

Возвращение «вигилантов» рынка облигаций

Будут ли рынки снова направлять курс налогово-бюджетной политики?

Рамана Рамасвами



ФОТО: ONUR PINAR PHOTOGRAPHY

ВИГИЛАНТЫ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ — это исчезающий вид. Так называют работающих с облигациями трейдеров, не приемлющих бюджетной расточительности, а также политиков, приверженных идее уменьшения роли государства. На протяжении двух десятилетий до 2008 года они обладали большим влиянием на мировую налогово-бюджетную политику, но теперь не внушают прежнего трепета. В последние годы рынку облигаций не удавалось обеспечить премию за риск (т.е. более высокую доходность) в странах с неустойчивой налогово-бюджетной политикой. Затихли и политические силы, традиционно выступающие за уменьшение доли государства. Так, многих озадачила недавняя сдержанность фискальных ястребов в американском конгрессе.

Что случилось? Структура экономики развитых стран изменилась так, что может выдержать больший, чем считалось ранее, объем государственного долга? Поддержка республиканцами бюджетной экспансии в экономике с полной занятостью — это отражение политического запроса или показатель более глубоких изменений в экономике? Будет ли ситуация на рынках облигаций снова воздействовать на правительства? Способность разобрататься в этих вопросах крайне важна и для экономической политики, и для рынков.

Не секрет, что количественное смягчение (КС) — масштабная покупка государственных облигаций централь-

ными банками — в корне изменило связи между долгом и доходностью по облигациям. С появлением нового крупного покупателя доходность облигаций неизменно снижается. Менее очевидно, что чувствительность доходности облигаций к инфляции намного сильнее чувствительности к устойчивости налогово-бюджетной сферы. КС не вызвало столь быстрого или столь масштабного повышения инфляции за данный промежуток времени, как это предполагалось первоначально. Прямая покупка облигаций в рамках КС в сочетании с неспособностью взвинтить инфляцию (с учетом масштабов покупки облигаций) и сильной чувствительностью доходности облигаций к инфляции оказалась мощным средством сохранения низкой доходности облигаций в течение многих лет.

Низкий уровень доходности радикально изменил политические соображения относительно долга и дефицита. Когда доходность мала, уменьшается вытеснение беспроцентных расходов. Политикам реже приходится делать трудный выбор между различными целями расходов: стало меньше причин раздражать кого-либо за счет установления пределов расходов, когда есть масса других возможностей. Ситуация похожа на отмену платы за обед: выступать против бесплатного обеда было бы несколько экстравагантно. Что касается молчания политических сил, выступающих за уменьшение доли государства и сбалансированный бюджет, то главным образом оно объясняется этим одновременным наличием высокой задолженности и низкой доходности.

Сдержанность сторонников уменьшения роли государства, может, предположительно, отражать также более тонкое понимание налогово-бюджетной политики: в странах с дефицитом спроса, где не может получить развития денежно-кредитная политика, для предотвращения глубокого спада необходима бюджетная экспансия. Я, впрочем, сомневаюсь, что именно это прозрение заставило замолчать фискальных ястребов. Более убедительным объяснением политических соображений относительно налогово-бюджетной политики является устойчиво низкая доходность.

Сказывается также и меняющееся отношение к суверенному дефолту. Опыт КС, накопленный в Японии и зоне евро, принципиально изменил рыночное восприятие концепции дефолта. У Японии и Италии проблемы с устойчивостью долговой ситуации серьезнее, чем в Соединенных Штатах. Ситуации в Италии и Японии сильно различаются, однако, в сущности, их задолженность велика,

Низкий уровень доходности радикально изменил политические соображения относительно долга и дефицита.

экономический рост является замедленным, а население быстрее стареет. Это сочетание неблагоприятно для устойчивости долговой ситуации.

Как и в США, заявленная цель КС в Японии и зоне евро — повысить инфляцию. Его непредвиденное последствие (некоторые, возможно, сочтут его «необъявленным намерением»), хотя центральные банки категорически отрицают это) заключалось в ликвидации надбавки за риск дефолта на рынке облигаций. Если стране с аналогичным японскому коэффициентом задолженности в 240 процентов ВВП удастся зафиксировать десятилетнюю доходность облигаций на уровне, близком к нулю, то участникам рынков облигаций становится трудно включить в процент вероятность дефолта в других местах. Таким образом, по мере того, как КС становится неотъемлемой частью инструментария центральных банков, в корне меняются и рыночное восприятие дефолта, и способность рынков отразить его в процентной ставке. Бюджетная расточительность обходится для правительств минимальными затратами.

Таким образом, именно этот фактор, неспособность рынка облигаций включить в процент премию за риск, позволил увеличить долг практически без ухудшения обеспечения, а не изменения в структуре экономики. В ходе политического процесса бесплатный обед был просто сметен без остатка. Как бы то ни было, сегодняшняя структура стран с развитой экономикой требует снижения уровня задолженности. Из-за старения населения в будущем могут увеличиться расходы на здравоохранение и пенсии, а потенциал для роста может снизиться.

Применение КС в условиях мощных антиинфляционных сил — технологий, глобализации и ослабления позиций рабочей силы — ослабило влияние «вигилантов» рынков облигаций. Если в более активной экономике Соединенных Штатов КС постепенно сворачивается, то в Японии и в зоне евро оно продолжается. Связанные с количественным смягчением низкая инфляция и неявная бюджетная поддержка задают довольно высокую планку для отказа от КС в обеих странах. Поэтому глобальный рынок облигаций будет и далее ощущать последствия КС, несмотря на его постепенное свертывание в Соединенных Штатах.

Инфляция — важнейшее условие возрождения «вигилантов». Мы не знаем, сколько еще продержится тренд структурной дезинфляции, существовавший последние два десятилетия. Если роль глобализации уменьшится, то его сохранение маловероятно. Возможно, мы наблюдаем переломный момент, когда негативная реакция на свободную торговлю и трансграничное перемещение рабо-

чей силы набирает обороты. Политические соображения могут также привести к усилению так называемого оншоринга (возврата домой) производства с помощью налоговых стимулов, что приведет к удорожанию международных цепочек поставок.

Если тренд дезинфляции трансформируется в инфляцию, это вынудит свернуть КС во всем мире. Сойдет на нет и неявная бюджетная поддержка, бывшая хотя и необъявленной, но важной особенностью КС. Вся цепь событий, почти приведших к исчезновению «вигилантов», обратится вспять. В результатах поиска в Google начнут появляться сообщения о «вигилантах» рынка облигаций, а из глубин Конгресса снова появятся фискальные ястребы. Тогда правительства почувствуют давление, и это глубоко изменит политические соображения, касающиеся налогово-бюджетной политики. **ФР**

РАМАНА РАМАСВАМИ — почетный приглашенный профессор Куинз-колледжа Кембриджского университета.

