

## Аналитическое резюме

Глобальный долг нефинансового сектора, состоящего из сектора государственного управления, домашних хозяйств и нефинансовых предприятий, в настоящее время достиг беспрецедентно высокого уровня в 225 процентов мирового ВВП. Две трети, в сумме равные примерно 100 трлн долларов США, представлены обязательствами частного сектора, которые, как указано в обширной литературе, могут быть сопряжены с большими рисками, когда они достигают чрезмерного уровня. Вместе с тем, ситуация характеризуется значительной неоднородностью, поскольку не все страны находятся в той же фазе долгового цикла, а стоящие перед ними риски также не являются одинаковыми. Тем не менее, есть опасения, что гигантские размеры долга могут создать условия для беспрецедентного процесса снижения доли заемных средств (левериджа) частного сектора, который мог бы сорвать все еще неустойчивый подъем экономики. Однако решить эту проблему чрезмерной частной задолженности нелегко в сегодняшних глобальных условиях низких темпов роста производства в номинальном выражении.

В свете таких событий в этом выпуске «Бюджетного вестника» анализируются масштабы и состав глобального долга и ставится вопрос о том, какую роль налогово-бюджетная политика может играть в содействии корректировке. Авторы идут дальше предыдущих исследований, опираются на расширенный набор данных, охватывающий страны с формирующимся рынком, страны с низкими доходами, а также страны с развитой экономикой. Другим новшеством является аналитическая основа, в которой в явной форме моделируются взаимосвязи между частным и государственным долгом при изучении роли налогово-бюджетной политики в процессе сокращения левериджа. Наконец, в страновых исследованиях приводится ценная информация о том, что налогово-бюджетная политика должна и не должна делать для содействия процессу сокращения левериджа при минимизации тормозящего влияния на экономику.

В работе делается вывод о том, что долг частного сектора является высоким не только в странах с развитой экономикой, но и в нескольких системно значимых странах с формирующимся рынком. Хотя некоторые страны с развитой экономикой продвинулись в сокращении долга домохозяйств, являющегося первоначальным источником проблемы, в некоторых случаях коэффициенты долга все еще увеличиваются. Кроме того, смягчение финансовых условий привело к резкому повышению долга сектора нефинансовых предприятий в ряде стран с формирующимся рынком. Исторические прецеденты и альтернативные индикаторы чрезмерного долга указывают на то, что процесс сокращения левериджа частного сектора потребует некоторого времени для осуществления, а с учетом низких номинальных темпов роста он займет еще больше времени. Незавершенное восстановление балансов банков создает дополнительные трудности для процесса сокращения левериджа из-за препятствий для эффективного потока кредита, что способствует вялому росту. Неблагоприятные макроэкономические условия также сказывается на балансах

сектора государственного управления, особенно в странах с развитой экономикой, где на их долю приходится почти 50 процентов увеличения государственного долга с начала глобального финансового кризиса. Развитие финансовой сферы и улучшение доступа к рынкам в течение последних нескольких лет вызвали рост коэффициентов долга как частного, так и государственного сектора стран с низкими доходами, хотя уровни долга остаются в целом низкими. Успехи в микрофинансовом кредитовании и мобильной банковской деятельности также способствовали улучшению охвата населения финансовыми услугами во многих этих странах.

Новые эмпирические сведения подтверждают, что финансовые кризисы, как правило, связаны с избыточным уровнем задолженности частного сектора как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком, но высокий государственный долг также сопряжен с некоторыми рисками. В частности, если страна входит в финансовый кризис, а ее государственные финансы находятся в неудовлетворительном состоянии, то это усиливает глубину и продолжительность последующей рецессии. Причина заключается в том, что отсутствие бюджетных резервов в период до кризиса существенно ограничивает способность проводить антициклическую налогово-бюджетную политику, особенно в странах с формирующимся рынком. Эти результаты служат аргументом для укрепления баланса органов государственного управления во время подъемов, при этом необходимо должным образом учитывать финансовые циклы в ходе оценки состояния государственных финансов и обеспечивать тщательный мониторинг задолженности частного сектора с помощью надлежащих систем регулирования и надзора. Это особенно актуально в странах с формирующимся рынком, где за последние несколько лет левверидж в частном секторе значительно увеличился.

Очевидно, что результативный процесс сокращения леввериджа провести очень трудно без высоких темпов роста и возвращения к нормальной инфляции, но может ли налогово-бюджетная политика содействовать процессу сокращения леввериджа? Для выхода на траекторию активного роста в этих странах, обремененных чрезмерным долгом, могут потребоваться решительные оперативные действия для восстановления балансов банков (безусловный приоритет в некоторых странах Европы) и частного сектора, в особенности нефинансовых предприятий в Китае. Конкретные пакеты мер политики, несомненно, зависят от обстоятельств конкретных стран и имеющихся бюджетных резервов. Как правило, если финансовая система испытывает серьезные трудности, быстрое решение исходной проблемы имеет важнейшее значение. Когда трудности в нефинансовом секторе еще не распространились на банковский сектор, хорошо спланированные целенаправленные бюджетные интервенции в форме спонсируемых государством программ реструктуризации частного долга (которые могут включать такие меры, как субсидии кредиторам для увеличения сроков погашения, гарантии, прямое кредитование и создание компаний по управлению активами) способны создавать стимулы для проведения расчистки. Эти меры должны поддерживаться надежными процедурами несостоятельности и банкротства. Как

показывает прошлый опыт, структура бюджетных интервенций по содействию процессу сокращения левериджа критически важна для сведения к минимуму их издержек, уменьшения морального риска и, в конечном итоге, обеспечения их успеха. В частности, эти меры должны быть нацелены на конкретные сектора или физических лиц и предусматривать распределение бремени. Если необходима рекапитализация банков, она должна осуществляться оперативным образом, при этом частный сектор принимает на себя ведущую роль. Для сохранения государственных средств в процессе принятия решений следует применять надежные принципы управления.

В текущих условиях ограниченного бюджетного пространства компромиссные решения принять трудно, но в то же время бездействие, скорее всего, обойдется дороже, даже с точки зрения устойчивости ситуации с государственным долгом. Однако лишь одна налогово-бюджетная политика не может обеспечить необходимых результатов, она должна поддерживаться сопутствующими мерами в рамках надежных основ политики. Более конкретно, денежно-кредитная политика должна оставаться адаптивной в тех странах, где инфляция еще существенно ниже целевых показателей, тогда как меры финансовой политики должны создавать для банков стимулы к признанию убытков и содействовать оздоровлению балансов. Структурная политика также может уменьшить межвременные бюджетные ограничения за счет повышения потенциального экономического роста. Если такая политика хорошо спланирована и внушает доверие, то она действительно может привести к увеличению возможностей экономической политики для поддержки роста и выхода инфляции на уровень целевых показателей при одновременном содействии процессу сокращения левериджа.