

## Крупные негативные факторы: глобальный взгляд на долг

[Витор Гаспар](#) и [Мариалус Морено Бадиа](#)

5 октября 2016 года

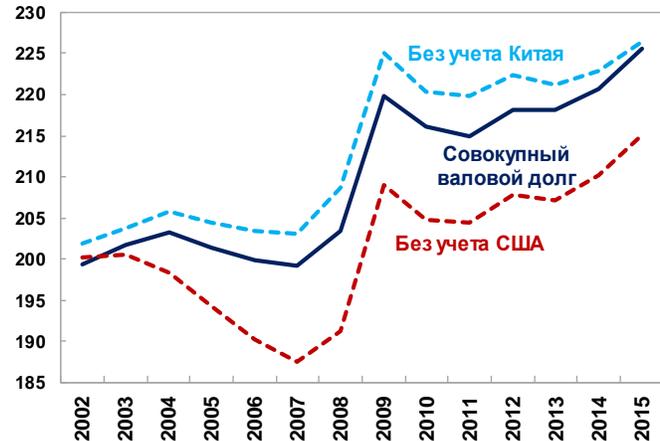
В разгар Великой депрессии американский экономист Ирвинг Фишер предупреждал об опасности чрезмерного долга и дефляционного давления, которые следуют за ней. Он считал долг и дефляцию крупными негативными факторами. В настоящее время по-прежнему действуют близко схожие с ними факторы — слишком высокий долг и слишком низкая инфляция, — во всяком случае, в странах с развитой экономикой.

Вместе с тем до настоящего времени полная картина мирового долга отсутствовала. В октябрьском выпуске [Бюджетного вестника](#) 2016 года впервые был представлен показатель размера долга, охватывающий практически весь мир. И эта картина не радует глаз. Мировой долг находится на рекордно высоком уровне, составляющем 152 триллиона долларов США или 225 процентов мирового ВВП (рис. 1). Почти 100 триллионов или примерно две трети этой величины составляют обязательства нефинансовых фирм и домашних хозяйств — частный долг. Оставшаяся часть приходится на государственный долг.

Как предупреждал Фишер, такие высокие уровни долга представляют собой серьезное препятствие для восстановления мировой экономики, что усугубляет риск соскальзывания в спираль долга и дефляции. Но уровни долга не везде одинаковы. Неодинаковы и риски. Тенденции были весьма разнообразными.

- Во-первых, сокращение доли заемных средств в странах с развитой экономикой носило неравномерный характер, и частные коэффициенты задолженности продолжали возрастать в большинстве стран этой группы (рис. 2, синие столбцы). В то же время увеличился государственный долг, отчасти в связи с перемещением безнадежных долгов частного сектора на балансы государственного сектора.

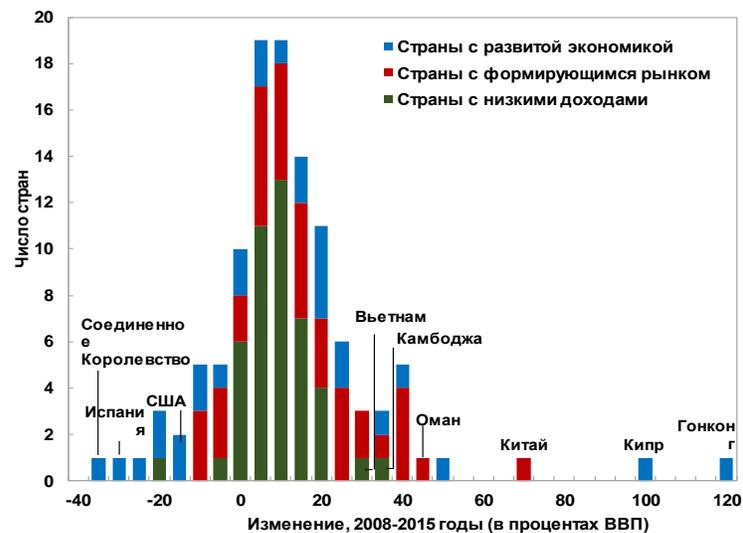
Рисунок 1  
Мировые показатели долга — на рекордно высоких уровнях  
(Отношение мирового валового долга к ВВП; средневзвешенные значения)



Источники: Abbas et al., 2010; Банк международных расчетов; Dealogic; IMF, *International Financial Statistics* (МВФ, *Международная финансовая статистика*); МВФ, стандартизированные формы отчетности; МВФ, *Перспективы развития мировой экономики*; Организация экономического сотрудничества и развития; оценки персонала МВФ.

- Во-вторых, низкие процентные ставки привели к резкому приросту долга нефинансовых корпораций в ряде системно значимых стран с формирующимся рынком, особенно в Китае (рис. 2, красные столбцы). Поскольку во многих странах с развитой экономикой аналогичный бум также предшествовал быстрому ухудшению государственных балансов, более недавнее увеличение долга в странах с формирующимся рынком ставит вопросы об основополагающем состоянии бюджета.

Рисунок 2  
Не все страны находятся в одинаковом положении  
(Распределение изменения мирового частного долга, 2008-2015 годы; в процентах ВВП)



Источники: Abbas et al., 2010; Банк международных расчетов; Dealogic; IMF, *International Financial Statistics* (МВФ, *Международная финансовая статистика*); МВФ, стандартизированные формы отчетности; МВФ, *Перспективы развития мировой экономики*; Организация экономического сотрудничества и развития; оценки персонала МВФ.

- В-третьих, в странах с низкими доходами уровни частного и государственного долга повысились благодаря углублению — с точки зрения размера и ликвидности — их финансовых рынков, а также улучшению доступа к рынкам, но коэффициенты задолженности в целом остаются низкими. Достижения в области микрофинансирования и мобильных банковских услуг также способствовали финансовой интеграции. Существующие уровни долга остаются устойчивыми, а финансовое развитие — положительное явление, которое следует рассматривать как часть всестороннего роста.

### Период разумной умеренности

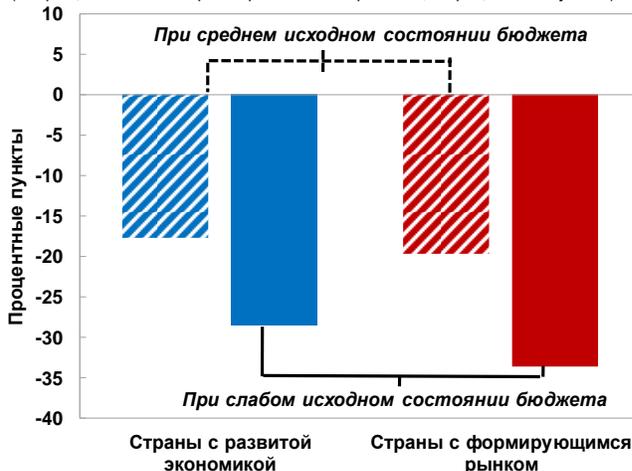
Обеспокоенность относительно чрезмерного долга частного сектора вызвана не только риском того, что он может превратиться в государственный долг. Чрезмерный частный долг связан с финансовым кризисом. Кроме того, финансовые рецессии являются более длительными и глубокими, чем обычные рецессии. Они приводят к большему сокращению объема производства и потере работы большим числом людей. Все это в конечном счете имеет обратную связь с государственным долгом и дефицитом.

Слабое состояние бюджета еще больше ухудшает финансовые рецессии (рис. 3). Это особенно верно в случае стран с формирующимся рынком, где государственные расходы часто резко сокращаются во времена кризиса. Данная закономерность показывает, как чрезмерно либеральная налогово-бюджетная политика в хорошие времена часто вынуждает сокращать расходы в неблагоприятные времена, что обходится особенно дорого в условиях финансового кризиса. Но даже в отсутствие кризиса высокий уровень частного долга может препятствовать росту, так как заемщики с высоким уровнем задолженности в конечном счете резко сокращают свое потребление и инвестиции.

Отсутствие прогресса в сокращении доли заемных средств в странах с развитой экономикой, где уровни частного долга являются самыми высокими, в основном обусловлено конъюнктурой низкого номинального роста. Сравнение США и зоны евро весьма поучительно, так как после кризиса в США частный долг уменьшился в гораздо большей степени, чем в зоне евро, но наблюдались также более высокие темпы роста (рис. 4).

Учитывая риски и связанные с ними факторы неопределенности, следует ли избегать долга в целом? Долг имеет фундаментальное значение для предпринимательства и инноваций и, как следствие, для роста. Странам следует избегать *чрезмерного* частного долга. Поэтому политика регулирования и надзора должна обеспечивать мониторинг и экономическую приемлемость частного долга. [Налоговая политика](#) также может способствовать сокращению чрезмерного уровня заемных средств путем постепенного отказа от налоговых искажений, создающих благоприятные условия для долга, а не собственного капитала корпораций, как финансовых, так и нефинансовых.

Рисунок 3  
Слабый бюджет, вялое восстановление<sup>1</sup>  
(Сокращение ВВП во время финансовых кризисов; в процентных пунктах)

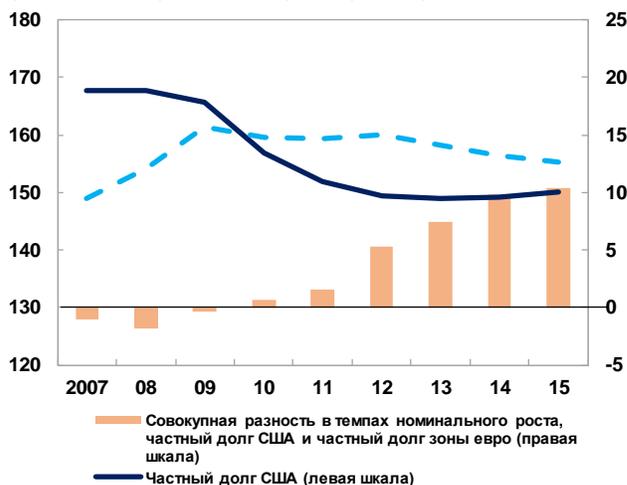


Источники: *Бюджетный вестник* МВФ; оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup>Сокращение ВВП и государственные расходы измеряются как кумулятивные изменения за 5 лет после начала финансового кризиса.

Рисунок 4  
Быстрое сокращение доли заемных средств, поддерживаемое ростом

(Частный долг в процентах ВВП; рост в процентах)



Источники: Abbas et al., 2010; Банк международных расчетов; Dealogic; IMF, *International Financial Statistics* (МВФ, *Международная финансовая статистика*); МВФ, стандартизированные формы отчетности; МВФ, *Перспективы развития мировой экономики*; Организация экономического сотрудничества и развития; оценки персонала МВФ.

**Новые факторы в совершенно новых условиях**

В то же время благоприятствующая росту налогово-бюджетная политика может облегчить корректировку в странах, увязших в чрезмерной задолженности частного сектора. Разумеется, решение будет зависеть от условий конкретных стран и имеющихся бюджетных ресурсов, которые могут быть накоплены путем сбережения и сокращения государственного долга в хорошие времена.

В общем случае в тех странах, где финансовая система испытывает сильный стресс, решающее значение имеет урегулирование основополагающей проблемы на ранней стадии. Весьма эффективными могут быть тщательно продуманные и целенаправленные действия в форме финансируемых государством программ по сокращению частного долга (например, предоставление субсидии кредиторам для продления сроков погашения или гарантий) и меры по ускорению очистки балансов (например, с помощью компаний по управлению активами).

Структура этих мер имеет решающее значение для минимизации связанных с ними издержек и снижения морального риска. В частности, они должны быть ориентированы на конкретные отрасли или на конкретных физических лиц, обусловлены определенными обязательствами и включать распределение бремени с заемщиками. Им также должны сопутствовать действенные процедуры несостоятельности и банкротства.

Однако в конечном счете одной только налогово-бюджетной политики недостаточно: она должна поддерживаться взаимодополняющими мерами политики, включая денежно-кредитные и структурные меры, реализуемые в рамках согласованных и вызывающих доверие основ политики для достижения желаемой цели.

Что касается условий, существующих в настоящее время, настало время для того, чтобы избавиться от крупных неблагоприятных факторов и перейти к совершенно новому, захватывающему сценарию грядущего ускорения номинального роста.

\*\*\*\*\*



**Витор Гаспар** — гражданин Португалии, директор Департамента по бюджетным вопросам МВФ. До работы в МВФ занимал различные руководящие должности, связанные с вопросами политики, в Банке Португалии, в том числе в последний период — должность старшего советника. В 2011–2013 годах занимал должность министра финансов и государственного управления Португалии. В 2007–2010 годах он возглавлял Бюро советников по вопросам европейской политики в Европейской комиссии, а в период с 1998 по 2004 год был генеральным директором по исследованиям в Европейском центральном банке. Г-н Гаспар имеет степень доктора наук и постдокторскую ученую степень по экономике Университета Нова в Лиссабоне; он также учился в Католическом университете Португалии.



**Мариялус Морено Бадиа** — заместитель начальника отдела в Департаменте по бюджетным вопросам МВФ, где она координирует работу по подготовке *Бюджетного вестника*. Ее опыт страновой работы охватывает широкий диапазон стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком, таких как Бразилия, Греция, Ирландия и Испания. Основные области ее исследовательской работы — фискальные институты, устойчивость долговой ситуации и связи между налогово-бюджетной и финансовой политикой. Г-жа Морено Бадиа имеет степень доктора наук Бостонского университета.