

# Сокращение ДОЛГА

Стийн Классенс

**До тех пор пока домашние хозяйства и финансовые организации не приведут в порядок свои балансы, восстановление экономики во многих странах с развитой экономикой будет задерживаться**

**С**ПУСКАТЬСЯ с горы обычно легче, чем на нее подниматься. Однако, похоже, финансы работают иначе, чем закон гравитации. Как оказалось, уменьшение долга, или так называемое «сокращение использования заемных средств», требует значительно больших трудов, чем подъем на долговую гору. Именно поэтому спады, обусловленные состоянием балансов, такие как недавно испытанный многими странами с развитой экономикой, значительно хуже, чем спады, в которых балансы не перегружены экономически неприемлемой задолженностью (см. «Наблюдение за подъемом мировой экономики» в этом выпуске *Ф&Р*).

До тех пор пока финансовые организации, домашние хозяйства и правительства в странах с развитой экономикой не приведут свои балансы к устойчивым уровням активов и долга, восстановление экономики после самого сильного мирового экономического спада со времен Великой депрессии 1930-х годов будет задерживаться.

Стоят вопросы о том, почему сокращение доли заемных средств дается с таким трудом, что правительства могут сделать, чтобы способствовать этому процессу, насколько далеко мир продвинулся в сбрасывании излишнего

долга и какие меры политики на будущее являются оптимальными.

## Истоки кризиса

Большинство финансовых кризисов связано с чрезмерным уровнем заимствований. Однако они могут различаться тем, на кого именно приходится эти чрезмерные займы. В прошлом такими перегруженными заемщиками часто были правительства или корпорации. Перед недавним же кризисом слишком большие долги образовались у финансовых организаций и домашних хозяйств в странах с развитой экономикой, а также у некоторых правительств.

Самое сильное увеличение долга отмечалось у финансовых корпораций в некоторых крупнейших странах с развитой экономикой. Перед кризисом размеры их балансов увеличились в несколько раз относительно совокупной величины экономики, на которую они опирались (см. рис. 1, верхняя панель). Отношение долга к собственному капиталу (леверидж) финансовых организаций также резко повысилось (см. рис. 1, нижняя панель). Наиболее яркими примерами были некоторые крупные инвестиционные банки США и универсальные банки Европы, у которых леверидж повысился до 30-кратной величины собственного капитала, то есть во много раз по сравнению с предыдущими периодами.

У домашних хозяйств также отмечалось значительное увеличение задолженности, часто обусловленное займами на жилье и потребление. На рис. 2 (верхняя панель) показано, что в годы перед кри-

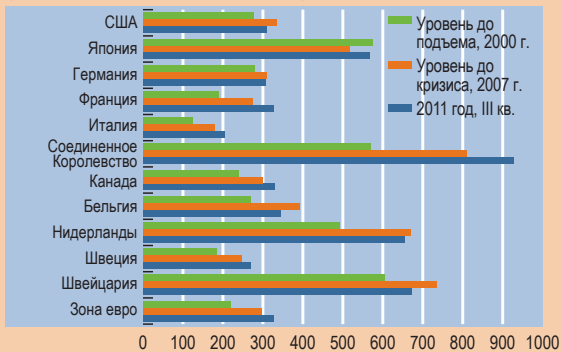


Рисунок 1

## Накопление долга

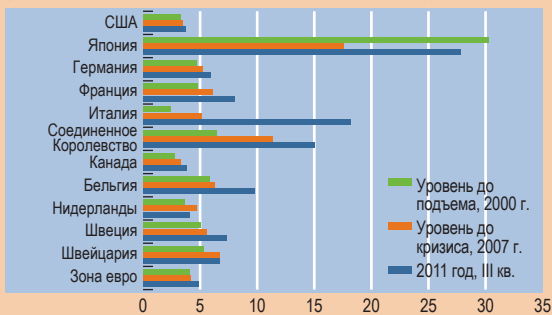
Объем задолженности на балансах финансовых организаций относительно ВВП во многих странах с развитой экономикой рос быстрыми темпами.

(Долг в процентах ВВП страны-должника)



Лeverидж (отношение финансовых активов к собственному капиталу) также резко повышалось.

(Отношение финансовых активов к собственному капиталу)



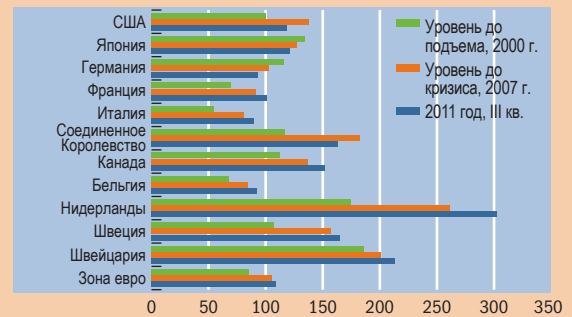
Источник: расчеты персонала МВФ.

Рисунок 2

## Аппетит потребителей

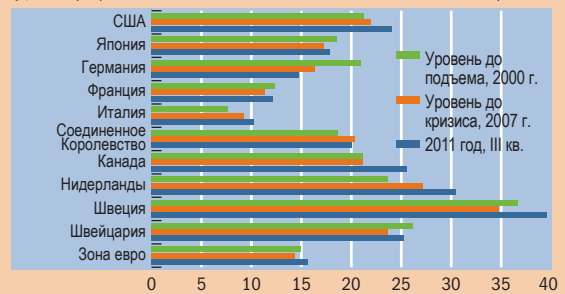
У домашних хозяйств отмечалось существенное увеличение долга относительно их располагаемого дохода вследствие заимствований на жилье и потребление.

(Долг домашних хозяйств в процентах от располагаемого дохода)



Однако в условиях бурного роста цен на жилье и фондовых цен чистая стоимость активов домашних хозяйств оставалась высокой до кризиса, с началом которого упали цены, чистая стоимость активов резко снизилась, а долг вырос.

(Долг в процентах от чистой стоимости активов домашних хозяйств)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Данные по отношению долга к чистой стоимости активов в Бельгии отсутствуют.

зисом почти во всех странах с развитой экономикой произошло резкое повышение отношений долга домашних хозяйств к их располагаемому доходу. Однако поскольку это сопровождалось взлетом цен на жилье и фондовых цен, займы не вели к повышению зарегистрированного совокупного балансового левериджа — долг домашних хозяйств относительно их активов оставался в целом стабильным (рис. 2, нижняя панель). Но этот внешне благополучный показатель скрывал растущую уязвимость домашних хозяйств перед лицом резкого падения цен на активы, особенно цен на жилье. И, что важно, он также скрывал широкий разброс в степени этой подверженности риску между домашними хозяйствами. Поскольку те, кто имеют положительные позиции по активам, обычно характеризуются наличием чистых сбережений, а те, у кого отрицательные позиции по активам, как правило, расходуют относительно больше, сокращение доли заемных средств происходит чаще у тех, кто обычно больше потребляет, и потому оно оказывает непропорционально большое влияние на совокупный спрос.

В отличие от некоторых предыдущих кризисов, леверидж (отношение долга к активам) в секторе нефинансовых предприятий существенно не повышался, а в некоторых странах даже снизился по сравнению с предыдущими периодами (рис. 3). Корпорации в большинстве случаев проявляли консервативный подход к поддержанию своих балансов и часто даже увеличивали свои денежные остатки, вследствие чего их чистый долг (разность между обязательствами и финансовыми активами) уменьшался.

## Почему сокращение доли заемных средств дается так тяжело?

Когда ударил кризис и цены на активы снизились, произошло резкое падение чистой стоимости активов. Домашние хозяйства и финансовые организации были вынуждены уменьшить степень своей задолженности. Этот путь вниз оказался труднее, чем путь вверх, поскольку для уменьшения долга требуется время, и не все могут, или должны, делать это в одно и то же время.

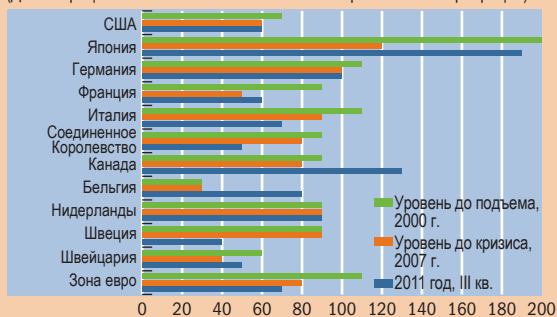
То, что сокращение доли заемных средств занимает время, лучше всего заметно при взгляде с позиций домашнего хозяйства. Чтобы сэкономить достаточно денег на собственный взнос при покупке своего первого дома, может потребоваться несколько лет. Но когда у домашнего хозяйства уже есть дом, оно может получить займы, в несколько раз превышающие его доход. В благоприятные периоды домашние хозяйства могут получать выгоды от роста цен на жилье и наблюдать еще более резкое повышение чистой стоимости своих активов. Но при снижении цен на дом полученные займы могут оказаться больше стоимости дома, что сводит на нет чистую стоимость активов. Если к этому добавляется безработица и снижение доходов — с чем сталкиваются сегодня многие домашние хозяйства в странах с развитой экономикой, — проблемы усиливаются во много раз. В самом деле, когда цены на жилье стали снижаться с 2007 года и далее, возвращая о начале глобального финансового кризиса, многие домашние хозяйства столкнулись с тем, что стоимость их активов уменьшилась относительно их долга. И в условиях сократившихся доходов и большей безработицы многим стало трудно

Рисунок 3

### Сдержанность в секторе предприятий

В отличие от предыдущих кризисов, у нефинансовых корпораций не увеличивалось отношение долга к собственному капиталу и в целом сохранялось консервативное состояние балансов.

(Долг в процентах от собственного капитала нефинансовых корпораций)



Источник: расчеты персонала МВФ.

производить платежи по своим ипотечным кредитам и другим финансовым обязательствам, несмотря на рекордно низкие процентные ставки денежно-кредитной политики.

В этих обстоятельствах домашним хозяйствам необходимо увеличить сбережения для восстановления чистой стоимости своих активов. Их возможности сделать это быстро ограничены. Накопление денег на первый взнос за дом потребовало некоторого времени, и оно будет необходимо для восстановления чистой стоимости активов. А для тех, кто оказался в состоянии дефолта, на реструктуризацию займов с кредитором вполне может потребоваться год или более. Если добавить к этому время на восстановление кредитного рейтинга (чтобы можно было рефинансировать дом на более благоприятных условиях), общий процесс сокращения доли заемных средств может с легкостью занять несколько лет.

Так это выглядит на микроэкономическом уровне. На агрегированном, или макроэкономическом, уровне это более сложно. Когда экономить начинают все одновременно, общий результат оказывается хуже. Если многие домашние хозяйства внезапно начинают наибольшую часть средств направлять в состав сбережений, происходит значительное сокращение совокупного спроса, что уменьшает объем производства и ведет к повышению безработицы и снижению доходов, а это, в свою очередь, вынуждает еще большее количество людей уменьшать использование заемных средств. Если сразу многие люди пытаются продать свои дома, чтобы получить за них деньги, цены на жилье могут еще более снизиться, ведя к увеличению количества дефолтов и взысканий имущества за неуплату долгов, далее ужесточая условия кредитования для других заемщиков. Эти круги негативных взаимовлияний, как их называют экономисты, провоцируют срочные распродажи, приводящие к тому, что цены на жилье опускаются ниже своих равновесных уровней.

История подтверждает, что процесс сокращения доли заемных средств является медленным. В странах с развитой экономикой в последние тридцать лет те крахи и спады в жилищной сфере, которым предшествовали более крупные всплески долга домашних хозяйств, как правило, оказывались более глубокими и продолжительными (IMF, 2012). А именно, представляется, что сочетание снижения цен на жилье с повышением левериджа в период перед крахом объясняет глубину спада. В частности, потребление домашних хозяйств в странах с высоким долгом сократилось на величину, в четыре раза большую, что может объясняться просто влиянием, которое оказывает падение цен на жилье на благосостояние. Этот более значительный спад не определялся одним только финансовым кризисом. Взаимосвязь между

долгом домашних хозяйств и сокращением потребления также отмечается в странах, где в период вблизи жилищного краха не было банковского кризиса.

Финансовым организациям также сложно сократить использование заемных средств, и когда они уменьшают свою задолженность, этот процесс может вызывать такие же или еще худшие макроэкономические последствия, чем когда это делают домашние хозяйства. Увеличение необслуживаемых кредитов, падение стоимости ценных бумаг в портфелях банков (ухудшающее отношение долга к собственному капиталу банка) или ужесточение норм регулирования после финансового кризиса может заставить банки восстанавливать нормальное состояние своих балансов. Однако, также как и домашние хозяйства, банки могут добиться лишь небольшой экономии — за счет сокращения дивидендов и уменьшения заработной платы. Они могут улучшить состояние своих балансов за счет привлечения нового капитала, но часто они к этому несклонны, и быстрое привлечение капитала может быть связано с большими издержками.

Вместо этого банки часто исправляют состояние своих балансов за счет избавления от рискованных активов, то есть сокращая новые кредиты. Но такая реакция наносит вред реальной экономике, поскольку она ведет к уменьшению доступности внешнего финансирования. Если финансовый сектор не готов предоставлять новое финансирование, может произойти резкое сокращение кредитования, при котором домашние хозяйства и корпорации вынуждены уменьшать долю используемых заемных средств, что, в свою очередь, подавляюще действует на инвестиции и потребление. Это может вызывать порочный круг падения совокупного объема производства и экономической активности, уменьшения доходов, ухудшения качества кредитов и снижения цен на активы, за чем следует еще более усиленное сокращение используемых заемных средств.

### Могут ли правительства исправить ситуацию?

В истории было множество случаев, когда значительное повышение левериджа частного сектора заканчивалось финансовым кризисом, например, в странах Скандинавии и Восточной Азии в 1990-х годах. Исследования показали, что за финансовыми кризисами такого типа следуют длительные и глубокие спады, при которых таким важнейшим показателям, как безработица и цены на жилье, требуется намного больше времени, чтобы достичь своей наихудшей переломной точки, чем в случае обыкновенной рецессии. Однако в некоторых случаях отмечалось быстрое восстановление экономики, поскольку правительство было в состоянии заменить частный спрос государственными закупками. Например, столкнувшись с крупным кризисом в начале 1990-х годов, частные заемщики Швеции с чрезмерным уровнем задолженности уменьшили свои обязательства за счет резкого сокращения расходов. Шведское правительство, у которого было лучшее положение с кредитом, чем у частного сектора, повысило свои расходы, допустив крупный бюджетный дефицит. Одновременно с этим государство провело ускоренную реструктуризацию финансовой системы, а центральный банк снизил процентные ставки. Благодаря параллельной корректировке обменного курса удалось остановить падение экономической активности, началось восстановление экономики, и тогда государство смогло начать процесс уменьшения своего долга.

К сожалению, для многих стран с развитой экономикой этот путь сейчас не столь легко доступен, как в 1990-х годах. Государственный долг был на высоком уровне уже до финансового кризиса, и начали принимать угрожающие размеры другие обязательства, в частности, те, которые связаны с пенсиями, медицинской и другими социальными службами. Спад привел к крупным бюджетным дефицитам, в основном вследствие снижения экономической активности и дальнейшего увеличения расходов, а частично также в связи с рекапитализацией банков, поскольку правительства направили значительные объемы ресурсов банкам

и другим финансовым организациям, чтобы удержать их на плаву. В результате кредитоспособность многих стран стала подвергаться сомнению, и многие правительства не могут с легкостью увеличивать свои расходы для защиты экономики от вынужденного сужения деятельности частного сектора. Это было особенно заметно в случае стран, находящихся на периферии зоны евро, правительствам которых пришлось сократить свои расходы.

И тем не менее, правительства могут играть значительную роль. Полезную роль могут сыграть программы реструктуризации долга домашних хозяйств, такие как в США в 1930-х годах и в Исландии сегодня. Правительство США перевело на себя примерно каждый пятый ипотечный кредит, продлило сроки погашения и снизило процентные ставки, а во многих случаях провело списание основной суммы, тем самым существенно снизив бремя выплаты долгов и уменьшив количество дефол-



## Только США и Германия добились успехов в снижении отношения долга к ВВП в финансовом секторе.

тов и конфискации за неуплату среди домашних хозяйств. Подобные меры могут способствовать разрыву самовоспроизводящихся циклов дефолтов домашних хозяйств, дальнейших снижений цен на жилье и усиливающегося падения производства.

### Каково наше сегодняшнее положение?

Прогресс в сокращении доли заемных средств на сегодняшний день различается по конкретным секторам экономики и по странам. На рис. 1, 2 и 3 также представлена общая картина состояния долга домашних хозяйств, финансового сектора и сектора предприятий по состоянию на третий квартал 2011 года. Простое сравнение текущих коэффициентов долга и левериджа с уровнями до бурного подъема (2000 год) свидетельствует о том, что домашним хозяйствам предстоит проделать большой путь до восстановления нормального состояния своих балансов. Финансовому сектору также требуется существенно уменьшить отношение своего долга к ВВП и обязательств к собственному капиталу. Сектора предприятий в большинстве случаев находятся в лучшем состоянии.

Некоторые страны находятся в этом процессе несколько впереди других. В Германии отношение долга домашних хозяйств к доходам уже снизилось. В США этот коэффициент также уменьшился по сравнению со своим пиковым уровнем, но в основном вследствие дефолтов, приведших к ликвидации долгов. В Соединенном Королевстве с начала кризиса произошло некоторое уменьшение долга домашних хозяйств относительно доходов, хотя его уровень остается высоким. Однако в большинстве других стран долг домашних хозяйств еще не вернулся до своего докризисного уровня или даже продолжает повышаться. Например, леверидж домашних хозяйств продолжает повышаться во Франции и Нидерландах, отчасти вследствие снижения цен на жилье.

В финансовом секторе различных стран в целом отмечался прогресс в сокращении доли заемных средств. В США и Германии, хотя и удалось добиться успехов в снижении отношения долга к ВВП в финансовом секторе, оно по-прежнему не вернулось к своему докризисному уровню. В таких странах, как Италия, Канада, Соединенное Королевство и Франция, сокращение доли используемых заемных средств в финансовом секторе пока не произошло, и либо отношение долга к ВВП, либо отношение долга к собственному капиталу (либо оба эти показателя) по-прежнему находятся на достаточно высоком уровне.

Хотя в большинстве стран леверидж нефинансовых корпораций не повысился, в некоторых (прежде всего в Японии

и Канаде) нефинансовый сектор продолжает нести тяжелое бремя задолженности.

### Меры государственной политики могут изменить ситуацию

Восстановление нормального состояния балансов займет длительное время. Хотя в частном секторе наблюдается определенное продвижение, этот процесс еще далек от завершения. А у многих правительств бюджетные проблемы столь велики, что они не могут заполнить пробел в спросе, вызываемый сокращением доли заемных средств.

Однако в некоторых отношениях это медленное течение процесса является хорошей новостью. Как обсуждалось выше, слишком быстрое сокращение доли заемных средств, особенно финан-

совыми организациями, может привести к ухудшению общих экономических показателей вследствие уменьшения совокупного спроса и активности. В некоторых странах есть обнадеживающие признаки улучшения балансов без неблагоприятных макроэкономических последствий. Принципиальной задачей для всех стран является приведение в норму балансов надлежащими темпами: не слишком быстро, не слишком медленно.

Государственная политика может иметь решающее значение. Стандартные рекомендации по достижению упорядоченного всеобщего сокращения доли заемных средств включают следующие элементы.

- Директивным органам следует тщательно координировать финансовую, макроэкономическую и структурную политику, чтобы обеспечивать хорошее состояние финансовой системы для поддержки экономики.

- В дополнение к идущему увеличению капитала банков и резервных фондов на покрытие возможных убытков (см. «Как наладить систему» в этом выпуске *Ф&Р*) принципиально важно добиться дальнейшего прогресса в реструктуризации и санации банков, с поддержкой со стороны государства по мере необходимости. Директивным органам требуется контролировать, чтобы банки проявляли надлежащую сдержанность в выплатах дивидендов и вознаграждения своим сотрудникам для сохранения буферных запасов капитала, которые могут амортизировать убытки.

- В некоторых странах требуется доведение ипотечной задолженности домашних хозяйств до экономически приемлемого уровня за счет программ, способствующих некоторому списанию основной суммы долга.

- Во многих странах необходимо очертить путь к бюджетной консолидации, чтобы обеспечить или восстановить платежеспособность в глазах финансовых рынков, но траектория снижения долга не должна препятствовать восстановлению экономической активности в ближайшей перспективе.

Чтобы не допустить негативных вторичных эффектов, директивным органам следует координировать свои меры и не допускать создания чрезмерно благоприятных условий только для своих собственных экономических и финансовых систем. ■

*Стийн Классенс — заместитель директора Исследовательского департамента МВФ.*

*Литература:*  
International Monetary Fund (IMF), 2012, "Dealing with Household Debt," World Economic Outlook, Chapter 3 (Washington, April).