показано, что реализация бюджетных правил имеет значимое влияние на волатильность и уровень инфляции. Поэтому бюджетные правила могут стабилизировать *реальный* обменный курс. Одна из функций бюджетных правил (особенно в странах с богатыми природными ресурсами) — абсорбирование внешних шоков. При росте цен на сырьё в экономике без бюджетных правил неизбежно происходит укрепление реального валютного курса, которое приводит к сокращению выпуска в прочих секторах (так называемая «голландская болезнь»). Правила, снижая волатильность реального обменного курса, смягчают эту проблему.

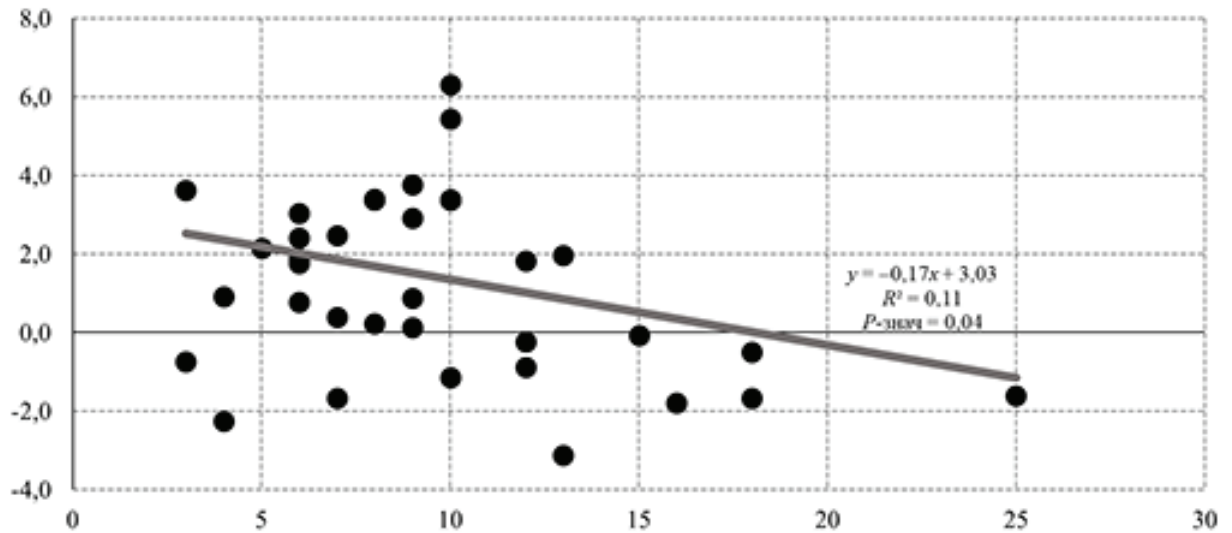


Рис. 4. Логарифм волатильности обменного курса (ось ординат) и количество лет реализации бюджетных правил (ось абсцисс) (каждая точка отражает данные по 1 из 40 рассматриваемых стран)

Источник: расчёт автора на основе данных МВФ.

Наш эмпирический анализ подтверждает выводы относительно роли и эффективности бюджетных правил в обеспечении макроэкономической стабильности. Причём важен не столько сам факт наличия бюджетного правила, сколько длительность его реализации. Учитывая возможность отклонения от правила, правительству, вероятно, нужно больше времени, чтобы убедить частных агентов в том, что бюджетное правило действительно будет выполняться. Власти должны быть готовы к тому, что заметный эффект от ограничения бюджетной политики проявится спустя продолжительное время. Вероятно, ускорить данный процесс может высокий уровень бюджетной дисциплины, жёсткость правила и соответствующая информационная политика.

## Особенности правил и их конструкций в ресурсных странах

В странах, богатых природными ресурсами, правила могут быть наиболее востребованы в связи с повышенной волатильностью бюджетных доходов. Конструкция этих правил может существенно отличаться. В работе [Baunsgaard, Villafuerte, Poplawski-Ribeir, Richmond, 2012] показано, что для ресурсных стран бюджетные правила обычно базируются на гипотезе перманентного дохода. Так, ресурсные страны могут иметь несырьевой первичный дефицит с учётом ожиданий постоянного дохода, сгенерированного будущими сырьевыми доходами. Ещё одна особенность заключается в том, что переход к бюджетному правилу может быть осложнён длительным периодом стимулирующей бюджетной политики, предшествующей началу перехода к политике бюджетных правил. Авторы также доказывают, что, если адекватно не управлять доходами от природных ресурсов, то может

возникнуть высокая волатильность расходов бюджета. Простой и понятный рецепт для ресурсных стран — накопление финансового буфера в «хорошие времена» для возможности поддержки экономики в «плохие времена».

Отдельное внимание в литературе уделяется бюджетным правилам в ресурсных, но одновременно с этим, бедных странах. В исследовании [Basdevantet, Hooley, Imamoglu, 2021] подчеркивается, что гипотеза перманентного дохода, на основе которой часто формируются бюджетные правила в ресурсных странах со средним доходом, становятся нерелевантной для бедных ресурсных стран. Причина — кредитные ограничения и ограничения по собственному капиталу. Бюджетное правило в бедных ресурсных странах не может быть копией правил более развитых ресурсных стран и должно учитывать ограничения конкретной страны.

В связи с этим возникает вопрос: какие конструкции используются на практике в странах с богатыми природными ресурсами? Для ответа воспользуемся базой бюджетных правил МВФ (табл. 1).

Таблица 1  
Типы бюджетных правил по странам

Страны	Правило расходов	Правило доходов	Правило баланса	Правило долга	Правила всего
Развитые	24	4	30	23	31
Развивающиеся	31	13	63	62	74
Всего стран	55	17	93	85	105
Ресурсные	8	3	18	16	22

Источник: составлено автором на основе базы данных Международного валютного фонда — IMF. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/matrix/matrix.htm> (access date: 26.06.2024).

Как следует из данных табл. 1, в рамках бюджетного правила ограничения могут вводиться на расходы, доходы, баланс (дефицит/профицит) или на уровень долга. Наиболее популярным как для развитых, так и для развивающихся стран и стран с богатыми ресурсами является ограничение на баланс бюджета. Развивающиеся страны и страны с богатыми ресурсами также часто вводят ограничение на государственный долг. Для развивающихся стран (включая страны с богатыми ресурсами) это можно объяснить тем, что в этих странах более высокие ставки и, как следствие, выше расходы на обслуживание долга и больше рисков столкнуться с долговым кризисом. Ограничения на расходы и доходы менее популярны и для развитых, и для развивающихся стран. Далее подробнее рассмотрим каждый тип правил.

*Правила расходов.* Данный тип правил, по определению, призван ограничить расходы бюджета. Ограничиваться может как общий объём расходов, так и отдельные группы статей расходов (текущие расходы, первичные расходы и т. д.). При этом потолок тех или иных расходов также может выражаться в различных конструкциях:

- ▶ в зависимости от расходов предыдущего года (ограничение прироста расходов);
- ▶ в зависимости от объёма или реального роста ВВП (общего или несырьевого);
- ▶ в зависимости от доходов бюджета (всех или несырьевых).

Вариация правил расходов по странам представлена в табл. 2.



Таблица 2

## Правила расходов в странах с богатыми ресурсами

	Все расходы	Первичные расходы	Текущие расходы
В зависимости от прошлых расходов	Азербайджан, Монголия	Эквадор, Перу	Перу
В зависимости от объёма ВВП	Ботсвана, Намибия	—	—
В зависимости от доходов бюджета	Азербайджан	Россия	—

Источник: составлено автором на основе базы данных Международного валютного фонда — IMF. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/matrix/matrix.htm> (access date: 26.06.2024).

Как видно из таблицы, сырьевые страны чаще всего ограничивают общий объём расходов, реже — первичные расходы. Текущие расходы ограничивает только Перу. При этом страны чаще ограничивают объём расходов бюджета в зависимости от расходов прошлого периода. Причина может состоять в том, что такая конструкция наиболее предсказуема и интуитивно понятна. Объём расходов предыдущего периода — заданная величина, в отличие от прогнозируемого объёма доходов бюджета или ВВП.

Менее распространены ограничения расходов в зависимости от объёмов ВВП (Ботсвана — 30%, Намибия — 33%) и доходов бюджета (Азербайджан, Россия). Последняя конструкция, по своей сути, близка к правилу ограничения баланса. Так, в России уровень первичных расходов (за вычетом сальдо квази-бюджетных операций) не должен превышать сумму базовых нефтегазовых и ненефтегазовых доходов. При этом расходы за вычетом суммы базовых нефтегазовых и ненефтегазовых доходов определяются Минфином России как «первичный структурный баланс», который по описанному выше правилу арифметически должен быть положительным.

Таким образом, правило расходов, хотя и не является самым используемым, имеет страновые различия. Чаще всего правительства выбирают наиболее простое правило расходов: «в зависимости от предыдущих периодов». Преимущество такой конструкции — предсказуемость. Для сырьевых стран предсказуемость политики может играть особо важную роль ввиду повышенной волатильности доходов бюджета и широкого пространства манёвра для правительств.

*Правила доходов.* Правило доходов выражается в двух формах — нижняя граница доходов бюджета или обязательство правительства перечислять конъюнктурные доходы в резервы. Правило доходов — наименее популярный тип бюджетного правила. Среди стран с богатыми природными ресурсами данный тип правила применяют три страны — Иран, Нигер и Восточный Тимор. В каждой из этих стран действуют свои уникальные правила:

- ▶ в Иране фиксированный процент от нефтяных доходов перечисляется в резервы (в национальную нефтяную компанию и суверенный фонд);
- ▶ в Нигере минимальный уровень доходов — 20% от объёма прогнозируемого ВВП;
- ▶ в Восточном Тиморе правило ограничивает перечисление средств из нефтяного фонда в бюджет. В данном случае правило, по сути, близко к правилу баланса.

Экзотичность правила ограничения доходов может быть связана с тем, что правительство не может в полной мере управлять доходами бюджета. Так, порог минимального уровня налогов означает, что для достижения цели правительству может периодически потребоваться срочное повышение налоговых ставок. Такая неопределённость может оказать

существенное негативное влияние на инвестиционный климат и макроэкономическую стабильность в стране.

*Правило баланса.* Данный тип правила ограничивает баланс бюджета. Это наиболее популярный тип правила для развитых и развивающихся стран и для стран с богатыми природными ресурсами. Правила могут ограничивать как общий баланс, так и первичный или структурный баланс. В одних странах правила допускают небольшой дефицит бюджета (общего / первичного / структурного), в других странах правила баланса требуют достижения бездефицитных балансов бюджета. В табл. 3 представлена вариация правил расходов в странах с богатыми природными ресурсами.

Страны с богатыми ресурсами чаще всего ограничивают именно структурный баланс бюджета (баланс, очищенный от конъюнктурных доходов). Объяснить это можно тем, что в этих странах общий объём доходов имеет высокую волатильность.

Таблица 3

**Правила баланса в странах с богатыми ресурсами**

	<b>Общий / первичный баланс бюджета</b>	<b>Структурный / первичный структурный баланс</b>
Баланс без дефицита	—	Азербайджан, Эквадор, Россия
Дефицит	Индонезия, Казахстан, Нигер, Нигерия	Камерун, Чад, Чили, Колумбия, Конго, Эквадор, Экваториальная Гвинея, Габон, Казахстан, Монголия, Перу, Норвегия

*Источник:* составлено автором на основе базы данных Международного валютного фонда — IMF. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/matrix/matrix.htm> (access date: 26.06.2024)

Ещё один вывод из табл. 3 — страны с богатыми ресурсами часто допускают структурный дефицит бюджета (не требуют нулевого или положительного баланса). Такой выбор обоснован гипотезой перманентного дохода — будущие конъюнктурные доходы от продажи сырья обеспечивают возможность иметь структурный дефицит бюджета. Бездефицитный баланс предусмотрен только в трёх странах с богатыми ресурсами — это Азербайджан, Эквадор и Россия. В России в 2019–2021 гг. допускался первичный структурный дефицит в размере 0,5% ВВП. Однако повышение цены отсечения нефти с 40 долл. в 2017–2021 гг. до 60 долл. в 2024 г. потребовало отказаться от наличия долгосрочного первичного структурного дефицита бюджета. Кроме того, долгосрочный процесс «зелёного перехода» и возможное снижение спроса на нефть создало бы существенные риски разбалансировки государственных финансов в будущем.

*Правило долга.* Правило долга ограничивает объём государственного долга в процентах от ВВП. Необходимость привязки долга к ВВП связана с тем, что объём экономики — понятный индикатор возможностей страны по обеспечению исполнения своих обязательств. При этом страны могут ограничивать внешний, внутренний или совокупный государственный долг или, реже, расходы на обслуживание государственного долга. В табл. 4 представлен список стран с богатыми природными ресурсами с ограничениями по государственному долгу к ВВП и «потолком» долга.

Таблица 4

## Правила долга в странах с богатыми ресурсами, %

	Внутренний долг от ВВП	Внешний долг от ВВП	Совокупный долг от ВВП	Обслуживание долга от ВВП
Ботсвана	20	20	40	
Камерун, Чад, Конго, Гвинея, Габон, Нигер			70	
Эквадор, Иран			40	
Индонезия, Либерия			60	
Казахстан			25	15
Монголия			50	
Намибия			35	10
Перу			30	
Восточный Тимор				3

Источник: составлено автором на основе базы данных Международного валютного фонда — IMF. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/matrix/matrix.htm> (access date: 26.06.2024).

Таким образом, потолок долга колеблется в широком диапазоне 25–70% ВВП. При этом потолок долга вводился в основном в наименее развитых странах. Так, в Норвегии, Чили и России потолок долга не вводился. Проблемы с потолком долга видны на примере США — когда наличие подобного строгого ограничения само по себе может становится причиной стрессовых ситуаций на финансовых рынках. Наиболее свежий кейс — кризис потолка государственного долга в США в начале 2023 г.<sup>11</sup>. В бедных странах или в странах с изначально высоким уровнем задолженности правительства властям может быть целесообразно установить целевую траекторию сокращения долга.

Повторимся: правило долга свойственно странам с богатыми ресурсами. Данное правило можно назвать наиболее жёсткой конструкцией среди всех бюджетных правил. Жёсткость заключается в том, что оно требует не стабилизации дефицита бюджета, а его снижения вплоть до профицита. Необходимость повышенной жёсткости правил в странах с богатыми ресурсами может быть продиктована их историей.

## Текущие тенденции бюджетных правил и риски в будущем

Если посмотреть на изменения в бюджетных правилах, то заметны следующие тенденции: 1) страны все чаще допускают структурный дефицит бюджета; 2) активно вводят «отступающие положения» (escape clauses); 3) массово приостанавливают правила с 2020 г.

### 1. Страны все чаще допускают структурный дефицит бюджета.

Из табл. 3 следует, что в большинстве стран с богатыми ресурсами правило расходов допускает структурный дефицит бюджета. Изначально в Камеруне, Чаде, Чили, Конго, Экваториальной Гвинеи, Габоне бюджетное правило предусматривало бездефицитный структурный баланс.

### 2. Страны активно вводят отступающие положения (escape clauses).

<sup>11</sup> В январе 2023 г. государственный долг в очередной раз вплотную приблизился к установленному лимиту. Из-за опасений инвесторов относительно вероятного технического дефолта привели к снижению стоимости государственных облигаций и акций на фондовом рынке. См., например, отчёт The Conference Board. 2023 Debt Ceiling Crisis. URL: <https://www.conference-board.org/pdfdownload.cfm?masterProductID=46469> (access date: 26.04.2024).

Согласно данным МВФ, на 2021 г. 8 стран, богатых ресурсами — Чили, Колумбия, Эквадор, Индонезия, Иран, Казахстан, Перу, Норвегия — прописывали в своих правилах отступающие положения (условия, при которых правило может быть скорректировано или приостановлено). В положениях могут прописываться как количественные условия приостановки/коррекции правила (обычно — прогнозируемое отклонение темпа роста выпуска от долгосрочного уровня), так и качественные оценки ситуации в экономике.

Наличие в правилах отступающих положений — условий приостановки правила может снизить количество эпизодов несоблюдения правил. В теории это может повысить предсказуемость бюджетной политики и доверие к фискальным властям. Однако если правительству всё же придётся приостановить правило в случае, не предусмотренном отступающими положениями, это может нанести значительный урон доверию. Аналогией может быть коридор цели по инфляции, который, с одной стороны, чётко определяет границы отклонений от цели, но несёт большие репутационные риски в случае непопадания инфляции в заданный коридор.

### 3. Страны массово приостанавливали правила с 2020 г.

В 2020 г. в связи с необходимостью поддержки экономики в COVID-19 развитые и развивающиеся страны и страны с богатыми природными ресурсами массово нарастили государственные расходы. Это потребовало приостановки или коррекции бюджетных правил. Правила приостановили и страны, в которых бюджетные правила не предусматривали отступающие положения (в т.ч., Азербайджан, Индонезия, Россия<sup>12</sup>). Так, в России в 2020 г. правило было приостановлено, в результате чего первичный структурный дефицит вырос до 2,8% ВВП<sup>13</sup>. В 2022 г. планировался возврат, но введение санкций снова вынудило правительство приостановить правило. Новая конструкция предусматривает полный возврат к правилу (с некоторыми изменениями) с 2025 г.<sup>14</sup>

Все три тенденции свидетельствуют о движении стран к смягчению бюджетных правил. Причины такого движения могут быть следующими:

- ▶ *Необходимость проводить более жёсткую политику на начальном этапе.* Как и в случае с денежно-кредитной политикой (когда центральные банки на начальном этапе зачастую «перелетают» через цель по инфляции), правительства также могут в первой версии правила установить чрезмерно жёсткие ограничения. Это может быть необходимо для доверия к бюджетной политике. Убедительно обосновать «безопасность» небольшого дефицитного бюджета может быть проблематично. После прохождения начального этапа можно переходить к смягчению правила.
- ▶ *Снижение процентных ставок.* Глобальное снижение процентных ставок не обошло стороной и страны с богатыми природными ресурсами. Снижение процентных ставок означает, что у стран снижаются расходы на обслуживание долга. Это, при прочих равных условиях, позволяет проводить более мягкую бюджетную политику.
- ▶ *Рост устойчивости экономики и долга.* С течением времени в развивающихся странах наблюдается рост макроэкономической стабильности, связанной со снижением инфляции, меньшей волатильностью роста ВВП, устойчивым пла-

<sup>12</sup> Fiscal Rules Dataset. Международный валютный фонд — IMF. 2022. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/matrix/matrix.htm> (access date: 26.04.2024).

<sup>13</sup> Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов. 2023. Министерство финансов РФ. URL: [https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/09/main/ONBNiTP\\_\\_2024-2026.pdf?ysclid=lv4rsib4b618791178](https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/09/main/ONBNiTP__2024-2026.pdf?ysclid=lv4rsib4b618791178) (дата обращения: 26.04.2024).

<sup>14</sup> Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов. 2023. Министерство финансов РФ.



тежным балансом, снижением доли внешних заимствований и т.д. Это также позволяет проводить более мягкую бюджетную политику.

### *Риски неустойчивой бюджетной политики после COVID-19*

Отчёт правительства США указывает на то, что при сохранении текущей политики и при условии выполнения изначальных допущений государственный долг к ВВП достигнет 566% к 2097 г. [*Financial Report of the US Government, 2023*]. Прогнозируемый рост долга к ВВП говорит об отсутствии устойчивости в текущей бюджетной политике США. В совокупности с ограниченной жёсткостью денежно-кредитной политики, наблюдаемой после Covid-19, это может привести к закреплению повышенной инфляции и «разъякориванию» (разгону) инфляционных ожиданий [*Papell, Proda-Boul, 2023*].

Проблема долгосрочной устойчивости бюджетной политики актуальна не только в США, но и в других странах. Во время пандемии Covid-19 правительства массово приостановили бюджетные правила и резко нарастили расходы бюджета. На сегодняшний день ситуация остаётся управляемой — расходы на обслуживание госдолга в 2023 г. выросли до 2,0% ВВП в развитых странах (G20 Advanced — IMF) и до 2,2% ВВП в развивающихся странах (G20 Emerging — IMF)<sup>15</sup>. При этом базовый прогноз МВФ не предполагает существенного роста процентных расходов в будущем. Так, к 2028 г. расходы на госдолг возрастут до 2,4% для развитых и до 2,6% ВВП для развивающихся стран.

Умеренный характер роста обслуживания долга к ВВП к 2028 г., который прогнозирует МВФ, связан с ожиданиями бюджетной консолидации. Базовый сценарий МВФ предполагает сокращение расходов бюджета на 1,1% в развитых и на 0,9% ВВП в развивающихся странах. Иными словами, предполагается, что страны вернуться к бюджетным правилам и устойчивой бюджетной политике. Однако ожидания по консолидации бюджетов также могут не оправдаться. Сокращение реальных расходов часто сталкивается с политическими ограничениями. Рост популизма в мире создаёт дополнительные трудности — политики всё меньше готовы идти на непопулярные меры. В 2024 г. это может стать особенно актуально — в этом году проходят выборы в большом количестве крупных стран (США, ЕС, Великобритания, Франции, Индия, Россия и т. д.).

### *Риски бюджетного доминирования*

При рассмотрении вопроса эффективности той или иной бюджетной политики (включая бюджетные правила) необходимо учитывать последствия, с которыми в результате столкнется денежно-кредитная политика. В теории проблеме взаимодействия бюджетной и денежно-кредитной политики уделяется большое внимание. Классической работой по этой теме остаётся [*Sargent, Wallace, 1981*]. В ней показано, что рост бюджетного дефицита и государственного долга может ограничить возможности денежно-кредитной политики по стабилизации инфляции. Такой феномен известен как «бюджетное доминирование»: быстрое накопление государственного долга приводит к необходимости повышения процентных ставок, а рост ставок увеличивает стоимость обслуживания долга. Возникает порочный круг накопления долга и роста инфляции. Как следствие, Центральный банк лишается возможности стабилизации инфляции с помощью жёсткой денежно-кредитной политики.

Современные неокейнсианские модели показывают, что для стабилизации экономики правительства должны проводить так называемую «пассивную» бюджетную политику [*Davig, Leeper, 2011*]. «Пассивная» бюджетная политика означает, что после роста расходов бюджета правительство в следующие периоды возвращает уровень государственного долга к изначальным значениям. Теоретически деление бюджетной политики

<sup>15</sup> Расчёты автора на основе данных Международного валютного фонда — IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023> (access date: 26.04.2024).

на «активную» и «пассивную» можно идентифицировать как дискреционную политику и политику бюджетных правил. Наиболее близким к концепции пассивной бюджетной политики является правило потолка государственного долга. Правила потолка расходов или дефицита — промежуточные между «активной» и «пассивной» политикой. Такая политика не допускает «взрывной» динамики инфляции и долга, но может несколько ограничивать возможности денежно-кредитной политики и допускать волатильность инфляции. Так, в модели [Bhattarai, Lee, Park, 2014] показано, что цель по инфляции достигается лучше именно при «пассивной» бюджетной политике. При такой политике инфляция слабее реагирует на шоки благодаря наличию широких возможностей по управлению ставками со стороны Центрального банка.

Проблема бюджетного доминирования всё больше переходит из сугубо теоретической проблемы в практическую. Так, в недавнем исследовании Ч. Каломириса показано, что при текущих прогнозах ставок и дефицита бюджета США могут в 2030-х гг. с высокой вероятностью столкнуться с проблемой бюджетного доминирования [Calomiris, 2023]. Типичным примером бюджетного доминирования, существующим сегодня, можно назвать макроэкономическую политику в Аргентине<sup>16</sup>. Хронически высокие бюджетные дефициты не позволяют Центральному банку стабилизировать инфляцию. Кроме того, присутствуют повышенные риски долговых кризисов, которые периодически приводят к дефолтам. Так, в 2019 г. Аргентина пережила девятый дефолт в своей истории, из которых три произошло в XXI в.

Отказ от бюджетных правил (или их излишнее смягчение) может не только привести к рискам для государственных финансов, но и к возникновению проблемы бюджетного доминирования. Для нейтрализации этих рисков странам с высоким уровнем долга уже в ближайшие годы критически важно вернуться к соблюдению бюджетных правил. Для стран с низким уровнем долга (каковым является большинство стран с богатыми природными ресурсами) также важно продолжать проводить политику в соответствии с правилами. Это позволит сохранить пространство для маневра в будущем и избежать рисков, с которыми уже столкнулись страны с высоким уровнем государственного долга.

## Заключение

В плане успешности бюджетных правил страны с богатыми природными ресурсами пока ещё далеки от развитых стран. В большинстве сырьевых стран в 2015–2016 гг. правительства не достигали целей по бюджетным правилам (либо правила вовсе были приостановлены). Для определения успешности трансформации правил после 2016 г. необходимо, чтобы страны снова прошли через схожий кризис снижения цен на сырьё. Однако, как и в развитых странах, сырьевые государства смогли добиться повышения суверенных рейтингов, снижения стоимости страховки от дефолта и доходностей по государственным облигациям.

В части последних тенденций бюджетных правил подчеркнём движение в сторону большего смягчения и повышения гибкости. Это выражается в том, что всё чаще допускается структурный дефицит бюджета, активно вводятся отступающие положения. Начиная с 2020 г. наблюдаются массовые приостановки правил. Повышение гибкости политики связано с тем, что у стран всё меньше необходимости проводить жёсткую политику для

<sup>16</sup> Argentina Is a Textbook Case of 'Fiscal Dominance'. Greg Ip, Chief Economics Commentator. The Wall Street Journal, 22.11.2023. URL: <https://www.wsj.com/economy/central-banking/argentina-is-a-textbook-case-of-fiscal-dominance-bc1bc5d9> (access date: 26.04.2024).

установления доверия, а также с глобальным снижением реальных процентных ставок, повышением стабильности экономик и устойчивости долга.

Смягчение правил в долгосрочной перспективе может быть сопряжено как с рисками дестабилизации государственных финансов, так и с рисками бюджетного доминирования. Последнее может быть вызвано тем, что в результате значительного роста стоимости обслуживания долгов бюджетная и денежная политика могут войти в противоречие. Как следствие, центральные банки потеряют свою независимость, что чревато наступлением длительного периода двузначной инфляции и неустойчивостью экономического роста. В связи с этим правительствам необходимо в ближайшие годы всерьёз задуматься о полноценном возвращении к жёстким бюджетным правилам. В противном случае макроэкономическая стабильность может оказаться под угрозой.

## Приложение

Таблица 5

Коэффициенты воздействия переменных на волатильности роста ВВП, инфляции, ставок и номинального курса

	Рост ВВП	Инфляция	Ключевая ставка	Номинальный курс
Константа	2,35*** (0,62)	1,49*** (0,43)	3,15*** (0,57)	8,95*** (3,09)
ВВП на душу 2009 г.	-0,19 (0,16)	-0,17 (0,11)	-0,45*** (0,15)	-1,64** (0,80)
Средние темпы роста 2010–2019 гг.	-0,15*** (0,05)	0,00 (0,03)	-0,07* (0,04)	-0,19 (0,23)
Лет бюджетного правила до 2010 г.	-0,04*** (0,01)	-0,03*** (0,01)	-0,05*** (0,01)	-0,06 (0,08)
Таргетирование инфляции	-0,37** (0,17)	-0,23* (0,12)	0,03 (0,16)	-0,74 (0,90)
R-квадрат регрессии	0,50	0,53	0,53	0,34
F-значение регрессии	10,4***	11,9***	11,7***	4,5***

\*\*\* — коэффициент регрессии (регрессия) значим(а) при 99% доверительном интервале; \*\* — коэффициент регрессии (регрессия) значим(а) при 95% доверительном интервале; \* — коэффициент регрессии (регрессия) значим(а) при 90% доверительном интервале. В скобках — стандартное отклонение значений коэффициентов.

Источник: расчёт автора на основе данных МВФ.

## ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

- Кудрин А.Л., Соколов И.А., Сучкова О.В. (2023). Оценка влияния бюджетных правил на цикличность государственных расходов [Kudrin A. L., Sokolov I. A., Suchkova O. V. (2023). Assessing the impact of fiscal rules on the cyclicity of government expenditures] // *Вопросы экономики*. №5. С. 5–22. DOI: 10.32609/0042-8736-2023-5-5-22.
- Aaskoven L., Wiese R. (2022). How Fiscal Rules Matter for Successful Fiscal Consolidations: New Evidence // *CESifo Economic Studies*, Vol. 68. No. 4. Pp. 414–433. DOI: 10.1093/cesifo/ifac011.
- Adrian T., Gaspar V. (2022). How Fiscal Restraint Can Help Fight Inflation // *IMF Blog*. November 21. URL: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/11/21/how-fiscal-restraint-can-help-fight-inflation>.
- Alfaro L., Kanczuk F. (2017). Fiscal rules and Sovereign Default // *NBER Working Paper*. No. 23370. URL: <http://www.nber.org/papers/w23370>.

- Basdevant O., Hooley J., Imamoglu E. (2021). How to Design a Fiscal Strategy in a Resource-Rich Country // *IMF Note*. No. 21/01.
- Baunsgaard T., Villafuerte M., Poplawski-Ribeir M., Richmond C. (2012). Fiscal Framework for Resource Rich Developing Countries // *IMF Staff Discussion Note*. No. 2012/04. DOI:10.5089/9781475510065.006.
- Bergman U. M., Hutchison M. (2015). Economic stabilization in the post-crisis world: Are fiscal rules the answer? // *Journal of International Money and Finance*. Vol. 52. Pp. 82–101. DOI: 10.1016/J.JIMONFIN.2014.11.014.
- Bhattarai S., Lee J. W., Park Y. P. (2014). Inflation Dynamics: The Role of Public Debt and Policy Regimes. // *Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper*. No. 124. URL: <https://ssrn.com/abstract=3878627>.
- Bureau of the Fiscal Service (2024). Financial Report of the United States Government. Fiscal year 2023. // February, 15. URL: [https://www.fiscal.treasury.gov/files/reports-statements/financial-report/2023/02-15-2024-FR-\(Final\).pdf](https://www.fiscal.treasury.gov/files/reports-statements/financial-report/2023/02-15-2024-FR-(Final).pdf).
- Calomiris C.W. (2023). Fiscal Dominance and the Return of Zero-Interest Bank Reserve Requirements // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. V. 105. No. 4. Pp. 223–33. DOI: 10.20955/r.105.223-33.
- Cevik S., Miryugin F. (2023). It's never different: Fiscal Policy Shocks and Inflation // *IMF Working Paper*. No. 23/98.
- Davig T., Leeper E. M. (2011). Monetary–fiscal policy interactions and fiscal stimulus // *European Economic Review*. Vol. 55. No 2. Pp. 211–227. DOI: 10.1016/j.eurocorev.2010.04.004.
- Debrun X., Kapoor R. (2010). Fiscal policy and Macroeconomic Stability: Automatic Stabilizers Work, Always and Everywhere // *IMF Working Papers*. No. 10/111.
- Erceg C. J., Linde J. (2012). Fiscal Consolidation in an Open Economy // *American Economic Review*. Vol. 102. No. 3. Pp. 186–191. DOI: 10.1257/aer.102.3.186.
- Gomez-Gonzalez J. E., Valencia O. M., Sanchez G. A. (2021). How fiscal rules can reduce sovereign default risk // *Emerging Markets Review*. Vol. 50. Issue C. DOI: 10.1016/j.ememar.2021.100839.
- Hatchondo J. C., Martinez L., Roch F. (2012). Fiscal rules and the sovereign default premium // *The Federal Reserve Bank of Richmond, Working Paper*. No. 2012-01. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2191173> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2191173>.
- Mihalyi D., Fernandez L. (2018). How Did Fiscal Rules Hold Up in the Commodity Price Cash // *Natural Resource Governance Institute*. June.
- Papell D. H., Proda-Boul, R. (2023). Policy Rules and Forward Guidance Following the COVID-19 Recession // February 5, 2024. URL: <https://ssrn.com/abstract=4083466> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4083466>.
- Sargent T. J., Wallace N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic // *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*. Vol. 5. 17 p. (Fall). DOI: 10.21034/qv.531.
- United Nations (2023). A world of debt: a growing burden to global prosperity // *UN GLOBAL CRISIS RESPONSE GROUP*. July.

**Авакян Армен Ромович**  
armenavakyan97@gmail.com

**Armen Avakyan**  
Research Intern of International Laboratory for Macroeconomic Analysis, HSE  
armenavakyan97@gmail.com

## THE ROLE OF FISCAL RULES AND THEIR EFFECTIVENESS IN ACHIEVEMENT OF MACROECONOMIC STABILITY<sup>17</sup>

**Abstract.** Fiscal rules are restrictions on fiscal policy that governments introduce by setting numerical limits on budget aggregates. The main reason why authorities introduce fiscal rules is the need to smooth budget expenditures to ensure macroeconomic stability. In resource-rich countries, fiscal rules are also designed to reduce the economy's dependence on raw materials. This paper provides a comprehensive analysis of the role of fiscal rules and their effectiveness in achieving macroeconomic stability. A literature review is provided and our own analysis of the impact of rules on the economy is made. It is demonstrated what features of fiscal rules exist in countries with rich natural resources and what rule designs these countries use. Examines the latest rules trends and the risks to macroeconomic stability that countries may face if they do not fully return to rules after they are relaxed during the Covid-19 pandemic.

**Keywords:** *fiscal rules, macroeconomic stability.*  
**JEL:** E62, E63.

<sup>17</sup> The research was carried out within the framework of the Basic Research Program of the National Research University «Higher School of Economics».