



## РАЗНЫЕ ПОДХОДЫ К ДОЛГУ

# Как узнать, когда долг становится небезопасным

Не ждите легких ответов или простых правил. Прогнозирование роста, дефицитов и процентных ставок — это только начало

Оливье Бланшар

**К**огда уровень долга перестает быть безопасным?

Чтобы ответить на этот вопрос, потребуется определение «небезопасного» долга. Я предлагаю следующее: долг становится небезопасным, когда существует значимый риск того, что в условиях проводимых или вероятных будущих мер политики отношение долга к ВВП будет неуклонно нарастать, и это в какой-то момент приведет к дефолту.

В этом случае естественный образ действий вполне очевиден.

Динамика коэффициента задолженности зависит от изменения трех переменных: первичных сальдо бюджета (расходы без учета выплат процентов минус доходы), реальной процентной ставки (номинальная ставка минус уровень инфляции) и реального темпа экономического роста.

### Двухшаговый подход

Первым шагом должно быть составление прогнозов этих трех переменных при существующих мерах политики и выяснение последствий для динамики отношения долга к ВВП. Прогнозы этих уровней на следующее десятилетие, скорее всего, уже имеются. Но этих прогнозов недостаточно; необходимо оценить присущую им неопределенность, что означает рассмотрение диапазона возможных результатов для каждой переменной.

Это гораздо более трудная задача, требующая ответа на ряд непростых вопросов. Например, каков риск рецессии и ее вероятные масштабы? Каков риск повышения реальных процентных ставок? Если это произойдет, то как сроки погашения долга будут скачиваться на процентных платежах?

Если долг частично деноминирован в иностранной валюте, как часто бывает в странах с формирующимся рынком, каково вероятное распределение обменного курса? Какова вероятность того, что некоторые из подразумеваемых обязательств станут фактическими, что, например, в системе социального обеспечения возникнет крупный дефицит, который придется финансировать за счет государственного трансферта? Как распределяется базовый потенциальный темп роста?

Выполнив этот шаг, можно получить распределение коэффициента задолженности, скажем, через десятилетие. Если вероятность устойчивого повышения этого коэффициента в конце временного горизонта достаточно мала, мы можем признать долговую ситуацию безопасной. В противном случае

нужно перейти ко второму шагу и ответить на следующую группу вопросов: предпримет ли правительство что-либо для решения этой проблемы? И если правительство объявит о новых мерах политики или обязательствах, насколько вероятно, что оно их выполнит?

Этот второй шаг еще сложнее первого. Ответы зависят от характера правительства: коалиционное правительство может быть менее склонно к принятию жестких мер, чем правительство, обладающее широким законодательным большинством. Результат зависит не только от нынешней власти, но и от будущих правительств, а значит, и от исхода будущих выборов. Он зависит от репутации страны, а также от того, допускала ли она в прошлом дефолт, и если да, то когда и почему.

Если все это кажется сложным, так оно и есть. Если вы полагаете, что это зависит от многих предположений, которые могут быть спорными, вы не ошибаетесь. И это не недостаток данного подхода, а отражение сложности мира. Но это необходимая работа. Именно этим занимаются рейтинговые агентства, независимо от того, используют ли они одни и те же термины для описания этого процесса и зависит ли их критерий для понижения рейтинга от того же определения, которое использую я. Более низкий рейтинг влечет за собой серьезные последствия: правительство должно будет компенсировать инвесторам принятие повышенного риска дефолта, выплачивая им более высокую процентную ставку.

### Проблема с правилами

Теперь вернемся к исходному вопросу. Когда уровень долга становится небезопасным?

Описанный мной процесс ясно показывает, что ответ не стоит искать в каком-то универсальном магическом числе. Это и не сочетание двух магических чисел, одного для долга, другого для дефицита.

Это особенно очевидно на примере изменений в базовых процентных ставках. Предположим, что, как это произошло в США с начала 1990-х годов, реальная процентная ставка падает на 4 процентных пункта. Это означает снижение реальной стоимости обслуживания долга на 4 процента от коэффициента задолженности; таким образом, если долг составляет 100 процентов ВВП, обслуживание долга снижается на 4 процента ВВП. Совершенно очевидно, что более низкие ставки означают гораздо более благоприятную динамику долга. Коэффициент задолженности, который мог быть небезопасным в начале 1990-х годов, с гораздо меньшей вероятностью будет небезопасным сейчас. Из этого можно сделать вывод, что магической переменной должно быть не отношение долга к ВВП, а отношение обслуживания долга к ВВП. Это действительно могло бы улучшить ситуацию, но при этом порождает другие проблемы: измен-

чивость расходов на обслуживание долга зависит от изменчивости реальных процентных ставок, которая может быть значительной. Увеличение реальной ставки с 1 до 2 процентов удвоит стоимость обслуживания долга. Стоимость может быть низкой, но ей также присуща неопределенность, от которой отчасти зависит безопасность долга.

Длительное снижение реальных процентных ставок отчасти является истоком нынешней дискуссии об уместности магических чисел и реформировании бюджетных правил ЕС. Но суть вопроса гораздо шире: возьмем две страны с одинаково высоким коэффициентом задолженности, но с разными типами государственного управления или с долгом, выраженным в разных валютах. Долг одной из них может быть безопасным, а другой — нет.

## Ответ не стоит искать в каком-то универсальном магическом числе.

Поэтому я отвечу на этот вопрос так: я не знаю, какой уровень долга в целом является безопасным. Назовите мне конкретную страну и конкретное время, и тогда я дам вам ответ, пользуясь описанным выше подходом. Затем можно обсудить, насколько обоснованы мои предположения.

Но не просите меня сформулировать простое правило. Простое правило неизбежно будет чересчур упрощенным. Конечно, Маастрихтские критерии или так называемые правила «черного нуля» (сбалансированного бюджета), при условии их соблюдения обеспечат устойчивость. Но достигнуто это будет ценой ограничения фискальной политики, когда ее не следует ограничивать. Например, большинство аналитиков сходятся в оценке, что вызванная действием правил бюджетная консолидация в Европейском союзе после мирового финансового кризиса была слишком резкой и привела к задержке восстановления экономики ЕС.

И о сложном правиле тоже не спрашивайте. Оно никогда не будет достаточно сложным. Это подтверждает история правил ЕС и добавление все новых условий до такой степени, что в правилах уже невозможно разобраться, а они все продолжают считаться недостаточными. **ФР**

**ОЛИВЬЕ БЛАНШАР** — старший научный сотрудник фонда С. Фреда Бергстена в Институте международной экономики имени Питерсона. Ранее он был экономическим советником и директором Исследовательского департамента МВФ.