

# Долговая нагрузка как фундаментальный фактор изменения условий глобального экономического развития

Смирнов Евгений Николаевич

Д-р экон. наук, и.о. зав. каф. мировой экономики и международных экономических отношений  
ORCID: 0000-0002-9325-7504, e-mail: smirnov\_en@mail.ru

Государственный университет управления, г. Москва, Россия

## Аннотация

Актуальность проблем, исследуемых в статье, определяется тем, что фрагментация мировой экономики ухудшает ее динамику, однако собственно хрупкость мировой экономики стала актуальной уже после глобального кризиса 2008–2009 гг. В связи с этим для развивающихся стран все более характерными становятся чрезвычайные риски, связанные с нестабильностью мировых рынков – не только товарных, но и финансовых, где расширение инновационных производных инструментов усилило роль спекулянтов, тем самым делая сырьевые рынки более волатильными. Ситуация в целом отягощается долговыми проблемами во многих странах. Целью статьи являются исследование характера и масштабов долговой нагрузки, сформировавшейся в мировой экономике в последние годы, а также оценка ключевых вызовов, стоящих перед денежно-кредитной политикой стран мира с целью противодействия росту долгового бремени. В качестве основных результатов исследования представлены оценка масштабов и характера долговой нагрузки с точки зрения ее негативного воздействия на глобальное экономическое развитие, выявление взаимосвязи между прохождением делового цикла и накоплением задолженности в зарубежных странах, а также основных направлений перспективной монетарной политики, которые будут способствовать снижению долгового бремени в обозримой перспективе.

## Ключевые слова

Мировая экономика, экономическое развитие, внешний долг, долговая нагрузка, монетарная политика, глобальный кризис, экономический цикл, компании, домохозяйства

**Для цитирования:** Смирнов Е.Н. Долговая нагрузка как фундаментальный фактор изменения условий глобального экономического развития // Вестник университета. 2024. № 4. С. 176–186.



# Debt load as a fundamental factor of changes in the conditions of global economic development

Evgeny N. Smirnov

Dr. Sci. (Econ.), Acting Head of the World Economy and International Economic Relations Department  
ORCID: 0000-0002-9325-7504, e-mail: smirnov\_en@mail.ru

State University of Management, Moscow, Russia

## Abstract

The relevance of the problems investigated in the article is determined by the fact that the world economy fragmentation worsens its dynamics, but its actual fragility became relevant after the global crisis of 2008–2009. In this regard, developing countries are increasingly characterized by extreme risks associated with the global markets' instability – not only commodity markets, but also financial ones, where the innovative derivatives expansion has increased the speculators' role, thereby making commodity markets more volatile. The overall situation is aggravated by debt problems in many countries. The purpose of the study is to investigate the nature and extent of the debt burden that has developed in the global economy in recent years and to assess the key challenges facing the monetary policies of countries around the world in order to counter the rising debt burden. The main results of the study include the assessment of the scale and nature of the debt burden in terms of its negative impact on global economic development, identification of the relationship between the business cycle passage and the debt accumulation in foreign countries, as well as the main directions of prospective monetary policy that will contribute to the debt burden reduction in the foreseeable future.

## Keywords

World economy, economic development, external debt, debt burden, monetary policy, global crisis, economic cycle, companies, households

**For citation:** Smirnov E.N. (2024) Debt load as a fundamental factor of changes in the conditions of global economic development. *Vestnik universiteta*, no. 4, pp. 176–186.



## ВВЕДЕНИЕ

Во время прохождения последнего кризиса (в частности, пика пандемии COVID-19) глубокая рецессия была предотвращена за счет сохраняющихся возможностей кредитования компаний и домохозяйств, однако в наименее развитых странах восстановление экономики было затруднено, потому что большие долги накопили именно беднейшие компании и домохозяйства. В некоторых развитых странах, где идет масштабное восстановление, потребовалось скорейшее сокращение фискальной поддержки. В ряде стран сохранение такой поддержки было необходимо в строгих рамках, чтобы свести к минимуму риски дальнейших сбоев.

В период острой фазы кризиса адаптивная политика способствовала общему снижению экономических издержек за счет предоставления пострадавшим компаниям и домохозяйствам дешевых и достаточных ликвидных средств. Это привело к накоплению долгов и устойчивому увеличению левериджа, чему во многом способствовали мягкие финансовые условия, сложившиеся после глобального кризиса 2008 г. К 2020 г. глобальный частный долг достиг 13 % валового внутреннего продукта (далее – ВВП), и его динамика, по мнению М. Гаспара, П. Медаса и Р. Перелли, была такой же активной, как и динамика государственного долга<sup>1</sup>. Коэффициенты долга нефинансовых корпораций, у которых на начало пандемии уже наблюдался повышенный уровень долга, возросли сильнее, чем у домохозяйств, что было особенно характерным для развитых стран, где широко применялись моратории, программы льготного кредитования и кредитные гарантии.

В последние годы многие исследования, касающиеся долговой нагрузки частного сектора, охватывали направления анализа двух аспектов – неоднородности заимствований, левериджа и их роли в трансмиссии экономических потрясений [1; 2]. Эти аспекты исследования стали ключевыми вследствие того, что они связаны с самыми большими рисками для экономического роста и устойчивого развития стран. Целью настоящего исследования стала оценка динамики, характера и масштабов частной задолженности, развивающейся неоднозначно на фоне высокой перегруженности заимствованиями в целом.

## ИЗМЕНЕНИЕ ХАРАКТЕРА И СТРУКТУРЫ ЧАСТНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ В ПЕРИОД ПАНДЕМИИ

С точки зрения восстановления экономики фактор частного долга всегда играет значимую роль. В свое время известный исследователь Дж. Тобин утверждал, что отдельные лица становятся кредиторами или должниками не случайно [3]. Обычно заемщики имеют ограниченные финансовые ресурсы. Богатые компании и домохозяйства в состоянии управлять варьирующимися объемами долга, и, если он растет, наращивать капитализацию и активы, чтобы в будущем осуществлять капиталовложения. С другой стороны, есть домохозяйства и компании со слабой ликвидностью. Теоретически разделение заемщиков на эти два кластера важно, особенно в условиях кризисов, вызванных жесткой монетарной политикой, то есть увеличением процентных ставок.

Дополнительно укажем, что периоды быстрого роста долга сменяются периодами снижения доли заемных средств, то есть плохие условия заимствований ведут к росту долга и расходов на его обслуживание, тогда как рост цен на активы может спровоцировать дополнительное кредитование, поскольку стоимость залога возрастает. В конечном итоге доходы могут быть слишком малы, чтобы оправдать новые инвестиции, финансируемые за счет долга, и кредиторы понимают риск предоставления нового кредита или пролонгации старого.

Стоит также учитывать специфику отдельных стран. Страны с ограниченным фискальным пространством могут не иметь дополнительных источников стимулирования внутреннего спроса, поэтому сокращение долга в этих странах может тормозить рост. В тех государствах, где необходима ликвидация бизнеса или реструктуризация долга, капитал может быть перераспределен на основе эффективных механизмов признания банкротства. После ужесточения монетарной политики в странах с неэффективными макропруденциальными инструментами давление на уменьшение доли заемных средств может возрасти, особенно в странах с тесными взаимосвязями банковского и государственного секторов.

В последние десятилетия наблюдался непрерывный рост балансов домохозяйств, а чистое богатство возросло в 1995–2020 гг. с 225 до 360 % ВВП, когда задолженность домохозяйств прошла две фазы [17]:

<sup>1</sup> Gaspar M., Medas P., Perrelli R. Global Debt Reaches a Record \$226 Trillion. Режим доступа: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/12/15/blog-global-debt-reaches-a-record-226-trillion> (дата обращения: 23.02.2024).

- 1) в развитых странах леверидж домохозяйств постоянно рос до глобального кризиса 2007–2008 гг., а долги в основном возникали в сфере ипотеки, что обусловило вместе с обязательствами рост активов;
- 2) в 2009–2019 гг. долг домохозяйств и активы жилья по отношению к доходу постепенно снижались, однако в 2020 г. долг домохозяйств резко возрос вследствие рецессии, что сопровождалось существенным ростом финансовых активов.

В перспективе чистое богатство вновь может сократиться, поскольку поддержка правительств прекратилась, а ужесточение финансовых условий увеличивает стоимость обслуживания долга и обуславливает снижение цен на активы. В период пандемии изменение задолженности домохозяйств различалось по странам. Так, Южно-Африканская Республика и Китай показали самый обширный и большой рост коэффициентов долга (4,5 и 5,7 % соответственно), при этом в Китае у беднейших домохозяйств наблюдался больший рост долга.

Балансы компаний получили большую поддержку ликвидности в период пандемии за счет мораториев на погашение долга, кредитных гарантий и новых кредитов, что предотвратило масштабные банкротства, потери производства и занятости, особенно среди сектора малых и средних предприятий (далее – МСП). Самые большие потери ликвидности наблюдались в автомобилестроении, транспорте, секторе потребительских услуг. Такие сектора, как производство программного обеспечения, полупроводников, услуг в сфере информационных технологий, фармацевтика, напротив, выиграли от пандемии. В этом состоит основное отличие от глобального кризиса 2007–2008 гг., когда пострадали все отрасли и сектора. Более того, существенная доля прироста долга в период пандемии была покрыта государственными гарантиями (особенно масштабными они были в развитых странах с обширным фискальным пространством), что существенно снизило риск влияния бедствий корпораций на финансовую систему.

Рост долга не обязательно наносит вред, поскольку перегруженная долгами компания может быть высокоприбыльной и иметь большие активы, однако в период последнего кризиса у многих компаний существенно снизилась прибыльность (до беспрецедентного уровня начиная с кризиса 2008 г.) и ослабились возможности осуществлять процентные платежи по долгу. Одна группа исследователей указывает на то, что убыточные фирмы с низкой ликвидностью и долгами в наибольшей степени подвергаются переоценке активов, а также прекращению государственной поддержки, однако Б. Альбукерке, эксперт Банка Англии, отмечал, что такие фирмы чаще недоинвестируют [4; 5]. Даже через полтора года после начала пандемии доля таких убыточных компаний все еще была выше, чем в период предыдущего кризиса, однако она снизилась по сравнению с ситуацией на конец 2020 г.

Чтобы понять значение указанных тезисов для макроэкономической ситуации, необходимо рассмотреть долю уязвимых компаний в разрезе секторов в контексте их вклада в ВВП (добавленную стоимость) стран в 2020 г. В наиболее пострадавшем секторе потребительских услуг (включающем образование и туризм) создавалось 10 % создаваемой добавленной стоимости, и в нем было сосредоточено 30 % уязвимых компаний. В целом на максимально затронутые пандемией отрасли приходилось 25 % рабочей силы и 18 % добавленной стоимости.

## **ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ЦИКЛ И ЕГО ВЗАИМОСВЯЗЬ С ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКОЙ**

Рост долговой нагрузки в 2020 г. стал временным шоком, существенно увеличив долю частного долга по отношению к ВВП, но в перспективе это может оказывать отрицательное воздействие на инвестиции и потребление. Современная литература наглядно демонстрирует последствия наращивания левериджа для экономического роста. Так, например, А. Миан, А. Суфи и Е. Вернер отмечали, что обычно принято завышать прогнозы ВВП в конце цикла накопления долгов домохозяйств [6]. Вслед за чрезмерным увеличением отношения частного долга к ВВП (так называемый «избыточный кредит», рассчитываемый в среднем за три года в соответствии с методикой Дж. Гамильтона) наблюдается замедление роста производства, тогда как домохозяйства и компании сокращают долг (это отчасти отражено в исследованиях Т. Джорда) [7; 8]. Эмпирический анализ, проведенный Международным валютным фондом (далее – МВФ) по данным 27 развитых и 16 развивающихся стран за период 1969–2020 гг., показал, что изменение доли избыточного кредита в ВВП на 1 % ведет через пять лет к устойчивому уменьшению частного потребления на 0,5 % в развитых странах и на 2 % – в развивающихся [17]. Аналогична реакция инвестиций: после избыточного кредитования корпораций они снижаются больше в группе развивающихся стран.

Избыточное кредитование вряд ли способно спровоцировать рецессию: в Соединенных Штатах Америки (далее – США) лишь 15 % эпизодов избыточного кредитования сопровождалось рецессиями. Аналогичный анализ, проведенный Дж. Делл’Аричча, показал, что около 2/3 кредитных бумов привело к замедлению роста, а не закончилось спадом [9]. Между тем воздействие долгов на экономический рост может быть сильнее в странах с ограниченными фискальными возможностями, неэффективным режимом банкротства и высокой инфляцией.

Рост задолженности в период пандемии сопровождался значительным ростом государственного долга, увеличившегося только в 2020 г. на 15 %. Избыточный кредит и последующее снижение доли заемных средств негативно отразятся на объемах производства в тех странах, где делаются попытки смягчения этого воздействия за счет государственных расходов, то есть там, где фискальное пространство ограничено. Фискальное пространство нельзя просто оценить по показателю отношения государственного долга к ВВП, поскольку для разных стран могут быть характерны разные уровни бюджетного дефицита и долга [9].

## ВОЗМОЖНОСТИ ПРОТИВОДЕЙСТВИЯ РОСТУ ДОЛГОВОЙ УЯЗВИМОСТИ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

В последние годы финансовые условия на международных рынках ухудшаются, что делает положение развивающихся стран более уязвимым. За годы после глобального кризиса 2008–2009 гг. внешние финансовые условия многих развивающихся стран ухудшились, причем весьма серьезно – после пандемии. Оценка МВФ, сделанная в середине 2022 г., показала, что 55 % стран, отвечающих критериям Программы сокращения бедности и роста (от англ. Poverty Reduction and Growth Trust, PRGT), имеют высокий риск или уже находятся в долговом кризисе (в 2015 г. таких стран было 30 %), большая часть развивающихся стран либо близки к долговому кризису, либо уже находятся в состоянии него (в Программе PRGT участвуют 69 стран, среди которых 30 имеют высокий риск долгового кризиса, а 8 – уже находятся в нем).

Долговой кризис пришел в эти страны по ряду причин:

- 1) ужесточение монетарной политики США и шестикратный рост доходности десятилетних казначейских облигаций США в 2020–2022 гг.;
- 2) с учетом глобального доминирования доллара рост его курса по отношению к валютам развивающихся стран угрожает их платежным балансам и увеличивает стоимость их долговых обязательств, номинированных в долл. США, а также расходов по обслуживанию этих обязательств;
- 3) рост цен на продовольственное и сельскохозяйственное сырье усиливает глобальное инфляционное давление, что негативно сказывается на импортерах сырья из развивающихся стран (остается значительная степень неопределенности, как затягивание конфликта повлияет на динамику этих цен);
- 4) после пандемии в ряде стран осталось высокое долговое бремя, проблема которого так и не решена.

Комбинация этих факторов возобновила чистый отрицательный приток капитала из развивающихся стран с сентября 2021 г., затормозив его чистый приток. Отметим, что ключевой особенностью восстановления мировой экономики с конца 2020 г. стал рост притока прямых иностранных инвестиций (далее – ПИИ), тогда как чистые портфельные инвестиции оставались неустойчивыми на протяжении 2021 г. [18]. В связи с ухудшением глобальных финансовых условий с сентября 2021 г. чистый поток капитала в развивающиеся страны вновь стал отрицательным, составив 52,3 млрд долл. США. В начале 2022 г. сложилась обратная тенденция, обусловленная существенным ростом притока ПИИ в экономику развивающихся стран.

Следует отметить, что указанные тенденции неравномерно проявляются в разных регионах, что зависит как от динамики чистых иностранных обязательств, так и от роста активов ключевых развивающихся стран за рубежом. Речь идет главным образом о Китае, где в 2020–2021 гг. наблюдался масштабный отток капитала по разделу платежного баланса «Прочие инвестиции». В странах Юго-Восточной Азии в 2021 г. чистый приток капитала был максимален в основном за счет высокого уровня привлеченных ПИИ. Остальные регионы в рассматриваемый период характеризовались большей волатильностью и разной динамикой чистых потоков капитала.

В целом перспективы развивающихся стран остаются сдержанными. Согласно выводам, полученным Дж. Витли, бегство развивающихся стран к качеству росло на протяжении 2022 г. и достигло уровней до начала пандемии, что подтверждается динамикой важного индикатора финансовых бедствий и рисков – спредов по государственным облигациям, которые с третьего квартала 2021 г. до середины 2022 г.

резко увеличились в группе развивающихся стран, особенно когда Федеральная резервная служба США установила высокие процентные ставки с целью преодоления инфляции<sup>2</sup>.

Пограничные экономики, уже страдавшие от высокой внешней уязвимости и сильных ограничений платежного баланса, в большей степени пострадали от ухудшения глобальных финансовых условий. Однако, по оценке П. Каррэна, в развивающихся странах с рейтингами инвестиционного уровня и более ликвидными и крупными рынками спреда по государственным облигациям были сравнительно ограниченными<sup>3</sup>.

В настоящее время ситуация изменяется, поскольку спреда по облигациям таких крупных стран, как Бразилия, растут. Однако не все страны выпускают государственные облигации, поэтому важно использовать и другие критерии устойчивости долговой нагрузки, МВФ, позволяющие классифицировать развивающиеся страны следующим образом (табл. 1).

Таблица 1

**Развивающиеся страны, классифицированные по уровню долговой нагрузки**

Группа развивающихся стран по уровню дохода	Находятся в состоянии дефолта	Реструктуризация суверенного долга	Доходность облигаций близка или выше 10 % относительно 10-летних казначейских векселей США	Оценки устойчивости долга МВФ для стран, отвечающих требованиям PRGT
Низкий доход	Замбия	Чад, Эфиопия, Мозамбик	Уганда, Замбия	Афганистан, Чад, Эфиопия, Гвинея-Биссау, Мозамбик, Сомали, Южный Судан
Доход ниже среднего	Ливан, Шри-Ланка	–	Египет, Пакистан	Камерун, Джибути, Гаити, Лаос, Папуа-Новая Гвинея, Таджикистан, Зимбабве
Доход выше среднего	Суринам	–	–	Доминика, Гренада, Мальдивы, Тонга, Тувалу
Прочие страны	Венесуэла	–	–	–

Примечание: «Оценки устойчивости долга МВФ для стран, отвечающих требованиям PRGT» – находятся в состоянии долгового кризиса или имеют высокий риск наступления долгового кризиса

Составлено автором по материалам источника [19]

Повышенная долговая нагрузка и ее усиленный рост способствовали девальвации национальных валют многих развивающихся стран в первые кварталы 2022 г. (табл. 2).

Таблица 2

**Обесценение номинального обменного курса национальных валют некоторых стран относительно доллара США в первой половине 2022 г.**

Страна	Обесценение, %	Страна	Обесценение, %	Страна	Обесценение, %
Шри-Ланка	77,8	Судан	29,7	Египет	19,8
Лаос	34,4	Малави	25,4	Пакистан	17,5
Гана	32,1	Аргентина	23,1	Сьерра-Леоне	17,3
Турция	31,4	Южный Судан	20,3	Гаити	15,6

Составлено автором по материалам источника [19]

<sup>2</sup>Wheatley J. Emerging markets hit by record streaks of withdrawals by foreign investors. Режим доступа: <https://www.ft.com/content/35969b19-86db-4197-a419-b4a761094e9a> (дата обращения: 23.02.2024).

<sup>3</sup>Curran P. EM credit sell-off unlocks pockets of value, but more pain could be in store. Sovereign analysis. Режим доступа: <https://tellimer.com/article/em-credit-sell-off-unlocks-pockets-of-value-b> (дата обращения: 23.02.2024).

К росту стоимости долга развивающихся стран при девальвации их валют приводит то, что их долг и суверенные облигации номинированы в иностранных валютах, в основном в долл. США. Валюты 90 стран девальвировали по отношению к доллару, причем у трети из этих стран наблюдалась девальвация, превысившая 10 %. Те страны, где она была незначительной, как правило, либо экспортировали сырье, либо проводили грамотную денежно-кредитную политику.

Рост процентных ставок в развитых странах, девальвация валют и инфляция существенно сократили пространство для органов монетарной политики развивающихся стран. Многие развивающиеся страны также повысили ставки в 2021–2022 гг., что стало существенным ограничением для постпандемического восстановления экономики. Жесткая монетарная политика Федеральной резервной службы США приводит к тому, что инфляция из США «уходит» в развивающиеся страны через каналы платежного баланса и девальвацию их валют, а рост мировых цен на сырье лишь усугубляет негативную динамику. В этих условиях развивающиеся страны сталкиваются с необходимостью пролонгации цикла жесткой монетарной политики (как в части срока, так и в части продолжения повышения ставок). Опыт многих развивающихся стран подтверждает, что высокая внутренняя инфляция ведет к тому, что директивная ставка становится отрицательной, что требует нового ужесточения монетарной политики.

Такой подход основан на опасениях органов денежно-кредитной политики по поводу того, что инфляционные ожидания могут не закрепиться и что будет раскручиваться спираль заработной платы и цен. Процентные ставки повышаются даже в условиях отсутствия признаков раскручивания такой спирали и наступления рецессии в экономике. Таким образом, речь идет о довольно грубом использовании инструментов монетарной политики с целью сдерживания инфляции.

Ужесточение монетарной политики в США и глобальных финансовых условий еще больше подвергает снизившуюся устойчивость долга многих развивающихся стран, что просматривается при анализе эволюции двух показателей:

1) отношение внешнего долга к экспорту, оценивающее платежеспособность в масштабах страны (за счет экспортных доходов погашается внешний долг) – за период с 2010 г. по 2020 г. этот индикатор увеличился в мире на 159 %, а в 2021 г. упал, причем страны с низкими доходами столкнулись с наибольшими ограничениями (объем их экспортных доходов был в два раза меньше объемов их внешнего долга), способность стран со средним доходом к обслуживанию внешнего долга также снизилась;

2) отношение расходов на обслуживание государственного долга к государственным доходам отражает возможность правительства к непрерывному обслуживанию государственного (не общего) внешнего долга – для обслуживания обязательств государства по внешнему долгу требовалось наращивание государственных доходов, поскольку в 2010–2020 гг. в большинстве развивающихся стран затраты на обслуживание внешнего долга существенно превысили 20 % государственных доходов этих стран.

Пандемия и начало проведения специальной военной операции (далее – СВО) на территории Украины значительно ухудшили глобальные финансовые условия и усилили бюджетные дефициты развивающихся стран, столкнувшихся с риском дефолта. Вместе с тем мы согласны с мнением экспертов Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию (ЮНКТАД) о том, что данная ситуация отличается от долговых кризисов, которые были характерны для развивающихся стран три–четыре десятилетия назад [19].

## ОЦЕНКА ДИНАМИКИ ГЛОБАЛЬНОГО ВНЕШНЕГО ДОЛГА

Если в целом рассматривать динамику внешнего долга в мире, то следует отметить, что в период пандемии наблюдался рекордный рост государственного долга во всех группах стран, при этом макроэкономическая стабильность наиболее уязвимых и беднейших стран была подорвана. Эскалация напряженности вследствие начала проведения СВО стала риском дальнейшего ужесточения финансовых условий в мире, снижения темпов роста, повышения инфляции и роста нагрузки на государственные бюджеты, что повлечет ряд негативных последствий для стран с высокой долговой нагрузкой [20].

Для понимания характера долговой нагрузки современной мировой экономики отметим, что по международной методологии совокупный внешний долг страны классифицируется следующим образом (табл. 3).

Таблица 3

**Компоненты в структуре общего внешнего долга страны**

Компонент	Что входит в компонент?
Государственный (включая гарантированный государством) внешний долг	Долгосрочные внешние обязательства всех государственных должников (правительства и государственных предприятий)
Частный негарантированный долг	Долгосрочные внешние обязательства частных должников, не гарантируемые государством
Краткосрочная задолженность	Задолженность со сроком погашения до года, не покрываемая требованиями отчетности DRS
Прочие формы потоков капитала	Притоки капитала в форме портфельных и прямых иностранных инвестиций. В 2010–2021 гг. приток капитала в 121 развивающуюся страну составил 6,9 трлн долл. США (54 % совокупного чистого притока, включая вместе взятые долг и собственный капитал). В 2021 г. чистый приток капитала возрос на 31 % до 687 млрд долл. США, что является максимумом с 2010 г. и составляет 55 % совокупного притока. Инвестиции в акционерный капитал в виде ПИИ не включают кредитный компонент, отражаемый в статистике частного негарантированного долга в качестве внутригруппового кредитования

Составлено автором по материалам исследования

В 2021 г. произошел рост совокупного внешнего долга в мире на 5,6 % до 9 трлн долл. США (на начало 2022 г.), однако отношение внешнего долга к валовому национальному доходу (далее – ВНД) снизилось на 3 %, составив для стран со средним и низким уровнем дохода 26 %. Отношение долга к ВНД вернулось к уровню 2019 г., однако это было вызвано не сокращением долга, а возобновлением роста ВНД. Для многих развивающихся стран данное отношение оставалось высоким после периода 2010–2020 гг., характеризовавшегося быстрым накоплением долга.

Указанный тренд в наибольшей степени актуален для беднейших стран, претендующих на кредитование со стороны Международной ассоциации развития (далее – МАР), где отношение долга к ВНД в 2010–2021 гг. увеличилось с 20 до 36,2 %. При этом половина прироста внешнего долга в указанных странах пришлось на краткосрочный долг, хотя его доля по-прежнему составляла лишь 27 % от совокупного внешнего долга. Приращение краткосрочного долга нестабильно и по мере изменения объемов импорта отражает преимущественно колебания спроса на торговое кредитование. По данным Всемирного банка, доля частного кредитования в структуре государственного внешнего долга развивающихся стран продолжала возрастать в 2010–2021 гг. с 46 до 61 % [21].

В 2021 г., по мере ослабления пандемии и начавшегося восстановления мировой экономики, повсеместно в развивающихся стран отношение внешнего долга к ВНД снижалось. В странах со средним и низким уровнем дохода такое снижение следует рассматривать как результат роста долларовой стоимости ВНД в 2020–2021 гг. с 29,9 до 35,1 трлн долл. США (в эту группу входит Китай). Самый большой рост долга за десятилетие, предшествующее пандемии, наблюдалось в наиболее уязвимых странах с низким уровнем доходов (табл. 4). Обязательства государств, претендующих на кредиты МАР, перед кредиторами, не входящими в Парижский клуб, в структуре совокупных обязательств перед двусторонними кредиторами возросли в 2010–2021 гг. с 42 до 68 % [21].

Таблица 4

**Отношение внешнего долга к ВНД по группам стран в 2010 г., 2019–2021 гг.**

Группа стран	2010 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Страны со средним и низким уровнем дохода	21,4	26,3	28,5	25,7
(за исключением Китая)	25,6	36,1	40,5	36,3
Классификация по доходам				
Страны с низким доходом	17,1	48,5	52,5	48,5

Группа стран	2010 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Страны со средним уровнем дохода	21,6	26,0	28,2	25,4
Классификация кредитования				
Страны, соответствующие требованиям МАР	20,0	32,8	36,8	36,2
Страны, получающие кредиты у МБРР	21,6	25,8	27,8	24,9

Примечание: МБРР – Международный банк реконструкции и развития

Составлено по материалам источника [21]

В последние годы рынки государственного долга в беднейших странах с высокой долговой нагрузкой стали более фрагментированными. Исследователи отмечают, что структура рынков государственного долга в странах со средним и низким уровнем дохода существенно усложнилась, что отчасти отражено в исследовательском проекте, изучающем эволюцию структуры рынков долга с 1970-х гг. с акцентом на страны в рамках инициативы НПС (наиболее обремененных долгами беднейших стран) [10]. Научный интерес к этой группе стран возрастает в связи с тем, что в них риск долгового кризиса наиболее высок и его ликвидация – ключевой фактор устойчивого развития и сокращения бедности, как это указывают профильные эксперты последних лет [11].

Вместе с тем отмечается, что в последние годы новым кредитором стран группы НПС стал Китай, но и без него база кредиторов становилась все более рассредоточенной, что, по мнению экспертов, способствует большей диверсификации и международному распределению рисков [12; 13]. Однако теория государственного долга свидетельствует о том, что в периоды кризисов рост числа кредиторов усложняет действия по распределению бремени между отдельными кредиторами, что сделает процессы реструктуризации более дорогостоящими и длительными [14].

## СОВРЕМЕННЫЕ ВЫЗОВЫ ДЛЯ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

При разработке инструментария монетарной политики следует принимать во внимание, что в период пандемии вырос долг наиболее уязвимых корпораций (низкая прибыльность и ликвидность, высокая доля заемных средств), то есть работающих в секторах, связанных с интенсивным контактированием. Рост долгов домохозяйств был более скромным, охватив в основном домохозяйства с низкими доходами (однако различия между странами были велики как по долгам корпораций, так и по долгам домохозяйств). Кроме того, в перспективе частный долг будет сдерживать рост ВВП, однако сильнее там, где большие долги накоплены у наиболее уязвимых компаний и домохозяйств.

В целом большая часть развивающихся стран испытывают серьезную подверженность современному долговому кризису, и на международном уровне необходимы безотлагательные меры по улучшению финансового положения этих стран, в частности связанные с помощью развития, а также с эффективным использованием специальных прав заимствования (далее – СПЗ). Так, объем производства составил в 2021 г. лишь 0,3 % ВВП стран-членов Комитета содействия развитию (далее – КСР) при целевом показателе в 0,7 %. Oxfam International отмечает, что неспособность членов КСР к выполнению своих обязательств привела за последние пять десятилетий к росту долга развивающихся стран до 5,7 трлн долл. США<sup>4</sup>. Для наименее развитых стран снижается доля безвозмездного финансирования, тогда как в странах-донорах растут расходы на беженцев<sup>5</sup>. Что касается СДР, то, по оценкам исследователей [15], 70 развивающихся стран использовали СПЗ в своих фискальных целях, но этого недостаточно.

Пандемия неоднозначно воздействовала на балансы компаний и домохозяйств разных отраслей, а с началом СВО еще больше нарушилась международная торговля. Риск затягивания конфликта делает бедные домохозяйства и многие отрасли промышленности развивающихся стран еще более уязвимыми, особенно учитывая волатильность мировых цен на энергетическое и продовольственное сырье. МВФ дает оценку, что недавний рост левиреджа замедлит восстановление в размере 0,9 % ВВП для развитых стран и 1,3 % – для развивающихся [17]. Однако воздействие на уязвимые компании и домохозяйства будет гораздо большим.

<sup>4</sup> OXFAM. 50 years of Broken Promises: The \$5.7 trillion debt owed to the poorest people. Режим доступа: <https://policy-practice.oxfam.org/resources/50-years-of-broken-promises-the-57-trillion-debt-owed-to-the-poorest-people-621080/> (дата обращения: 23.02.2024).

<sup>5</sup> Eurodad. An assessment of ODA in 2021: Rise in overseas aid still fails to meet needs of global crises. Режим доступа: [https://www.eurodad.org/oda\\_assessment\\_2021](https://www.eurodad.org/oda_assessment_2021) (дата обращения: 23.02.2024).

По мере нормализации монетарной политики, в условиях роста инфляции и в целях избежания серьезных сбоев правительства должны скорректировать бюджетную консолидацию, исходя из специфики страны. Там, где восстановление идет нормально и балансы не нарушены, можно быстрее сократить фискальную поддержку. Там, где есть риски банкротств, правительства вместо ликвидации могут прибегнуть к реструктуризации или поддержке платежеспособности. Можно облегчить бремя долга путем «квaziинъекций» капитала для МСП (посредством, например, займов на участие в прибылях) стран с нормальным фискальным пространством. Для уменьшения нагрузки на государственный бюджет, как указывает П. Гуринча, можно временно повысить налоги на сверхприбыль [16]. Кроме того, необходимо продолжать совершенствование механизмов несостоятельности и реструктуризации, чтобы перераспределять капитал в пользу продуктивных компаний, рассматривать наиболее эффективные программы реструктуризации, устранять долговую предвзятость в личном и корпоративном налогообложении, чтобы избежать стимулирования наращивания долгов.

Точечные и разовые меры по снижению долгового бремени являются краткосрочными и не учитывают системный характер проблем задолженности развивающихся стран. В связи с этим Всемирным банком предлагаются совершенствование многостороннего регулирования для решения проблемы долгового кризиса, обсуждение приемлемости долга с учетом целей социально-экономического (в том числе устойчивого) развития и решения проблем декарбонизации, достижение прозрачности статистики о задолженности развивающихся стран [22].

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

К повышению долговой нагрузки мировой экономики в последние годы привело ухудшение условий заимствования на глобальных финансовых рынках, которое фактически стало хроническим. Жесткая монетарная политика, глобальное доминирование доллара и высокие мировые цены на сырье сделали многие страны в большей степени финансово уязвимыми, чем ранее. Повышенная долговая нагрузка стала важным фактором девальвации валют ряда развивающихся стран, сократив количество возможностей устойчивого социально-экономического развития. Помимо роста частного долга, многие развивающиеся страны продемонстрировали рекордно высокие уровни задолженности в целом (включая государственный долг), что подорвало их макроэкономическую стабильность.

Мы отмечаем усложнение структуры рынков государственного долга многих стран. Настоящее исследование показало, что перспективная монетарная политика должна первостепенно учитывать задолженность уязвимых корпораций и предусматривать меры бюджетной консолидации и фискальной поддержки, а также совершенствование механизмов регулирования несостоятельности и реструктуризации.

## Список литературы/References

1. *Kaplan G., Moll B., Violante G.L.* Monetary Policy According to HANK. *American Economic Review*. 2018;3(108):697–743. <https://doi.org/10.1257/aer.20160042>
2. *Drehman M., Juselius M., Korinek A.* Accounting for Debt Service: The Painful Legacy of Credit Booms. Helsinki; 2017. 53 p.
3. *Tobin J.* Asset Accumulation and Economic Activity: Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory. Oxford, UK: Basil Blackwell; 1980. 99 p.
4. *Ding W., Levine R., Lin C., Xie W.* Corporate Immunity to the COVID-19 Pandemic. *Journal of Financial Economics*. 2021;2(141):802–830. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>
5. *Albuquerque B.* Corporate Debt Booms, Financial Constraints and the Investment Nexus. London: Bank of England; 2021.
6. *Mian A., Sufi A., Verner E.* Household Debt and Business Cycles Worldwide. *Quarterly Journal of Economics*. 2017;4(132):1755–1817. <https://doi.org/10.1093/qje/qjx017>
7. *Hamilton J.D.* Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter. *Review of Economics and Statistics*. 2018;5(100):831–843. [https://doi.org/10.1162/rest\\_a\\_00706](https://doi.org/10.1162/rest_a_00706)
8. *Jorda T.* Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections. *American Economic Review*. 2005;1(95):161–182. <https://doi.org/10.1257/0002828053828518>
9. *Dell'Ariccia G., Igan D., Laeven L., Tong H.* Credit Booms and Macrofinancial Stability. *Economic Policy*. 2016;31(86):299–355.
10. *Gelpern A., Horn S., Morris S., Parks B., Trebesch C.* How China Lends: A Rare Look into 100 Debt Contracts with Foreign Governments. Washington, DC: Center for Economic and Policy Research; 2021. 85 p.
11. *Farah Yacoub J.P., Graf von Luckner C., Ramalho R., Reinhart C.* The Social Costs of Sovereign Default. Washington, DC: World Bank; 2022. 47 p.

12. Broner F., Didier T., Schmuckler S., Von Goetz P. Bilateral International Investments: The Big Sur? Washington, DC: World Bank; 2020. 39 p.
13. Callen M., Imbs J., Mauro P. Pooling Risk among Countries. *Journal of International Economics*. 2015;1(96):88–99.
14. Krueger A.O. A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. Washington, DC: International Monetary Fund; 2002. 40 p.
15. Arauz A., Cashman K., Merling L. Special Drawing Rights: The Right Tool to Use to Respond to the Pandemic and Other Challenges. Washington, DC: Center for Economic and Policy Research; 2022. 66 p.
16. Gourinchas P.-O., Kalemlı-Özcan S., Penciakova V., Sander N. COVID-19 and SMEs: A 2021 Time Bomb? Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research 2021. 8 p.
17. *International Monetary Fund*. World Economic Outlook 2022: War Sets Back the Global Recovery. Washington, DC; 2022. 178 p.
18. UNCTAD. Trade and Development Report 2021: From Recovering to Resilience: The Development Dimension. N.Y. & Geneva: UN, UNCTAD; 2021. 165 p.
19. UNCTAD. Trade and Development Report 2022: Development prospects in a fractured world: Global disorder and regional responses. N.Y. & Geneva: UN, UNCTAD; 2022. 70 p.
20. *International Monetary Fund*. Making Debt Work for Development and Macroeconomic Stability. Press Release, No. DC2022-0003, Development Committee. Washington, DC; 2022. 28 p.
21. *World Bank*. International Debt Report: Updated International Debt Statistics. Washington, DC: The World Bank; 2022. 186 p.
22. *World Bank*. Debt Transparency in Developing Economies. Washington, DC: International Bank for Reconstruction and Development; 2021. 123 p.