



## РАЗНЫЕ ПОДХОДЫ К ДОЛГУ

# Призыв к новым бюджетным правилам

Странам с развитой экономикой, так же как и странам с формирующимся рынком, нужны новые критерии устойчивости долга

Арминио Фрага

**В** день Рождества 2021 года премьер-министр Италии Марио Драги и президент Франции Эммануэль Макрон опубликовали в *Financial Times* статью о необходимости реформировать бюджетные правила ЕС. Статья была написана в оптимистичном тоне: ситуация с пандемией была эффективно урегулирована (с точки зрения макроэкономики), и отношение долга к ВВП перестало расти. В то же время они высказали мнение о необходимости мобилизации широкомасштабных инвестиций, отчасти со стороны государства, для преодоления таких жизненно важных проблем, как изменение климата и пандемии. С этим трудно не согласиться. Более того, необходимо сократить государственную задолженность, но не за счет повышения налогов, сокращения социальных расходов или бюджетной корректировки. В качестве решения они предложили структурные реформы, содействующие росту, а также новые и усовершенствованные бюджетные правила, которые не препятствовали бы инвестициям. Но что-то здесь не сходится.

Старые маастрихтские правила считались неясными и сложными. Но постойте. Насколько я помню, эти правила, от которых давно отказались, в основном просто требовали, чтобы отношение долга к ВВП было ниже 60 процентов, а номинальный государственный дефицит — не более 3 процентов ВВП. В то время предполагалось, что показатели стран будут ниже этих пределов, поэтому в случае необходимости у них будет пространство для маневра. Но вышло иначе. К 2019 году коэффициент долга Франции вырос до 98 процентов, а Италии — до 135 процентов. После пандемии они поднялись еще примерно на 20 процентных пунктов. По большому счету потолок дефицита бюджета в 3 процента стал считаться минимальным уровнем.

### Узкие спреды

Как это стало возможным? Когда 30 лет назад был подписан Маастрихтский договор, Санта-Клаус принес в мешке невероятное снижение процентных ставок: доходность 10-летних немецких облигаций тогда превышала 6 процентов, а сейчас она близка к нулю. Спреды итальянских облигаций против немецких иногда колебались, но теперь составляют 136 базисных пунктов (несомненно, за счет «эффекта соседа»). Спреды французских бумаг к немецким остаются очень низкими, несмотря на рост коэффициента долга на 43 процентных пункта. Старые бюджетные правила уже давно не действуют. Пора создать новые.

Тем временем, хотя страны с формирующимся рынком пользовались избытком ликвидности в мире (или должны были воспользоваться), в целом их опыт не столь успешен. Не имея доступа к такому же объему финансирования даже в национальной валюте (благоприятное изменение по сравнению с 1980-ми годами), они накопили меньше долга, чем страны с развитой экономикой. Последний выпуск «*Бюджетного вестника*» МВФ сообщает нам, что долг сектора государственного управления в странах с формирующимся рынком в настоящее время составляет в среднем 64 процента

ВВП, то есть чуть более половины 122-процентного уровня в странах с развитой экономикой.

Даже в более стабильных странах с формирующимся рынком доходность облигаций намного выше, чем в странах с развитой экономикой. В какой-то момент в последние годы в эту группу входила Бразилия, а также Индия, Индонезия, Мексика, Россия и Южная Африка. Во всех этих странах доходность 10-летних облигаций в национальной валюте близка к 7 процентам. В России она сейчас равна 8 процентам, в других странах — 7 процентам или ниже, но по-прежнему выше, чем в странах с развитой экономикой.

### Отклонение от бюджета

Бразилия имеет максимальный среди стран с формирующимся рынком коэффициент долга на уровне 83 процентов. Отклонение от бюджета началось в конце 2000-х годов. В целом переход первичного сальдо из профицита в дефицит достиг почти 6 процентных пунктов ВВП после масштабного обрушения бюджета в 2014 году. С 2015 года Бразилия живет в условиях дефицита первичного сальдо. В отличие от стран с развитой экономикой, где процентные ставки в реальном выражении уже более десятилетия являются отрицательными, в Бразилии доходность привязанных к инфляции 10-летних государственных облигаций превышает 5 процентов (6-процентная разница по сравнению с защищенными от инфляции ценными бумагами Казначейства США). Номинальные 10-летние бумаги приносят доход свыше 10 процентов — еще более широкий спред против казначейских облигаций. В сочетании с очень слабым ростом ВВП на душу населения это создает угрожающую динамику долга. Коэффициент долга вырос с минимального уровня 53 процента в 2014 году до максимального показателя 89 процентов в 2020 году. Сейчас он составляет 83 процента благодаря вызванным рецессией низким процентным ставкам и неожиданно высокой инфляции. Теперь процентные ставки вновь повышаются, и коэффициент долга возобновит неустойчивый рост.

Стоит проанализировать недавнюю бюджетную историю Бразилии. После проведения крупных реформ в 1990-х годах, включая реструктуризацию государственных финансов и вступление в силу в 2000 году столь популярного в то время закона о бюджетной ответственности, финансовое положение Бразилии казалось здоровым и устойчивым (несмотря на продолжающийся рост коэффициента государственных расходов). Но успех был недолговечным. Закон о бюджетной ответственности формально еще не похоронен, но фактически уже не действует. С тех пор в Конституцию было добавлено положение о замораживании государственных расходов в реальном выражении, но теперь в нем также множество лазеек. Доверие к налогово-бюджетному режиму улетучилось, и Бразилии срочно нужен новый.

### Четыре основы

В последнем выпуске «Бюджетного вестника» МВФ представлены три желательных характеристики основы налогово-бюджетной политики: «1) устойчивость государственных финансов; 2) стабилизация экономики за счет контрциклической налогово-

бюджетной политики, в случае необходимости; 3) и, что особенно актуально для бюджетных правил, простота». В нем также упоминается стойкость, которую я бы поставил на четвертое место в списке приоритетов.

В недавно опубликованной статье я предложил следующие основы нового налогово-бюджетного режима Бразилии.

1. Объем государственного долга должен предусматривать возможность доступа к финансированию (обычно в стрессовых ситуациях) при разумном уровне затрат в случае необходимости бюджетной экспансии.
2. Первичное сальдо должно быть таким, чтобы в нормальной ситуации отношение долга к ВВП оставалось стабильным.
3. Если коэффициент долга по какой-либо причине отклоняется от целевого уровня, первичный баланс должен быть скорректирован так, чтобы постепенно вернуть коэффициент долга к целевому показателю.
4. Средний срок погашения долга должен быть длительным с ограниченной концентрацией в краткосрочном сегменте. Это будет соответствовать долгосрочным горизонтам планирования, которые должны иметься у правительств. Это также снизит риск связанных с бегством инвесторов финансовых или валютных кризисов, вызванных непредвиденными остановками финансирования.

Эти основы обеспечат четыре характеристики, рекомендованные МВФ. Кстати говоря, они полезны и для стран с развитой экономикой. Такие ключевые параметры, как долговые спреды и рост, различаются в зависимости от страны, но подчиняются одной логике.

Целевой показатель коэффициента долга в рамках первой основы весьма субъективен. Он зависит от экономических, политических, институциональных и исторических факторов. Таким образом, целевые показатели в рамках первой и второй основ следует периодически пересматривать, но не слишком часто и в заранее объявленные сроки, чтобы свести к минимуму кратковременные политические соблазны.

Успех или провал макроэкономического режима страны можно в разумной мере оценить через стоимость финансирования ее долгосрочного долга. Однако даже при низких процентных ставках нельзя забывать, что рынки подвержены взлетам и падениям. По известному выражению Бенджамина Грэма (наставника Уоррена Баффетта), «господин Рынок страдает маниакально-депрессивным расстройством», так что слепая вера в него — это признак слабой оценки риска. Поэтому текущие крайне низкие процентные ставки в странах с развитой экономикой не следует считать неизменными. В данном контексте я считаю выполняемую третьей основой функцию адаптивной реакции наиболее важной из четырех.

Налогово-бюджетный режим, подобный описанному здесь, при условии надлежащего управления им, обеспечит стабильный и, возможно, долговременный якорь как для стран с развитой экономикой, так и для стран с формирующимся рынком. **ФР**

**АРМИНИО ФРАГА** — один из основателей компании Gávea Investimentos и бывший председатель Центрального банка Бразилии.