

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие к русскому изданию.

Ксения Юдаева · 7

Предисловие · 11

Глава 1. Введение · 15

Глава 2. Предварительные замечания · 37

2.1. Нейтральная процентная ставка, r^* · 39

2.2. Безрисковые и рискованные ставки, r и $r+x$ · 45

2.3. Роль центральных банков: стремление
достичь $r=r^*$ · 48

2.4. Почему так важно неравенство $r < g$ · 49

2.5. Номинальные и реальные процентные ставки
и эффективная нижняя граница · 53

2.6. Выводы · 59

Глава 3. Эволюция процентных ставок,
прошлое и будущее · 61

3.1. Эволюция безрисковой процентной ставки · 64

3.2. Процентные ставки и темпы роста · 80

3.3. Роль демографических факторов · 86

3.4. Выводы · 91

Глава 4. Долговая устойчивость · 96

4.1. Поражительная динамика долга
при $(r-g) < 0$ · 101

4.2. Неопределенность, устойчивость
и фискальное пространство · 109

4.3. Можно ли разработать надежные правила
для долговой устойчивости · 124

4.4. Государственные инвестиции и устойчивость
долга · 132

4.5. Множественные равновесия и роль
центральных банков · 140

4.6. Центральные банки, финансовая помощь
и списание долгов · 152

4.7. Выводы · 158

Глава 5. Издержки и выгоды долга и дефицитов
для благосостояния · 160

5.1. Государственный долг и общественное
благосостояние при отсутствии
неопределенности · 164

5.2. Государственный долг и благосостояние
в условиях неопределенности · 171

5.3. Фискальная политика, эффективная нижняя
граница и стабилизация выпуска · 182

5.4. Подводим итоги · 191

Глава 6. Фискальная политика в действии · 206

6.1. Фискальная экономия после мирового
финансового кризиса · 208

6.2. Японский опыт: успех или провал? · 217

6.3. Ставка Байдена: r , r^* и g · 231

Глава 7. Выводы и открытые вопросы · 243

Литература · 251

Предисловие к русскому изданию

В начале лета 2025 года, когда я пишу это предисловие, само словосочетание «низкие процентные ставки» может отпугнуть читателя. После почти 20 лет низкой инфляции и низких процентных ставок экономики развитых стран пережили период инфляционного всплеска, по окончании которого все ожидали возврата процентных ставок на низкий уровень. Но этого не произошло, во всяком случае в США, стране, все еще являющейся центром мировой финансовой системы. Наоборот, мы видим на американских рынках необычные для последних 20–25 лет явления. К примеру, рост волатильности на мировых рынках и рост индексов «страха» инвесторов ведут не к бегству в американские казначейские облигации, а к бегству из них. И процентные ставки, особенно на долгосрочные облигации, растут. Подобной динамики в предыдущие годы не наблюдалось. Наоборот, рост рыночных опасений вел к росту вложений в облигации США, которые считаются наиболее безрисковым активом в мире. Поэтому их доходности снижались — на коротком конце кривой доходностей больше, чем на длинном, но и ставки по долгосрочным облигациям давно не были на тех уровнях, где они находятся сейчас.

Несмотря на название книги Бланшара, внимательный читатель найдет в ней объяснения того, почему рынки ведут себя именно так. Ведь главное, чему посвящена эта книга, — это описанию взаимо-

действия бюджетной политики и ситуации на финансовых рынках с денежно-кредитной политикой. Взаимодействие их при низких ставках — это основной пример, который рассматривает автор, но в книге содержится и более общая теория. И поэтому эта книга полезна не только для понимания ситуации в США сейчас и в предыдущие 20 лет, но и для ситуации в России в 2024 году. Ведь для того, чтобы понять, почему ключевая ставка банка России выросла до 21%, тоже не обойтись без понимания того, что происходило с бюджетной политикой, ожиданиями относительно бюджетной политики и с премиями за риск.

На основе очень простой модели Бланшар объясняет влияние бюджетной политики на экономическую активность и долг страны в разных ситуациях. Его основной пример касается роли бюджетной политики в случае, когда реальные равновесные ставки ниже темпов экономического роста. Именно таковой Бланшар видит ситуацию в США в предыдущие (да и в последующие) годы. В этом случае рост бюджетного дефицита не создает проблем для устойчивости долга. До тех пор пока процентные ставки остаются ниже темпов экономического роста, процентные платежи оказываются меньше прироста доходов бюджета в связи с экономическим ростом, что предотвращает неконтролируемое разрастание долга. С другой стороны, денежно-кредитная политика в этом случае, скорее всего, упирается в свой нижний предел и не может в достаточной степени влиять на экономику при падении частного спроса. Причиной ситуации, когда процентные ставки так низки, скорее всего, является падение частного спроса, так что замена его на государственный, то есть увеличение государственных расходов и бюджетного дефицита, выглядит вполне разумной политикой.

Однако наращивание дефицита бюджета тоже не может быть безразмерным. Ведь рост государственных расходов через рост совокупного спроса ведет к росту процентных ставок, которые могут сравняться с темпами экономического роста или даже превысить их. И тогда проблема долговой устойчивости может замаячить на горизонте. По-видимому, именно это произошло в последнее время в США. Бюджетный дефицит в годы президентства Байдена составлял в среднем 7,4% ВВП, что больше, чем средний показатель за предыдущие 20 лет, 5,8% ВВП. И приход к власти президента Трампа, скорее всего, сохранит эту тенденцию. То есть реальные ставки стали выше, чем в предыдущие годы. При этом некоторые элементы политики Трампа — скажем, повышение тарифов и борьба с миграцией — могут привести к снижению темпов роста. В результате превышение процентными ставками темпов экономического роста окажется еще сильнее. Наконец, рост неопределенности относительно политики, в том числе по отношению к иностранным инвесторам, а также рост давления на центральный банк в сторону более проинфляционной политики еще больше увеличивают премии за риск, важные для инвестиций. Все вместе создает проблему долговой устойчивости на среднесрочном горизонте, которая еще больше влияет на настроения инвесторов и их готовность держать американские активы, особенно долгосрочные.

Если обратиться к российской ситуации, то она примерно похожая. Государственный долг в России традиционно низкий. Но в последние годы государство нарастило много неявных долговых обязательств, к примеру субсидии по льготной ипотеке и другим льготным кредитам. Бюджетные расходы сильно возросли, и сформировались ожидания

их дальнейшего роста — ситуация противоположная тому, что было в 2017–2019 годах при действии предыдущего бюджетного правила. При этом частный спрос также оставался довольно высоким из-за роста зарплат и выплат широким кругам населения. Все это означает рост реальных равновесных процентных ставок. Ситуация с потенциальным экономическим ростом менее понятна, но в условиях ухудшающейся демографии и внешних технологических ограничений на среднесрочном горизонте картина вряд ли очень оптимистичная. Таким образом, даже близкий к балансу дефицит бюджета лишь увеличивает совокупный спрос, а растущий спрос на труд все сильнее разбалансирует рынок труда. Все это ведет к инфляции. И даже если проблема устойчивости долга и выполнения бюджетных обязательств не выглядит такой уж острой, для стабилизации инфляции и вывода экономики на более сбалансированную траекторию требуется гораздо более сильный рост процентных ставок, чем в ситуации более сбалансированной бюджетной политики, наблюдавшейся в 2017–2019 годы.

Книга Бланшара показывает динамику и механику этих процессов с использованием моделей и фактических данных для США и других развитых экономик. Внимательный и любопытный читатель может приложить приведенные в книге модели и логику к описанию современных процессов и в глобальной, и в российской экономике.

*Ксения Юдаева,
исполнительный директор
Международного валютного фонда*

Предисловие

«Когда факты меняются, я меняю свое мнение. А как поступаете вы, сэр?» (Это высказывание обычно приписывают Кейнсу, хотя нет твердых доказательств, что он действительно его произносил.) Поводом для написания этой книги стало изменение фактов — а именно устойчивое снижение реальных процентных ставок, начавшееся в середине 1980-х годов. Со временем я пришел к выводу, что это фундаментальный сдвиг, скорее всего, долговременный, пусть и не без колебаний (к ним я еще вернусь в книге). Этот сдвиг, на мой взгляд, требует переосмысления роли фискальной и денежной политики.

Цель книги — проанализировать последствия низких ставок для фискальной политики, рассмотреть теоретические основания и эмпирические данные, а также сделать практические выводы для стран с развитой экономикой¹.

В первую очередь, я обращаюсь к тем, кто отвечает за экономическую политику, и их советникам — тем, кому предстоит принимать сложные решения

1. Перенос этих выводов на развивающиеся рынки и страны с формирующейся экономикой имеет большое значение, но потребовал бы отдельного, подробного рассмотрения, которое я решил не предпринимать в рамках данной книги. Предварительный обзор сходств и различий между развитыми и развивающимися экономиками в данном контексте можно найти в другой моей работе: (Blanchard, Felman and Subramanian 2021).

в ближайшие годы. Именно их я хочу убедить. Главная сложность в обсуждении фискальной политики — это почти догматическая вера в то, что государственный долг — это очень плохо. Эту книгу можно воспринимать как попытку предложить более взвешенный и содержательный взгляд. Не чтобы оправдать долг, а чтобы понять, когда и как им разумно пользоваться.

Книга — скорее эссе, чем трактат. На многие вопросы у меня по-прежнему нет полного ответа, а в некоторых случаях я не уверен, что мой ответ является верным. Обсуждение охватывает широкий спектр сложных и зачастую спорных макроэкономических тем: от динамической неэффективности до природы премии за риск, от того, как работает (или не работает) количественное смягчение до феномена «внезапных остановок» притоков капитала и оценки фискальных мультипликаторов. Я старался обозначить области неопределенности и разногласий. В тексте я стремился объяснять вещи просто, а более точные объяснения переносил в сноски и врезки: кому-то изложение может показаться слишком сложным, а кому-то — чересчур поверхностным. Пусть будет так.

И последнее замечание, которое я добавляю уже в июне 2022 года, перечитывая корректуру. Я завершил работу над книгой в конце 2021 года. С тех пор инфляция выросла и центральные банки начали повышать номинальные процентные ставки. Реальные ставки пока остаются очень низкими, но, вероятно, будут расти и дальше. Как увидит читатель, я в целом предвидел эти изменения и объяснял, почему они, по моему мнению, могут привести к временному росту ставок, за которой последует возвращение к низким реальным ставкам. Я по-прежнему уверен в этих выводах.

Я признателен необычно большому числу людей.

Прежде всего, хочу отметить своих соавторов по вопросам фискальной политики за все эти годы: Джованни Делларичча, Руди Дорнбуша, Стэнли Фишера, Джейсона Фурмана, Франческо Джавацци, Альваро Леандро, Даниэля Ли, Роберто Перотти, Жана Пизани-Ферри, Арвинда Субраманиана, Такэси Тасиро, Анхеля Убиде и Иеромина Цеттельмейера. Особая благодарность Ларри Саммерсу — наши разговоры на протяжении уже почти пяти десятилетий всегда помогают мне многое разъяснить для себя.

Во-вторых, благодарю многих коллег, которые сделали важные замечания и предложения к черновой версии книги: Сильвию Арданья, Агнес Бенасси-Кере, Лоренцо Бини-Смаги, Джона Кокрейна, Питера Даймонда, Карло Фаверо, Джо Ганьона, Оливье Гарнье, Витора Гаспара, Хосе де Грегорио, Мартина Хеллвига, Патрика Хонохана, Герхарда Иллинга, Баса Якобса, Ларри Котликоффа, Арвинда Кришнамурти, Пола Кругмана, Грега Мэнкью, Филиппа Мартина, Атифа Миана, Эми Накамуру, Мори Обстфельда, Роберто Перотти, Жана Пизани-Ферри, Адама Позена, Джима Потербу, Ксавье Рако, Клауса Реглинга, Рикардо Рейса, Чан Ен Ри, Антонио Спилимберго, Куна Телинга, Пола Такера, Анхеля Убиде, Анетт Виссинг-Йоргенсен, Этьена Васмера, Кристиана фон Вайцзеккера, Якоба фон Вайцзеккера, Ивана Вернинга и Чарльза Вайплова. Отдельная благодарность Дэвиду Уилкоксу, который прочел весь рукописный текст построчно и сделал его гораздо лучше.

В-третьих, благодарю коллег из Института международной экономики Петерсона, согласившихся участвовать в рабочей группе по чтению книги. Помимо уже упомянутых, в группу входили Якоб Киркегаард и Мади Сарсенбаев, а также Майкл Фалкенхайм, Кен Му Лим и Джон Селиски из Бюджет-

ного управления Конгресса США, Рафаэль Эспиноса и Даниэль Ли из Международного валютного фонда. Также благодарю двух анонимных рецензентов, рассмотревших книгу для MIT Press.

В-четвертых, хочу выразить признательность многим, кто оставил отзывы на черновую версию книги, выложенную на открытой платформе MIT Press. Среди них: Вивек Арора, Майкл Бен-Гад, Йоханнес Брумм, Франческо Франко, Егор Горностаев, Юсуке Хоригути, Ричард Катц, Майкл Кайли, Гало Нуньо, Габриэль Паттерсон, Атанас Пенаков, Джемима Пеппел-Сребрны, Джон Куиггин, Ларс Свенссон, Джан Мария Томат, Шарль-Анри Веймюллер и Ставрос Зениос. (Я безмерно благодарен MIT Press за такую открытую площадку. Она не только обеспечила раннюю видимость книги и способствовала общественной дискуссии и принятию решений в области экономической политики, но и позволила мне исправить ошибки и учесть идеи, о которых я до этого не знал.)

В-пятых, благодарю замечательных ассистентов, работавших над проектом этой книги и прочими, связанными с ним проектами: Гонсало Уэртаса, Майкла Кистера, Жюльена Мэра и Томаса Пелле.

В-шестых, моя благодарность Адаму Позену и Институту международной экономики Петерсона за превосходную рабочую атмосферу.

И, наконец, спасибо Ноэль, которая вновь позволила мне с головой уйти в работу над книгой и забыть обо всем остальном.

Как всегда, за все ошибки отвечаю я. А все незавершенные темы естественным образом станут предметом моих будущих исследований.

*Оливье Бланшар,
Вашингтон, округ Колумбия, июнь 2022 года*

ГЛАВА 1

Введение

БУДЕТ преуменьшением сказать, что те, кто отвечает за экономическую политику в развитых экономиках, сегодня сталкиваются с необычной фискальной ситуацией. Основные показатели для семи крупных экономик (на момент написания этой книги в январе 2022 года) приведены в табл. 1.1. Коэффициенты отношения чистого государственного долга к ВВП находятся на исторически высоких уровнях, в большинстве стран они превышают 100%; за исключением Германии, коэффициенты чистого государственного долга значительно превосходят показатели 2007 года, который предшествовал Мировому финансовому кризису. Показатели дефицита бюджета также чрезвычайно высоки; они во многом отражают долгосрочные последствия кризиса, вызванного пандемией COVID-19, однако уже в 2019 году, до пандемии, были довольно значительными, особенно в США и Японии. При этом номинальные процентные ставки находятся на крайне низком уровне: ставки по трехмесячным государственным облигациям зачастую отрицательны, а десятилетние процентные ставки очень низки. Во всех странах номинальные ставки по десятилетним облигациям ниже ожидаемой инфляции, что означает отрицательные реальные ставки.

В результате этого разработчики экономической политики и представители научного сообщества зачастую приходят к кардинально различным выво-

дам относительно того, какой должна быть фискальная политика в текущих условиях. Одни, акцентируя внимание на очень высоком уровне долга, настаивают на необходимости срочной бюджетной консолидации и планомерного сокращения задолженности. Другие считают достаточным стабилизировать долг, смирившись с его более высоким уровнем. Третьи, указывая на очень низкие процентные ставки, утверждают, что для правительств наступил благоприятный момент для заимствований, особенно если эти средства направляются на финансирование государственных инвестиций. Наконец, есть и те, кто предлагает более радикальные решения, например списание задолженности, находящейся на балансе центральных банков².

Выводы и решения тех, кто отвечает за экономическую политику, в скором времени приобретут огромное значение. Многие полагают, что после Мирового финансового кризиса стремление сократить долг и последовавшая за этим бюджетная консолидация были чрезмерными, что привело к медленному

-
2. Некоторые примечательные высказывания принадлежат, в частности, Вольфгангу Шойбле: «Заимствования во время кризиса для стабилизации экономики имеют смысл, если не забывать о вопросе их погашения. Необходимость возвращать долг в будущем зачастую упускается из виду» (*Financial Times*, June 2, 2021); Полу Кругману: «Суть в том, что государственный долг сегодня просто не представляет серьезной проблемы» (*New York Times*, December 3, 2020); коллективному манифесту 150 французских экономистов: «Давайте договоримся о новом общественном контракте между европейскими государствами...»; и Европейскому центральному банку: «ЕЦБ обязуется списать государственные долги, которые он держит, а государства соглашаются инвестировать эквивалентные суммы в экологическую и социальную реконструкцию» (*Le Monde*, February 5, 2021).

ТАБЛИЦА 1.1
Государственный долг, дефициты
и процентные ставки

Страна	Чистый долг (в % ВВП)		Сальдо бюджета (в % ВВП)		Процентная ставка ^a (%)	
	2021 ^б	2007 ^б	2021 ^б	2019 ^б	10 лет	3 мес.
США	101,9	45,5	-10,8	-5,7	1,7	0,2
Германия	54,4	53,4	-6,8	1,5	-0,0	-0,7
Франция	103,3	58,0	-8,9	-3,1	0,3	-0,7
Италия	142,2	95,7	-10,2	-1,6	1,3	-0,6
Испания	104,5	22,4	-8,6	-2,9	0,7	-0,6
Великобритания	97,2	36,5	-11,9	-2,3	1,2	0,2
Япония	171,5	94,4	-9,0	-3,1	0,2	-0,1

^a Процентные ставки указаны на 28 января 2022 года.

Источник: Investing.com.

^б Показатели чистого долга за 2021 год — прогнозы на конец года по состоянию от октября 2021 года.

Источник: Бюджетный вестник МВФ, октябрь 2021 года.

восстановлению экономики. В Европе ответственные за политику лица сейчас стоят перед конкретной проблемой: на фоне кризиса, вызванного COVID-19, действующие фискальные правила ЕС были приостановлены. Признается, что старые правила нуждаются в серьезном реформировании. Разработчикам политики Европейского союза предстоит должным образом их пересмотреть.

Далее в этой главе предлагается своего рода путеводитель по книге и ее основным выводам. Она представляет собой собрание введений к каждой

из глав³. Поэтому ее можно рассматривать как своего рода «шпаргалку» для тех, кто торопится. Если вы действительно очень спешите, основная идея книги изложена в самой последней главе. Если же вы намерены прочесть всю книгу, возможно, вам стоит перейти непосредственно к самим главам.

В главе 2 представлены пять концепций, касающихся процентных ставок, которые будут использоваться на протяжении всей книги.

Первое понятие — это понятие нейтральной процентной ставки, r^* ⁴, которую можно определить двумя эквивалентными способами. Согласно первому определению это такая безрисковая реальная процентная ставка, при которой сбережения равны инвестициям (при условии, что объем выпуска соответствует своему потенциальному уровню). Согласно второму это такая безрисковая реальная процентная ставка, при которой совокупный спрос соответствует потенциальному выпуску. Оба определения по сути эквивалентны, но предполагают различные подходы к анализу факторов, определяющих нейтральную ставку; каждый из этих подходов будет полезен для нас в дальнейшем.

Второе понятие — это различие между безрисковыми ставками и рисковыми ставками, например

-
3. Да, я понимаю, что это довольно необычно. Но я усвоил, насколько у всех нас перегружено информационное пространство и как сильно сократился объем внимания (по крайней мере, у меня самого).
 4. Нейтральная процентная ставка также называется естественной процентной ставкой — по терминологии Викселля (Wicksell 1936). Однако, как и «естественный уровень безработицы», она вовсе не является естественной: ее уровень зависит от поведения экономических агентов и институциональных факторов. Поэтому в дальнейшем я буду использовать термин «нейтральная процентная ставка».

такими как норма доходности акций. Это различие показывает, как рост субъективного риска или неприятия риска приводит одновременно к повышению рискованных ставок и снижению безрисковых. При анализе данных в главе 2 и рассмотрении факторов, обуславливающих низкие безрисковые ставки, это различие окажется эмпирически значимым. Являются ли нынешние низкие безрисковые ставки следствием изменений в динамике сбережений или инвестиций или же они обусловлены возросшим риском или неприятием риска?

Третье понятие касается роли центральных банков. Фактически мандат центральных банков можно рассматривать как задачу установления реальной безрисковой процентной ставки (r) на уровне, максимально приближенном к нейтральной процентной ставке (r^*), и поддержания таким образом выпуска вблизи его потенциального уровня. Важный вывод состоит в том, что, хотя центральные банки иногда и подвергаются критике за нынешние низкие ставки, устанавливаемые ими уровни процентных ставок являются отражением низких нейтральных ставок. Последние, в свою очередь, зависят от факторов, влияющих на динамику r^* : сбережений, инвестиций, риска и неприятия риска. Иными словами, не следует винить центральные банки в низких ставках: они лишь отражают действие более глубоких фундаментальных факторов.

Четвертое понятие подчеркивает важность выполнения неравенства $(r - g) < 0$, где r — это реальная безрисковая процентная ставка, а g — реальный темп роста экономики. Когда r меньше g , невыплаченный долг накапливается с темпом r , в то время как выпуск растет с темпом g . Таким образом, если не происходит новых заимствований, отношение долга к выпуску со временем снижается, что формирует

более благоприятную динамику долговой нагрузки. Поскольку, согласно прогнозам, r с высокой вероятностью будет оставаться ниже g в течение некоторого (продолжительного) времени, этот фактор будет играть важную роль в нашем дальнейшем обсуждении фискальной политики.

Пятый аспект, связанный с процентными ставками, касается сущности и последствий эффективной нижней границы (Effective Lower Bound, ELB). Поскольку население может хранить наличные деньги, номинальная ставка процента по которым равна нулю, центральные банки не могут опустить номинальную процентную ставку значительно ниже этого нулевого уровня. Это означает, что они не могут установить ключевую реальную процентную ставку на уровне существенно более низком, чем уровень инфляции со знаком минус; назовем эту ставку ставкой ELB и обозначим ее как r_{min} . Это потенциально ограничивает возможности по снижению r до уровня r^* в тех случаях, когда r^* находится на очень низком уровне, что приводит к ситуации, когда $r > r^*$. Иными словами, это потенциально сужает или даже полностью устраняет пространство для маневра денежно-кредитной политики в части поддержания выпуска на его потенциальном уровне. Именно в такой ситуации многие центральные банки часто обнаруживали себя в недавнем прошлом, что, опять-таки, имеет серьезные последствия для нашего дальнейшего обсуждения фискальной политики.

В заключительном параграфе главы 2 отмечается, что по мере снижения нейтральной процентной ставки r^* с течением времени она преодолела два важных пороговых значения. Во-первых, r^* и, как следствие, r стали меньше g , что влечет за собой важные последствия для динамики долга и влияния фискальной политики на общественное благосо-

Конец ознакомительного фрагмента.
Приобрести книгу можно
в интернет-магазине
«Электронный универс»
e-Univers.ru