

# Ценовая стабильность и экономически приемлемый ДОЛГ

В условиях высокого уровня государственного долга стабильность цен приобретает особо важное значение

Рикардо Рейс

С начала текущего столетия размеры государственного долга взлетели до рекордно высокого уровня. В странах с развитой экономикой, в странах с формирующейся рыночной экономикой, да и в большинстве стран наблюдается аналогичная ситуация: устойчивый рост задолженности с 2000 года, за которым последовал ее внезапный скачкообразный прирост после начала финансового кризиса в 2008 году, и еще больший всплеск с началом пандемии в 2020 году. Но глобальная тенденция увеличения размеров государственного долга наметилась еще до распространения новой коронавирусной инфекции, обусловившей дополнительные государственные расходы на поддержку домашних хозяйств и коммерческих структур. В США федеральное правительство не обеспечивает профицита бюджета с 2001 года. Государственный долг США в настоящее время достиг головокружительного уровня — 30 триллионов долларов, что эквивалентно примерно 130 процентам ВВП. Это наивысший показатель с начала его статистического учета в 1791 году. Даже те страны, которые в прошлом привлекали заемные средства в больших объемах, чтобы справиться с последствиями войн, стихийных бедствий и кризисов суверенного долга, сегодня занимают больше чем когда-либо относительно размеров их экономики.

По-видимому, не случайно последние 20 лет были также периодом, когда центральным банкам удавалось успешно контролировать инфляцию. С 2000 года во многих странах темпы роста цен остаются устойчивыми и близкими к официальным целевым показателям. Этот золотой век денежно-кредитного регулирования имеет три отличительные особенности: институциональные механизмы, обеспечивающие независимость центральных банков от министерств финансов (соответственно разграничение денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики), четкие полномочия по таргетированию инфляции в рамках денежно-кредитной политики, а также операционная стратегия ориентации денежно-кредитной политики на процентные ставки с различными сроками погашения с использованием разнообразных инструментов. Низкие темпы инфляции обусловили низкие и стабильные процентные ставки по государственному долгу. В результате доля процентных платежей в рамках государственного бюджета оставалась стабильной, несмотря на дальнейший рост самого долга.

Но сейчас, когда наблюдается интенсивный рост цен во всем мире, а в США отмечаются самые быстрые с начала 1980-х годов темпы годовой инфляции, встает вопрос — не приближается ли этот золотой век к концу? Учитывая тот факт, что во многих странах с формирующимся рынком уже наблюдается рост процентных ставок, не станем ли мы свидетелями череды кризисов суверенного долга? Будут ли органы власти стремиться к восстановлению здоровой налогово-бюджетной политики и сдерживанию объема долга, даже если это может спровоцировать дестабилизацию в обществе? Неужели финансовые последствия денежно-кредитной политики на фоне такого высокого уровня государственной задолженности становятся настолько значимы, что под вопросом может оказаться независимость центрального банка? Не пора ли передать координацию денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики одной

инстанции? На сегодняшний день, пожалуй, нет более актуальных вопросов макроэкономической политики.

## «Специфический характер» государственного долга

Экономическая приемлемость государственного долга может достигаться двумя способами. Первый заключается в поддержании будущего первичного профицита за счет сбора большего объема налоговых поступлений по сравнению с затратами на трансферты и приобретения. На протяжении XIX и XX веков фактический и прогнозируемый профицит обеспечивал приемлемость государственного долга; после войн или стихийных бедствий применялись меры ужесточения бюджетной политики. Однако в XXI веке почти во всех странах с развитой экономикой профицит бюджета незначителен или отсутствует как таковой. Прогнозы для США указывают на сохранение крупного дефицита бюджета на протяжении не менее чем 30 последующих лет. В большинстве стран Европы возможности повышения налогов или сокращения расходов на государственные услуги представляются весьма ограниченными. Едва ли можно утверждать, что увеличение государственного долга на протяжении последних 20 лет сопровождалось соразмерным увеличением будущих налогов или сокращением расходов.

Вместо этого приемлемость выросшего за последнее время государственного долга обеспечивалась иным образом. Органы власти имели возможность привлекать заемные средства у инвесторов по более низкой ставке, чем используемая самими инвесторами при дисконтировании будущих денежных потоков. Такое дисконтирование определяет норму прибыли от инвестиций в частный сектор экономики. Разница между двумя нормами прибыли равнозначна поступлению в бюджет своего рода *долговой прибыли*. Иными словами, если бы привлеченная государством сумма заемных средств была инвестирована в основные фонды частного сектора, это принесло бы подобную прибыль. Даже если государство не делало этого непосредственно, разница между нормами прибыли является для кредиторов издержками упущенной выгоды и, соответственно, представляет собой доход для привлекающего займы государства, получаемый благодаря пролонгации долговых обязательств по соответствующей низкой ставке. Долговая ситуация остается устойчивой до тех пор, пока сохраняется специфическая способность долга привлекать инвесторов, заинтересованных в безопасности, ликвидности или иных преимуществах, которые предлагают эти долговые обязательства. Именно такой «специфический характер» государственного долга позволяет ему выплачивать столь низкую процентную ставку.

Долговые обязательства у одних стран имеют более «специфический» характер, чем у других. Страны с развитой экономикой (особенно США) имеют возможность платить гораздо меньше, чем страны с формирующимся рынком. Страны, которые благодаря прочной репутации и развитым институтам смогли максимизировать эту долговую прибыль, смогли справиться с более заметным увеличением задолженности как до пандемии, так и во время нее. Однако общим для всех этих стран является то, что их процентная ставка привязана к глобальной равновесной процентной

# Когда инфляция возникает неожиданно для держателей облигаций, деньги из их карманов перетекают в государственный бюджет.

ставке, иногда называемой нейтральной процентной ставкой («r-stag»), при которой мировой уровень спроса на сбережения и уровень предложения сбережений одинаковы. Постепенное понижение нейтральной процентной ставки наблюдается в течение как минимум двух десятилетий, поскольку демографический сдвиг в сторону старения населения привел к увеличению пенсионных сбережений, замедление роста производительности сократило спрос на капитал, а рост неравенства и финансовых рисков усилил стремление домашних хозяйств к сбережениям, в то же время ослабив заинтересованность предприятий в инвестировании.

Эти долгосрочные изменения в той или иной степени помогли странам как с развитой экономикой, так и с формирующейся рыночной экономикой справиться с объемом своего долга. Более того, как ожидается, эти тенденции в ближайшие годы не претерпят внезапных изменений. Но даже если бы это произошло, последствия коснутся не только государственного долга. Так, резкий рост производительности приведет к увеличению процентной ставки по долговым обязательствам. Но в результате произойдет также увеличение предельного продукта капитала и налоговых поступлений в государственный бюджет, что сделает долг более приемлемым.

Денежно-кредитная политика также влияет на долговую прибыль, но это проявляется иначе. Поскольку многие страны в настоящее время привлекают заемные средства преимущественно в национальной валюте, стоимость государственного заимствования также зависит от курса национальной валюты на момент погашения долга. Более того, когда суверенное государство привлекает заемные средства, его невозможно, строго говоря, заставить погасить долг (в отличие от обычных физических и юридических лиц), поэтому в данном случае присутствует элемент добровольной готовности выполнить долговые обязательства. Инфляция и суверенный дефолт — два фактора риска, которые должен учитывать держатель государственных долговых обязательств и которые отрицательно сказываются на привлекательности долговых инструментов, а, соответственно, понижают долговую прибыль государства. В последние 20 лет намечилось как минимум пять способов, при помощи которых денежно-кредитная политика способствовала поддержанию высоких уровней долговой прибыли. Дальнейшая эффективность этих способов имеет решающее значение для экономической приемлемости долга в будущем.

## Пять способов обеспечения экономической приемлемости долга

Во-первых, существует соблазн использовать инфляцию для снижения реальной стоимости платежей, которые государство обязано производить. С этим же связана монетизация долга, то есть печатание денег для погашения долга, что также приводит к инфляции. В последние 20 лет благодаря независимости центральных банков во многих странах такие варианты не рассматривались. Это оградило государственный долг от риска инфляции, что особенно важно в случае иностранных инвесторов, для которых даже

ожидание инфляции сопряжено с потерями вследствие ослабления национальной валюты. Может ли эта ситуация измениться? Как видно из истории деятельности центральных банков, в случае чрезвычайных ситуаций, таких как пандемия, министерство финансов страны часто берет на себя функции центрального банка.

Во-вторых, центральные банки накопили «капитал невнимания». Из года в год они обеспечивали стабильную инфляцию в пределах двух процентов. Домашние хозяйства и коммерческие структуры привыкли совершенно не обращать внимания на динамику цен, поскольку даже во время финансовых кризисов, избирательных циклов и скачков цен на сырьевые товары и нефть центральный банк удерживал инфляцию в пределах целевых показателей. Такое ожидание низкой и стабильной инфляции означало, что взимаемые с государства номинальные процентные ставки следовали тенденции снижения нейтральной ставки. Это также может измениться. Всплеск инфляции в 2021–2022 годах стал шоком на фоне такого индифферентного отношения. Уже летом 2021 года в США наблюдались явные признаки того, что домашние хозяйства стали ожидать более высокой инфляции в будущем. Если такая ситуация сохранится, это приведет к повышению процентных ставок по государственному долгу, поскольку кредиторы станут требовать компенсации за девальвацию валюты, в которой производятся платежи.

В-третьих (что связано с предыдущим пунктом), типичная реакция держателей облигаций на высокую инфляцию — стремление увеличить компенсацию для покрытия риска дальнейших инфляционных колебаний. Стабильность цен в последние 20 лет способствовала максимизации долговой прибыли для государства за счет как низкой инфляции, так и устранения инфляционного риска. Причем инфляционные колебания и нестабильные процентные ставки по государственным обязательствам сказываются на расходах министерства финансов по оплате процентов. В отсутствие бюджетных буферов возрастает вероятность того, что министерство финансов повысит налоги, возможно диспропорциональным образом, что увеличит совокупный риск инвестирования в экономику.

В период после финансового кризиса появился четвертый способ, которым центральные банки способствуют получению долговой прибыли. Своей макропруденциальной политикой центральные банки по существу обязывают финансовые организации держать на балансе более безопасные и более ликвидные активы, в то же время делая для них более затратными вложения в рискованные частные активы. Спрос на государственные облигации вырос благодаря их способности выступать в качестве дополнительного обеспечения и удовлетворять требованиям регуляторов. При этом снизив вероятность очередного финансового кризиса, центральные банки тем самым снизили ожидания, что в будущем организациям придется оказывать дорогостоящую поддержку за счет бюджета. В целом макропруденциальная политика способствовала повышению приемлемости более высокого государственного долга,

даже если это не было ее главной целью. Но и здесь существует опасность того, что все может измениться. При маловероятном, но возможном сценарии, когда основным риском может оказаться не финансовый, а бюджетный кризис, макропруденциальная арифметика сулит мало хорошего. Рынок государственных облигаций — основа обеспечения кредитов всей системы. В ситуации, когда этот рынок превращается в главный источник финансовой нестабильности, грань, отделяющая макропруденциальную политику от репрессивных финансовых мер, становится почти неразличимой. Центральный банк может использовать свои полномочия для повышения спроса на государственные облигации, чтобы предотвратить кризис государственного долга. Но если министерство финансов не может или не желает обслуживать этот долг, оно может воспользоваться такой ситуацией, все больше наращивая бюджетный дефицит. И в какой-то момент такой рынок рухнет.

Существует и пятая взаимосвязь между денежно-кредитной политикой и способностью поддерживать высокий уровень задолженности за счет долговой прибыли. За последнее десятилетие политика количественного смягчения привела к тому, что центральные банки изымали долгосрочные государственные облигации из частных рук, заменив их банковскими депозитами овернайт в центральном банке. Процентные ставки были низкими, без больших различий между краткосрочными и долгосрочными займами, поэтому это не потребовало значительных затрат от центральных банков: получаемые ими проценты по государственным облигациям были немного выше, чем проценты, которые они выплачивали банкам. Но центральные банки традиционно реагируют на скачок инфляции повышением краткосрочных процентных ставок до уровня намного выше долгосрочных ставок. Если бы это произошло сегодня, центральный банк понес бы убытки: ему пришлось бы выплачивать вкладчикам больше, чем суммы процентов, получаемые по приобретенным ранее государственным облигациям, по которым сохраняются низкие процентные ставки. Такие убытки могут компенсироваться за счет дополнительной эмиссии национальной валюты и получения эмиссионного дохода, а это верный способ спровоцировать высокую инфляцию. Другой вариант: убытки можно переложить на министерство финансов, предложив ему провести рекапитализацию центрального банка. Это привело бы к увеличению дефицита государственного бюджета. Как бы то ни было, в результате количественного смягчения сроки погашения государственных обязательств частному сектору сократились. Резкое изменение данной ситуации чревато распродажей государственных облигаций, что само по себе может спровоцировать кризис. Таким образом, страны оказались в ситуации, когда быстрое повышение краткосрочных процентных ставок может оказаться неизбежным, в результате чего государство в целом столкнется с более жесткими бюджетными ограничениями.

### Доводы в пользу стабильности цен

Центральные банки смогут и далее способствовать экономической приемлемости государственного долга посредством пяти рассмотренных способов, если они будут отстаивать сохранение стабильности цен. Стабильность цен обеспечивает защиту государственного долга от риска инфляции, фиксирует инфляционные

ожидания, позволяет избавиться от инфляционных надбавок за риск, закрепляет ориентацию макропруденциальной политики на инфляцию, определяет балансовую политику центрального банка и степень ее финансовой поддержки правительством. Стабильность цен максимизирует долговую прибыль и способствует устойчивости государственного долга.

Доводы в пользу стабильности цен могут вызывать удивление, поскольку они противоречат общепринятой точке зрения: при высоких, как сейчас, уровнях государственного долга разве некоторый инфляционный эффект не поможет сделать их более приемлемыми? Инфляционный налог за счет держателей облигаций дополняет налоги, взимаемые посредством иных форм диспропорционального налогообложения в мире вторых наилучших решений, где долг должен погашаться тем или иным диспропорциональным образом. Кроме того, более высокие темпы инфляции в какой-то момент в будущем могут представляться приемлемой ценой за то, что центральный банк сохранит низкие процентные ставки и тем самым позволит избежать немедленного долгового кризиса. Иными словами, не вступает ли цель сохранения приемлемости высокого государственного долга в противоречие с поддержанием стабильности цен?

Противоречия здесь нет, так как инфляция приносит эти предполагаемые выгоды только если она является непредвиденной. Когда инфляция возникает неожиданно для держателей облигаций, деньги из их карманов перетекают в государственный бюджет, как это случилось в США в 2020 году. До тех пор, пока центральный банк может удерживать учетные ставки на низком уровне и увеличивать размер своего баланса, не подорывая при этом доверия к своей инфляционной политике, долгосрочные реальные процентные ставки по государственным облигациям остаются низкими, а долговая прибыль — высокой. Но фактическая инфляция может отличаться от ожидаемой лишь до определенного времени. Как только инвесторы в государственные облигации начинают ожидать или опасаться инфляции, пять вышеизложенных доводов подтверждают необходимость ориентации денежно-кредитной политики на сохранение стабильности цен. Если для поддержания приемлемости государственного долга полагаться на то, что эффект неожиданной инфляции для держателей облигаций будет продолжаться в течение именно нужного периода времени, то это рискованная и непродуманная политика.

Органы власти могут предотвращать кризисы суверенного долга без резких переходов к мерам жесткой экономии, пока государственный долг сохраняет свою специфическую привлекательность для инвесторов и сопровождается высокой долговой прибылью. Для этого центральные банки должны быть более, а не менее независимыми. Для этого также требуется еще более жесткая ориентация на целевые показатели инфляции — со стороны как правительства, так и центрального банка. Непредвиденная инфляция не может продолжаться долго. А вот обеспечение экономической приемлемости текущих высоких уровней государственного долга — это задача на годы вперед. **ФР**

**РИКАРДО РЕИС** — профессор кафедры экономики им. А.У. Филлипа в Лондонской школе экономики и политических наук.