

© 2020

Владимир Андрианов

доктор экономических наук, профессор Московского университета
имени М.В. Ломоносова (г. Москва)
(e-mail: andrianov_vd@mail.ru)

МИРОВЫЕ СИСТЕМНЫЕ ДИСБАЛАНСЫ: ДИСБАЛАНС МЕЖДУ ОБЪЁМОМ МИРОВОГО ВВП И РАЗМЕРОМ ГЛОБАЛЬНОГО ДОЛГА

В статье рассматриваются размеры и динамика роста мирового ВВП, исследуется структура глобального долга, в том числе отмечаются серьезные риски роста глобального долга для стабильности экономики отдельных стран, мировой и финансовой системы и мировой экономики в целом.

Ключевые слова: валовый внутренний продукт, глобальный долг, корпоративный долг, государственный долг, банковский долг, задолженность домохозяйств.

DOI: 10.31857/S020736760012971-7

Нынешний глобальный финансово-экономический кризис еще раз подтвердил несостоятельность на современном этапе экономических теорий монетаризма и кейнсианства, которые долгое время считались мейнстримом в западной экономической науке.

Монетаристы, в частности, считают, что априори рынки конкурентны и сама рыночная система в случае нарушения устойчивости в состоянии автоматически достигать макроэкономического равновесия. Однако на практике это оказывается не так. Мировой финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. начался с краха рынка ипотечного кредитования в США, вызванного агрессивной кредитной политикой крупнейших участников рынка, в том числе структур «теневого» банкинга.

В разгар финансового кризиса практически все ведущие промышленно развитые страны вынуждены были перейти на «ручное» управление экономикой, в лучших традициях классического дирижизма. Без активной политики количественного смягчения, существенных государственных вливаний денежных средств в экономику, перевода корпоративного долга в государственный и национализации обанкротившихся финансовых институтов большинство стран были бы обречены на финансовый коллапс и суверенный дефолт. Мировые регуляторы, стараясь запустить экономический рост, напечатали огромное количество денег, но даже такая масштабная эмиссия не привела к ожидаемому эффекту.

Беспрецедентное вмешательство государства в экономические процессы, к которому всегда призывали сторонники кейнсианства, в данной ситуации не способствовало экономическому росту, а лишь усугубило финансовые проблемы как в отдельных странах, так и в глобальной экономике.

Антикризисные программы ведущих промышленно развитых стран, финансируемые в основном из государственных бюджетов, не смогли преодолеть стагнацию, а многие проблемы, особенно в сфере государственных финансов и в банковской сфере, обострились и стали основными причинами нового глобального финансового-экономического кризиса, который начался в 2020 г. Поэтому можно констатировать, что причины нового суперкризиса мировой экономики – не пандемия коронавируса и падение цен на нефть, а системные финансовые и социально-экономические дисбалансы.

В настоящее время, основными угрозами для углубления кризиса мировой экономики и экономики отдельных стран являются **углубляющиеся системные дисбалансы в глобальной экономике и мировой финансовой системе**, к которым в первую очередь следует отнести:

- дисбаланс между объёмом мирового ВВП и размером глобального долга, а также темпами их роста;
- дисбаланс между уровнем капитализации мирового фондового рынка и объемом небиржевых производных финансовых инструментов;
- дисбаланс между стоимостью активов традиционной банковской системы и масштабами «теневого» банкинга;
- дисбаланс между ростом благосостояния богатых граждан и высоким уровнем бедности большей части населения во многих странах мира.

Анализ параметров указанных дисбалансов позволяет говорить о том, что мировая экономика и мировая финансовая система погружаются в самый глубочайший кризис, который по всем параметрам и последствиям будет превосходить великую депрессию прошлого века.

Глобальный долг и динамика роста мирового ВВП

Глобальный долг становится реальным тормозом для преодоления кризисных явлений и дальнейшего восстановления и роста мировой экономики, препятствует достижению целей и задач повестки дня ООН в области устойчивого развития до 2030 г.¹

Глобальный долг является основным фактором, влияющим на мировую финансовую стабильность, и может стать триггерным механизмом углубления нового мирового финансово-экономического кризиса.

Жизнь в долг стала характерным явлением для многих стран мира, что в свою очередь является последствием реализации концепции построения общества потребления и формирования соответствующей системы ценностей и жизненных установок для большинства западных стран. В современном

¹ Преобразование нашего мира: повестка дня в области устойчивого развития на период до 2030 г., была принята ООН в сентябре 2015 г. Документ содержит 17 целей, направленных на ликвидацию нищеты, сохранение ресурсов планеты и рост благосостояния граждан и др. В свою очередь каждая из целей содержит 169 конкретных задач, которые должны быть решены до 2030 г.

мире в долг живут не только отдельные граждане, но и крупные корпорации, банки и целые государства, что ведет к росту совокупного мирового долга, темпы роста которого опережают рост реальной экономики.

За период с 2002 г. по 2019 г. основной макроэкономический индикатор – **мировой ВВП** в физическом выражении увеличился с 34,7 трлн долларов до 87,3 трлн долларов. Рост увеличился в 2,5 раза.

Таблица 1

Динамика роста мирового ВВП (млрд долл.)

Годы	Размер
2002	34.720
2003	38.982
2004	43.876
2005	47.548
2006	51.496
2007	58.118
2008	63.752
2009	60.393
2010	66.025
2011	73.244
2012	74.639
2013	76.769
2014	78.852
2015	74.689
2016	75.734
2017	80.144
2018	84.740
2019	87.265

Источник: International Financial Statistics (IFS), за соответствующие годы.

За тот же период динамика увеличения размеров мирового долга характеризовалась следующими данными: 2000 г. – 87 трлн долл.; 2002 г. – 86 трлн долл.; 2007 г. – 149 трлн долл.; 2012 г. – 205 трлн долл.; 2017 г. – 223 трлн долл.; 2018 г. – 247 трлн долл.; в 2019 г. – 253 трлн долл.²

Таким образом рост глобального долга в абсолютных размерах с начала текущего столетия увеличился почти в 3 раза.

² Global Debt Monitor, Institute of International Finance, IIF, Washington, DC – June 2018, June 2019, Global Debt Monitor – аналитическое издание Института международных финансов, которое представляет собой международную ассоциацию объединяющую более 500 участников финансовых рынков. Ежегодный обзор состояния мирового долга охватывает 70 стран мира.

При этом следует отметить, что для анализа стабильности мировой экономики важен **не столько показатель абсолютной величины глобального долга, а сколько показатель его соотношения с мировым ВВП**. За период с 2000 по 2019 гг. отношение глобального долга к мировому ВВП возросло почти в полтора раза – с 246% до 322%.

Одной из причин стремительного роста глобального долга являются сверхнизкие процентные ставки, которые установили денежные власти ведущих промышленно развитых стран для стимулирования экономического роста после мирового кризиса 2008 – 2009 гг.

Американская ФРС, ЕЦБ и многие другие центральные банки ведущих стран мира начали играть на понижение ставок с конца 2008 г. в период разгара мирового финансово-экономического кризиса с целью преодолеть стагнацию и поддержать выход национальных экономик на траекторию роста.

В результате кредитная активность на потребительском рынке, на рынке недвижимости, долговое финансирование экономики, увеличение кредитования реального сектора экономики и банковской сферы в отдельных странах привели к резкому росту как национального, так и глобального долга. Значительный размер мирового долга и затраты на его обслуживание оказывают негативное влияние на динамику роста глобальной экономики, мировое благосостояние и финансовую стабильность в мире, генерируя риски углубления нового финансово-экономического кризиса, начавшегося в 2020 г.

Структура глобального долга

С начала текущего столетия структура мирового долга принципиально не менялась. В 2000 г. в структуре мирового долга большая часть приходилась на корпоративный долг – 26 трлн долл. (29,9%), на государственный долг – 22 трлн долл. (25,3%), на долги банков – 20 трлн долл. (20,3%) и на задолженность домохозяйств – 19 трлн долл. (21,8%)³.

При этом постепенно менялась динамика роста составных элементов структуры мирового долга. **Если в предкризисный период и во время мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. долг увеличивался в основном за счет заимствований финансового сектора и домашних хозяйств, то после кризиса более быстрыми темпами росла государственная и корпоративная задолженность.**

В результате в 2018 г. в структуре мирового долга большая часть приходилась на корпоративный долг – 73,5 трлн долл. (29,7%), на государственный долг – 66,8 трлн долл. (26,9%), на долги банков – 60,8 трлн долл. (24,6%), и на задолженность домохозяйств – 46,5 трлн долл. (18,8%).

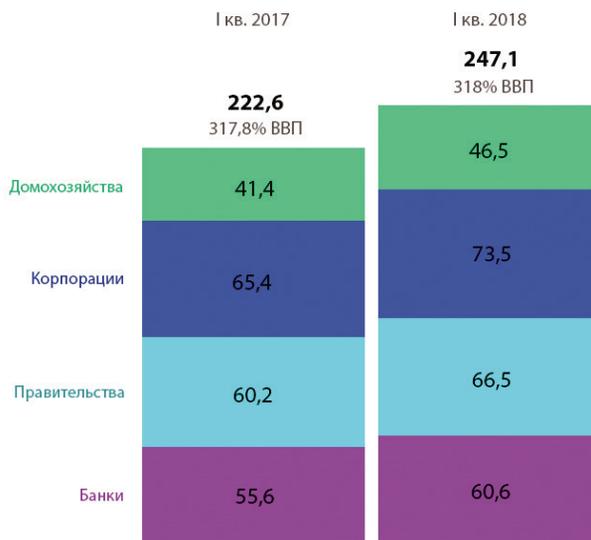
Анализ валютной структуры глобального долга показал, что по-прежнему подавляющая его часть приходится на доллар США, хотя в последние десятилетия

³ Richard Dobbs, Susan Lund, Jonathan Woetzel, and Mina Mutafchieva «Debt and (not much) deleveraging», Report McKinsey Global Institute, February, 2015. URL: <http://www.McKinney.com>.

его доля постепенно сокращалась с 89,9% в 2001 г., до 87,0% в 2013 г. и до 85,0% в 2018 г. Уменьшение мирового долга в американских долларах произошло за счет роста задолженности в китайских юанях, российских рублях и индийских рупиях.

Динамика мирового долга

\$ трлн



Источники: Institute of International Finance (IIF)

©РБК, 2018

Рис. 1. Динамика и структура мирового долга

Источник: Global Debt Monitor, Institute of International Finance, IIF, Washington, DC – June 2018. Global Debt Monitor.

Большая часть мирового долга 72% (178,3 трлн долл.) приходилась на промышленно развитые страны, остальные 28% (69 трлн долл.) – на развивающиеся государства. Самый высокий темп прироста долга за последние годы был зафиксирован в Китае и в США.

Корпоративный долг

Более трети глобального долга – корпоративная задолженность, которая с начала текущего столетия имела следующую динамику роста: 2000 г. – 26 трлн долл., 2007 г. – 38 трлн долл., 2014 г. – 56 трлн долл., 2017 г. – 65 трлн долл., 2018 г. – 74 трлн долл. Таким образом всего за период с 2000 г. по 2018 г. мировой корпоративный долг увеличился в 3 с лишним раза. При этом его доля в мировом долге сохранилась примерно на том же уровне – 29,7%. Больше половины корпоративного долга приходилось на промышленно развитые и новые индустриальные страны, в том числе – США, Китай, Великобританию, Швецию, Данию, Норвегию, Швейцарию, Канаду, Австралию, Японию, Республику Корея, Сингапур.

Корпоративный долг Китая. Однако в последние годы наиболее высокими темпами росла корпоративная задолженность в Китае, которая увеличилась с 14 трлн долл. в 2014 г. до 18 трлн долл. в 2018 г. Корпоративный долг Китая превысил аналогичный показатель США – 16 трлн долл., всех стран Еврозоны – 12,5 трлн долл. и Японии – 4,5 трлн долл.

Стремительный рост корпоративной задолженности Китая обусловлен бумом кредитования масштабных инвестиционных проектов в сфере недвижимости и в инфраструктурных отраслях КНР.

Для преодоления последствий мирового финансового-экономического кризиса 2008–2009 гг. почти всем провинциям Китая и некоторым крупным городам правительством было официально разрешено привлекать заемное финансирование на внутреннем и международном рынке капитала. При этом часть выпуска новых корпоративных облигаций осуществлялась через Министерство финансов Китая и попадало в листинг фондовых бирж. Другая, значительная часть финансирования инвестиций в реальный сектор экономики Китая осуществлялась не официальными банковскими учреждениями, а структурами «теневого» банкинга (shadow banking).

Безудержная раздача кредитов в период 2008–2010 гг. и появление **новых альтернативных вариантов заемного финансирования** в форме «теневого» банкинга привели к резкому росту корпоративной задолженности.

Следует отметить, что характерной особенностью корпоративной задолженности Китая является **высокий уровень ее концентрации** на крупных государственных предприятиях и частных компаниях, работающих на рынке недвижимости и в строительстве.

При этом значительная часть корпоративной задолженности приходилась на внутренние заимствования резидентов, номинированных в юанях.

По данным специального исследования Международного валютного фонда (МВФ), на конец 2019 г. основными должниками являлись крупные государственные предприятия, при этом почти половина корпоративного долга Китая приходилась на 50 крупных компаний базовых отраслей экономики, контрольные пакеты которых принадлежали государству.

К другой группе крупных должников относятся частные компании-девелоперы, долги которых постоянно растут, а доходы сокращаются из-за изменения конъюнктуры на рынке недвижимости.

Среди китайских фирм, специализирующихся на строительстве и девелоперской деятельности, около 80% всей корпоративной задолженности приходилось на 60 ведущих компаний, у которых в балансе соотношение долговых обязательств и активов превышало 300%.

Такая структура корпоративной задолженности Китая сложилась в результате **проведения антикризисной политики через государственные банки**, которые активно кредитовали прежде всего крупные государственные предприятия и тесно связанные с местными властями компании девелоперов.

В последние годы около 60% новых корпоративных кредитов китайские компании использовали для погашения старых долгов. В частности, в 2015 г. и 2016 г. стоимость новых крупных выпусков китайских корпоративных облигаций фактически превысила общую сумму непогашенных корпоративных облигаций.

В такой ситуации чтобы генерировать аналогичную сумму финансовых потоков требуется в четыре раза больше привлекать новые кредиты, чем это было десять лет назад.

В условиях замедления экономического роста, обострения проблемы избыточных мощностей все большее число китайских компаний, в том числе и крупнейших в стране, **испытывают трудности в обслуживании накопленных ими долговых обязательств**, вплоть до невозможности вернуть деньги кредиторам. Признаком нарастания напряженности на этом рынке стал первый в китайской практике дефолт по корпоративным облигациям. Дефолт был объявлен 14 марта 2014 г. шанхайской компанией «Chaogi», специализирующейся на производства солнечных батарей. В августе 2014 г. о неспособности обслуживать кредиты и осуществлять платежи по своим облигациям объявила еще одна китайская компания – «Huotong2», базировавшаяся в провинции Шаньси и занимавшаяся строительством дорог и мостов.

Следует отметить, что это были первые случаи, когда органы исполнительной власти Китая допустили корпоративные дефолты. Ранее эмитенты корпоративных облигаций, испытывающие трудности с обслуживанием долгов, как правило, в последний момент получали финансовую поддержку от административных структур или государственных банков.

Постепенно этот процесс стал приобретать лавинообразный характер, и в 2019 г. общий объем дефолтов по кредитам в корпоративном секторе достиг 20 млрд долл. Чтобы замедлить этот процесс государство старается разными способами приучить участников рынка, в том числе крупные госкомпании, соблюдать жесткую финансовую дисциплину.

Следует отметить, что реальную величину корпоративной задолженности Китая сложно определить, поскольку часто на этом рынке непонятно, где заканчиваются долги предприятий и начинаются долги государства.

Корпоративный долг США. По размеру корпоративной задолженности в 2020 г. США занимали второе место в мире после Китая. Объем американской корпоративной задолженности за период с 2008 г. по 2019 г. возрос на 52% и превысил 10 трлн долл., что составляло 47% ВВП страны.

По данным аналитиков из «Bank of America», на конец 2020 г. корпоративная задолженность США достигла 10,5 трлн долл. Это относится к долгу компаний, которые входят в биржевой листинг и котируются на американских фондовых рынках.

По мнению экспертов, одной из основных причин продолжающегося десятилетнего бума корпоративного долга стала растущая у зарубежных инвесторов

популярность **биржевых инвестиционных фондов (ETF – exchange-traded fund)**, акции которых торгуются на бирже.

Биржевой фонд является относительно новым видом ценных долговых бумаг, выполняющих роль сертификата на портфель акций, облигаций и др.

Структура ETF как правило повторяет структуру выбранного базового фондового индекса (Dow Jones; NYSE; S&P 500; SPY; SPDR и др.). С ценными бумагами ETF можно производить такие же операции, которые доступны для обыкновенных акций и облигаций в биржевой торговле.

Популяризации биржевых фондов способствовали маркет-мейкеры, которыми выступали обычно крупные американские и зарубежные банки, сотрудничающие с управляющими компаниями, выпускающие паи биржевых фондов и ежедневно рекламирующие их ликвидность на рынке.

К таким банкам прежде всего относятся – Goldman, Sachs & Co., Citigroup Global Markets Inc., Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated, Morgan Stanley & Co. LLC, Bank of Nova Scotia, New York Agency, Credit Suisse Securities (USA) LLC, BNP Paribas Securities Corp, Deutsche Bank Securities Inc., HSBC Securities (USA) Inc., Barclays Capital Inc., Daiwa Capital Markets America Inc. и некоторые другие⁴. Как видно в этот список входят не только американские банки, но и банки из Великобритании, Франции, Германии, Швейцарии, Японии, Канады.

По мнению экспертов, именно эти финансовые структуры являются **основными акционерами ФРС**, они же реализуют американскую денежно-кредитную политику и являются так **называемыми первичными дилерами ФРС** и играют определяющую роль на рынке корпоративных ценных бумаг.

Популярность ETF в течение последних 10 лет привела к тому, что все виды биржевых фондов торгуются на рынке более активно, чем составляющие их бумаги.

В результате в последние годы отмечалось масштабное вливание капиталов в американские фонды облигаций и биржевые фонды, в том числе от местных индивидуальных инвесторов и со стороны иностранных покупателей, что стало существенно поддержкой ликвидности американского корпоративного долгового рынка. Всего на долю иностранных инвесторов в 2020 г. приходилось примерно 27% корпоративного долга США.

Кроме корпоративного долга крупных американских компаний в последние годы отмечен рост задолженности малых, средних и семейных предприятий, не входящих в биржевой листинг и соответственно не котирующихся на фондовых рынках и крупнейших биржах США.

Общий объем задолженности таких компаний на начало 2020 г. оценивался авторитетным американским журналом «Forbes» примерно в 5,5 трлн долл.

⁴ F. William Engdahl. Follow the Real Money Behind the New Green Agenda. NEO New Eastern Outlook, 27.01.2020, URL: <https://journal-neo.org/2020/01/27/followthe-real-money-behind-the-new-green-agenda>

Таким образом, по нашим оценкам, совокупная корпоративная задолженность крупных корпораций США и предприятий малого и среднего бизнеса в конце 2020 г. достигла 16 трлн долл., что было значительно больше американского ипотечного пузыря, вызвавшего глобальный финансовый кризис в 2008 г.

Из общего объема американского корпоративного долга 99% задолженности было номинировано в долларах США и около 38% принадлежало резидентам.

Из общего долга компаний, которые официально котируются на американских фондовых биржах, 7,2 трлн долл. задолженности приходилась на компании с высоким кредитным рейтингом инвестиционного уровня в диапазоне от AAA до BBB.

Очевидно, что для кредиторов высокие инвестиционные рейтинги, американских долговых бумаг – важный фактор сохранения надежности инвестиций, поскольку, вероятно, по окончании эпидемии коронавируса, когда компании начнут вновь получать доход, соответственно восстановится их платежеспособность, и проблем с погашением задолженности не возникнет.

Однако, по оценкам кредитно-рейтингового агентства «Standard & Poor's», половина корпоративного долга США инвестиционного уровня в размере 3,6 трлн долл., приходилась на долг компаний, акции которых имели кредитный рейтинг уровня BBB.

И хотя корпоративные кредиты американских компаний, как правило, были структурированы безопаснее американских ипотечных бумаг периода начала нулевых годов текущего столетия, тем не менее у этих корпоративных акций и облигаций отмечался низкий рейтинг надежности.

Эти ценные бумаги по критерию надежности котировались в «пограничном диапазоне» с очень низким инвестиционным рейтингом, который всего на один пункт был выше «мусорного» уровня.

Кроме того, общий объем так называемых «мусорных» (бросовых) акций, облигаций (англ. junk bonds, non-investment-grade bond, speculative-grade bond, high-yield bond) с кредитным рейтингом инвестиционного уровня BA/BB и еще ниже либо вообще без рейтинга в конце 2020 г. в корпоративном долге США оценивался примерно в 1,5 трлн долл.

Следует отметить, что глобальные инвесторы охотно покупают американские бумаги с высокой доходностью и «мусорным» рейтингом из-за сверхнизких доходностей более качественных долговых инструментов⁵.

В частности, согласно исследованию «Deutsche Bank», «мусорные» облигации США за десятилетний период с 9 августа 2007 г. по 9 августа 2017 г. стали вторым по доходности финансовым активом после биржевых фондов на индекс S&P 500.

За этот период американские ценные бумаги «мусорного» инвестиционного рейтинга принесли инвесторам доход на уровне до 95%, хотя долларовые «мусорные» облигации имели более низкую доходность, чем их европейские аналоги.

⁵ <https://www.rbc.ru/money/29/08/2017/59a59e169a79470a4463823f>

В период дешевых денег годами поддерживались на плаву обремененные долгами «компаний-зомби», которые потерпели бы крах, если бы ставки заимствований были на приемлемых рыночных уровнях.

Такая ситуация на рынке высокодоходных «мусорных» корпоративных ценных бумаг в период нынешнего финансового кризиса может спровоцировать лавинообразный рост дефолтов по этим долговым инструментам.

В частности, на мировом рынке, по оценкам «Moody's», свои обязательства перед держателями долга в 2019 г. не смогли выполнить 4,5% эмитентов, имевших неинвестиционные рейтинги.

Примерно такой же уровень дефолтов у корпоративных эмитентов со спекулятивными рейтингами констатирует агентство «Standard & Poor's» (S&P), отмечая, что в 2016 г. на долговом рынке США дефолт не смогли избежать 5,1% компаний с «мусорными» рейтингами своих акций.

По подсчетам ведущего американского инвестбанка «Goldman Sachs», дефолты на рынке высокодоходных корпоративных облигаций США в 2019 г. достигли самого высокого уровня со времен прошлого финансового кризиса. При этом даже крупнейшие американские корпорации ограничены в финансовых средствах и с трудом обслуживают свои долги. По информации аналитиков МВФ, проблемы с оплатой текущих долгов в 2019 г. возникли у ведущих американских транснациональных компаний – «Ford Motor», «AT&T», «CVS Health» и др. В 2020 г. в связи с началом нового финансового кризиса число таких компаний значительно увеличилось.

В целом низкое качество корпоративного долга США в условиях нового финансового кризиса 2020 г. многократно усилило финансовые проблемы в американской экономике.

В настоящее время международные инвесторы обеспокоены тем, что экономический спад или продолжительный цикл понижения рейтингов компаний на фондовых рынках ниже отметки BBB может затопить рынок «мусорных» облигаций.

В первую очередь подвержены наибольшему риску дефолтов «мусорные облигации», затем займы, предоставляемые компаниям с высоким уровнем задолженности, затем облигации, утратившие свой рейтинг, потом фирмы, рейтинг которых был понижен до минимального инвестиционного уровня.

Высокий уровень корпоративного долга в США, его низкое качество на фоне пандемии и развития нового мирового финансово экономического кризиса стали одной из причин периодического обрушения фондовых рынков США в течение 2020 г.

В особо тяжелом финансовом состоянии оказались энергетические компании США, в том числе компании в сфере добычи сланцевой нефти и газа. Ситуация усугубилась падением мировых цен на энергоносители в начале 2020 г.

По оценкам экспертов, если цены на нефть сохранятся на прежнем низком уровне, около 30% сланцевых производителей США не смогут обслуживать свои долги.

Стоимость ценных бумаг американских энергетических компаний, которые пострадали от падения цен на энергоносители, в конце 2020 г. оценивались в 936 млрд долл., из них акции на сумму 110 млрд долл. торговались в так называемом проблемном сегменте фондового рынка (*distressed territory*) с доходностью до 10%.

До конца 2020 г. американским энергетическим компаниям нужно погасить 27 млрд. долл. корпоративной задолженности. При этом у многих компаний в разы выросли риски корпоративных дефолтов, в частности акции американской компании «SM energy» в результате фондовых кризисов упали на 50%, «Callon Petroleum» на 40%, «Oasis Petroleum» на 40%, «Occidental Petroleum» на 15%⁶.

Сложная ситуация на рынке корпоративной задолженности вынудила денежные власти США привлечь к ее решению Федеральную резервную систему (ФРС).

Интересно отметить одно удивительное совпадение. ВОЗ объявила о пандемии коронавируса 13 марта 2020 г., а уже 22 марта 2020 г. представители ФРС объявили о снятии ограничений на политику количественного смягчения (QE Quantitative Easing).

Впервые в своей истории ФРС в 2020 г. разработала и стала реализовывать целую серию программ экстренного кредитования частных компаний и выкупа корпоративных долгов компаний, находящихся на грани банкротства.

В рамках очередной программы количественного смягчения ФРС разработала два специальных механизма поддержки крупных компаний. Программы были запущены уже 23 марта 2020 г., и на эти цели были выделены 300 млрд долл.

Первая программа **Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)** была предназначена для первичного рынка с целью расширения кредитования корпоративного сектора путем выпуска новых облигаций и привлечения новых кредитов и займов. Программа PMCCF была предназначена для американских компаний, имеющих рейтинг инвестиционного уровня. Они смогут получить временное финансирование на четыре года. Причем в первые шесть месяцев компании могут быть освобождены от выплаты основной суммы долга и процентов по нему⁷.

Поскольку ФРС не имеет возможности напрямую давать займы и кредиты частным компаниям, были использованы полномочия ФРС для создания специальных механизмов, которые, в свою очередь, обеспечили расширение кредитования и получение новых займов.

В частности, были расширены валютные своп-линии с центральными банками различных стран. Это прежде всего пять крупнейших центральных банков – Европейский центральный банк (ЕЦБ), Банк Англии, Национальный

⁶ По данным агентства «Market Watch», октябрь 2020 г.

⁷ Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Primary Market Corporate Credit Facility, May 29, 2020, Board of Governors of the Federal Reserve.

банк Швейцарии, Банк Канады, Банк Японии, с которыми у ФРС заключено соглашение о неограниченном обмене в рамках валютного свопа.

ФРС также рекомендовала банкам проявлять гибкость в отношении клиентов, испытывающих финансовые проблемы из-за коронавируса, и использовать при этом свои буферы ликвидности, смягчение требований по обязательному резервированию и достаточности капитала.

Кроме того, ФРС продолжила проведение операций репо, в рамках которых банки получают средства под залог ценных бумаг. Ставка по таким операциям была снижена до нуля.

Чтобы защитить себя от потерь по кредитам в рамках нового механизма поддержки корпоративного сектора, ФРС планирует использовать 10 млрд долл. из собственного фонда валютной стабилизации (Exchange Stabilization Fund).

Вторая программа **Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)** предназначалась для обеспечения ликвидности вторичного рынка корпоративных бондов. Программа предусматривала, начиная с мая 2020 г. покупку ценных бумаг биржевых фондов (ETF), имеющих листинг в США и с июня 2020 г. выкуп корпоративных бондов американских корпораций, имеющих инвестиционный рейтинг⁸.

С использованием финансовых ресурсов ФРС и других финансовых механизмов планировалось оказать поддержку корпоративному сектору на общую сумму до 750 млрд долл.

В апреле 2020 г. ФРС принял еще одну специальную программу по смягчению проблемы задолженности компаний малого и среднего бизнеса и обеспечения их новыми кредитами — **Main Street Business Lending Program (MSBLP)**. На реализацию программы было выделено 350 млрд долл.

В частности, регулятор предоставил ликвидность банкам, выдающим кредиты малому и среднему бизнесу, залогом такого финансирования стали займы в их номинальном размере. Кроме того, в рамках программы кредитования малого и среднего бизнеса ФРС выкупит займы таких компаний на сумму до 600 млрд долл., в том числе 75 млрд долл. на эти цели выделит Министерство финансов США. У банков-кредиторов останется 5% таких займов, остальные 95% долгов они смогут продать регулятору. Участниками этой программы смогут стать малые и средние компании, образованные до 13 марта 2020 г., с хорошими докризисными финансовыми показателями, имеющие до 10–15 тыс. занятых, годовой оборот до 2,5 млрд долл. и доход не более 5 млрд долл.⁹

В перспективе ФРС планирует продолжить использовать весь спектр инструментов для поддержания корпоративного сектора и тем самым содействовать достижению целей максимального смягчения проблемы корпоративного долга.

⁸ Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Secondary Market Corporate Credit Facility, March 30, 2020, Board of Governors of the Federal Reserve.

⁹ Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Main Street Business Lending Program, April 9, 2020, Board of Governors of the Federal Reserve.

Корпоративный долг России

Корпоративная задолженность российских компаний начала формироваться по мере их роста и выхода на мировые рынки капитала в середине 90-х годов прошлого столетия. Задолженность формировалась по двум каналам – через банковский и небанковский сектор.

В небанковском секторе корпоративная задолженность стала формироваться в результате первичного публичного размещения ценных бумаг компаний (IPO от английского initial public offering) на мировых фондовых биржах.

Первой российской компанией, организовавшей и осуществившей первичное публичное размещение своих ценных бумаг за рубежом, стал «ВымпелКом», акции которого были включены в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) 20 ноября 1996 г.

Акции «ВымпелКома» в виде американских депозитарных расписок (ADR) третьего, самого высшего уровня были размещены на бирже под символом «VIP». Это позволило компании привлечь более 60 млн долларов на развитие сети.

Как правило, в долговые обязательства корпоративного сектора включают кредиты, в том числе торговые, долговые обязательства перед компаниями, осуществлявшими прямые инвестиции и имеющими текущие счета и депозиты, в том числе до востребования, долговые ценные бумаги, задолженность по финансовому лизингу, прочую задолженность.

До мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. крупные российские промышленные компании и банки часто кредитовались за рубежом напрямую, получали синдицированные кредиты, организовывали выпуск еврооблигаций и использовали другие долговые финансовые инструменты.

Сложившаяся ситуация объяснялась, прежде всего, тем, что возможности долгосрочного кредитования реального сектора экономики в России были ограничены неразвитостью рынка капитала и высокими кредитными ставками. Не было финансовых площадок мирового уровня для первичного размещения акций публичных компаний.

В то время руководители российских кредитных организаций отмечали значительный отток отечественных заемщиков к иностранным банковским и финансовым организациям. Особенно это было заметно по динамике заимствований крупных российских компаний и банков, в том числе с государственным участием.

По данным Банка России, в период с 1999 г. по 2005 г. объем внешних заимствований российских компаний и банков увеличились с 1,2 млрд долл. до 98 млрд долл., т.е. в 80 с лишним раз.

В этот период в условиях укрепления курса рубля и высокого уровня ставки рефинансирования заимствования за рубежом в иностранной валюте были значительно выгоднее. Поэтому государственные компании и компании с государственным участием активно использовали заимствования, прежде всего, в виде синдицированных кредитов у ведущих западных банков.

Таблица 2

Динамика внешних заимствований российских компаний и банков

Годы	Млрд долл.
1999	1,2
2000	3,2
2001	6,4
2002	17,9
2003	33,4
2004	38,8
2005	98,0

Источник: по данным Банка России за соответствующие годы.

В 2005 г. среди российских компаний с государственным участием крупнейшими заемщиками были ОАО «Газпром», ОАО «Роснефть», «Совкомфлот», РАО «РЖД», «Транснефть», «АЛРОСА», которые привлекли кредитов на сумму свыше 28 млрд долл.

Внешние займы крупнейших российских банков с государственным участием Сбербанка, Внешторгбанка, Внешэкономбанка, и Россельхозбанка в 2005 г. составили 6,45 млрд. долл., или 36% всех внешних заимствований российской банковской системы.

Кроме того, активно привлекали внешние займы российские коммерческие банки – ОАО «Росбанк», «Юникредитбанк», «Банк Москвы», «Русский стандарт», «Московский кредитный банк» и др.

Следует отметить, что значительная часть внешней корпоративной задолженности России приходилась на оффшорные юрисдикции. Это связано с так называемым «кредитным инвестированием», когда прямые инвестиции в Россию замещались дешевыми кредитами, что в известной мере страховало инвестиционные риски благодаря возможности использовать международный арбитраж.

В дальнейшем эта тенденция сохранилась. Перед мировым финансово-экономическим кризисом 2008–2009 гг. совокупный внешний долг российских компаний имел следующую динамику роста: 2006 г. – 163 млрд долл. (в том числе банковский – 50 млрд), 2007 г. – 314 млрд долл. (в том числе банковский – 130 млрд), 2008 г. – 436 млрд долл. (в том числе банковский – 171 млрд).

Большая часть внешнего долга государственного и частного корпоративного сектора России была накоплена именно в этот период. Доминирующим

сегментом в секторе российских еврооблигаций являлись еврооблигации государственных компаний, составлявшие 58% объема рынка корпоративных еврооблигаций.

Многие займы российским государственным корпорациям выдавались с условием, что кредитор вправе потребовать досрочного обратного выкупа облигаций, если бумаги на рынке потеряют инвестиционный рейтинг. Это означало возможность для зарубежных кредиторов требовать досрочного погашения российскими компаниями взятых кредитов (англ. Margin Call – Маржин Колл).

Так и случилось во время острой фазы мирового финансово-экономического кризиса в конце 2008 г., когда у крупных российских компаний возникли проблемы с ликвидностью и возможностью обслуживать долговые обязательства перед зарубежными финансовыми организациями.

В целях недопущения дефолта крупнейших системообразующих российских компаний и рефинансирования их корпоративного внешнего долга, возникшего до 25 сентября 2008 г., Внешэкономбанку в соответствии с **Федеральным законом от 17 октября 2008 г. № 173-ФЗ «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации»** было поручено предоставить соответствующие финансовые ресурсы для погашения внешних долговых обязательств российских компаний. После принятия закона Внешэкономбанк получил заявки на предоставление антикризисного финансирования на общую сумму в 50 млрд долл. После рассмотрения всех заявок Наблюдательным советом Внешэкономбанка были приняты решения о предоставлении финансирования в отношении 15 заявок российских компаний (12 заемщиков) на общую сумму рефинансируемых обязательств в размере 14, 3 млрд долл.

Внешэкономбанк осуществлял рефинансирование задолженности российских компаний перед зарубежными кредиторами за счет депозитов Банка России. В результате за период с октября 2008 г. по декабрь 2009 г. Внешэкономбанк предоставил кредитов десяти крупнейшим российским компаниям и одному банку на общую сумму в 11,6 млрд долл. Антикризисные кредиты получили: «Русал» – 4,5 млрд долл.; «Эко Телеком» – 2 млрд долл.; «Евраз групп» – 1,8 млрд долл.; «Газпромнефть» – 1,1 млрд долл. Остальные кредиты распределились между государственными компаниями – «Роснефть», РЖД, «Газпром», ВТБ и двумя частными компаниями – «Ситроникс» (АФК «Система») и группа компаний ПИК.

Предоставление указанных антикризисных кредитов сопровождалось рядом требований и условий. В том числе по участию Внешэкономбанка в органах управления этих компаний и определенным ограничением сделок с их активами.

Оперативно и своевременно предоставленные кредиты Внешэкономбанка **позволили предотвратить дефолт крупнейших российских компаний и переход заложенных их стратегических активов в собственность иностранных кредиторов.**

В посткризисный период продолжался рост общей корпоративной задолженности России, которая в 2015 г. достигла своего пика в 630,1 млрд долл.

Среди государственных корпораций наибольшую задолженность по их собственным данным в 2015 г. имели компания ОАО «Роснефть» в размере 63 млрд долл. и компания ОАО «Газпром» — 55 млрд долл., что в сумме составляло почти четверть всей корпоративной задолженности России.

Общая сумма, необходимая России для обслуживания корпоративной задолженности при сохранении инвестиционного рейтинга в 2015 г., оценивалась международным агентством Moody's примерно в 130 млрд долл.

При этом среднемесячные платежи по долгам крупнейших компаний во втором полугодии 2015 г. были в 2–3 раза ниже платежей, которые компании осуществляли в четвертом квартале 2014 — первом квартале 2015 года. Это говорит о том, что пик выплат по внешним корпоративным долгам пришелся именно на 2015 г.

По 45 крупнейшим российским компаниям, на которые приходилось около трети совокупной внешней задолженности корпоративного сектора, к погашению в 2015 г. представляли собой выплаты внутригрупповых кредитов и займов, которые частично были пролонгированы.

При этом, по оценкам экспертов, в 2015 г. у банков и корпораций валютной ликвидности было достаточно, чтобы пройти пик возможных досрочных выплат.

Наиболее крупные единовременные погашения в 2015 г. осуществляли компании нефтегазового сектора и представляли собой выплаты по еврооблигациям.

Исследования экспертов в то время показали, что имеющихся у компаний средства на счетах в иностранной валюте, а также генерируемых свободных операционных денежных потоков в большинстве случаев были достаточны для осуществления предстоящих погашений.

В этих условиях денежные власти, в частности Минфин и Банк России, тщательно мониторили ситуацию и разрабатывали возможные меры при возникновении проблемных ситуаций.

Однако, чтобы избежать непредвиденных рисков в Правительстве РФ были проработаны схемы поддержки государственных корпораций на случай, если им будут предъявлены требования о досрочном погашении внешних долгов. Планировалось либо предоставить проблемным заемщикам валютную ликвидность, либо самостоятельно погашать корпоративные долги.

В следующем 2016 г. эксперты Банка России также провели оценку достаточности ресурсов крупнейших российских компаний для погашения внешних долгов до конца года.

Исходя из данных о международной инвестиционной позиции и оперативных данных об активах и пассивах кредитных организаций, банковский

сектор и нефинансовые организации России имели в 2016 г. накопленные иностранные активы в ликвидной форме в объеме около 135 млрд долл. Оценка проводилась на основе предположения, что компании осуществляют свои капитальные расходы в соответствии со скорректированными планами, а также рефинансируют свою задолженность перед российскими банками. На базе этих данных Банк России не прогнозировал избыточного спроса на валютном рынке в связи с предстоящими платежами по внешнему долгу в 2016 г. Кроме того, Банк России также не прогнозировал значительного оттока портфельных инвестиций и повышенного спроса на иностранную валюту для платежей по импортным контрактам.

При этом предполагалось, что в случае возникновения чрезвычайной ситуации в крайнем случае для погашения корпоративных долгов в виде исключения могут быть использованы помимо золотовалютных резервов также средства из резервного фонда и фонда национального благосостояния России.

В целом пик погашения корпоративной задолженности России в 2015–2016 гг. прошел достаточно гладко, все долговые обязательства были выполнены в соответствии с графиком погашения основного долга и процентов по нему без задействования дополнительных источников предоставления валютной ликвидности со стороны государства.

В последующие годы корпоративный долг отечественных компаний, предприятий, организаций стал постепенно снижаться и в 2018 г. составлял 344,6 млрд долл., в 2019 г. – 314,2 млрд долл. Соответственно сокращались ежегодные выплаты по долгам.

Следует отметить, что снижение корпоративного долга России было во многом обусловлено продажей международными инвесторами суверенных долговых ценных бумаг и переориентацией российских корпоративных заемщиков на внутренний рынок капитала.

В 2020 г. отмечался незначительный рост российской корпоративной задолженности на 2,6% до 322,6 млрд долл. Тем не менее размер корпоративного долга по-прежнему остается самым значительным в структуре общей внешней задолженности России, которая в 2020 г. составляла 481,5 млрд долл. Доля корпоративного долга составляла 67%. Примерно половина корпоративного долга России принадлежит резидентам и чуть больше 50% номинировано в рублях. Корпоративная задолженность России в пересчете на рубли к концу 2020 г. достигла 22,6 трлн руб., что составляло примерно 20% от ВВП, который на 2021 г. прогнозируется в размере 115,5 трлн руб.

Корпоративная задолженность России была больше планируемых доходов бюджета страны на 2021 г. в размере 18,8 трлн руб., и больше расходов федерального бюджета в размере 21,5 трлн руб.

Проведенный анализ корпоративной задолженности России показал, что **почти половина всей задолженности приходилась на компании энергетического**

сектора. При этом 38% этого долга в размере 8,7 трлн руб. приходилась всего на 2 крупнейшие российские энергетические компании ПАО «Газпром» и ПАО «Роснефть».

Единственная российская энергетическая компания, которая не имела внешней задолженности в 2020 г. была компания Сургутнефтегаз.

Следует отметить, что крупные российские энергетические корпорации, несмотря на наличие значительной внешней задолженности и международные санкции, продолжают привлекать иностранную валюту за счет выгодных предложений иностранных банков, которые часто на внутреннем рынке имеют отрицательные ставки по кредиту.

Кроме, того крупные российские энергетические компании продолжают успешно размещать свои долговые ценные бумаги на международных рынках капитала в условиях мирового финансового кризиса, сложной рыночной конъюнктуры и откровенно враждебного антироссийского информационного фона. В частности, в феврале 2020 г. ПАО «Газпром» разместил выпуск 10-летних евробондов объемом 2 млрд долл. со ставкой 3,25%. В апреле 2020 г. компания успешно выпустила пятилетние еврооблигации на международном долговом рынке на сумму 1 млрд долл. со ставкой 2,95% годовых. В июне 2020 г. ПАО «Газпром» разместил выпуск долларовых еврооблигаций объемом 1 млрд долл. со ставкой купона 3%.

В сентябре 2020 г. ПАО «Газпром» впервые в истории российского финансового рынка разместил корпоративные бессрочные субординированные еврооблигации на международном долговом рынке. Речь идет о двух траншах бессрочных еврооблигаций – в долларах США объемом 1,4 млрд долл. с доходностью 4,60% и в евро объемом 1 млрд долл. с доходностью 3,90%. Новые долговые бумаги российского газового холдинга пользовались повышенным спросом и объем предложения ценных бумаг оказался намного меньше спроса на них со стороны зарубежных инвесторов.

Следует отметить, что обращение ценных бумаг российских корпоративных эмитентов не ограничивается лишь фондовыми биржами нашей страны.

Основным финансовым инструментом, позволяющим организовывать выпуск и обращение российских ценных корпоративных бумаг на зарубежных фондовых рынках, являются ADR (американские депозитарные расписки) и GDR (глобальные депозитарные расписки). Самыми популярными биржами для размещения российских корпоративных ценных бумаг стали западные площадки (LSE, FSE) и американские ведущие фондовые биржи (NYSE, NASDAQ). Кроме того, российские корпоративные бумаги активно торгуются на крупнейших азиатских биржах Сингапура и Гонконга.

Следует отметить, что по мере сокращения общего размера внешнего корпоративного долга России, прохождения пика выплат по нему с 2019 г. отмечается устойчивая тенденция к сокращению как годовых, так и квартальных выплат основной части долга и процентов по нему.

В настоящее время размер корпоративного долга России в отличие от американской и китайской корпоративной задолженности не столь значителен и не представляет серьезной угрозы финансовой стабильности как самих компаний-заемщиков, так и финансовой устойчивости всей кредитно-банковской системы страны.

Государственный долг

Чуть больше четверти глобального долга приходится на государственную задолженность, которая с начала текущего столетия имела следующую динамику роста: 2000 г. – 22 трлн долл., 2007 г. – 33 трлн долл., 2014 г. – 58 трлн долл., 2017 г. – 60 трлн долл., 2018 г. – 67 трлн долл. В 2018 г. государственная задолженность всех стран мира составляла почти 80% мирового ВВП¹⁰.

В физическом выражении самый большой государственный долг имели США, который концу 2019 г. достиг 23 трлн долл.

Начиная с 2017 г. госдолг США превышает ВВП и в конце 2019 г. составлял 107%. На каждого американца приходилось больше 50 тыс. долл. государственной задолженности. Только на обслуживание растущего государственно-го долга в США тратилось до 25% от ВВП.

Отсутствие увеличения доходности на долгосрочные государственные облигации США свидетельствует о том, что ФРС может потерять контроль над процентными ставками на фоне нивелирования кривой доходности этих ценных бумаг.

Развитие указанных тенденций привело к тому, что ведущие международные рейтинговые агентства вынуждены были понизить кредитный рейтинг США до «негативного», тем самым увеличив риски финансовой стабильности.

По прогнозам Бюджетного управления Конгресса США, соотношение госдолга и ВВП может вырасти к 2023 г. до 117% и к 2049 г. до 144% от ВВП страны.

Государственный долг Японии в абсолютной выражении в 2018 г. превышал 10 трлн долларов. При этом Япония занимала первое место в мире по соотношению государственного долга к ВВП, который составлял – 251%.

В течение длительного периода времени, Япония не может преодолеть стагнацию экономики. На этом фоне растут внутренние заимствования для покрытия расходов по социальным обязательствам. В результате старения населения страны и роста числа пенсионеров значительно увеличились расходы на социальные нужды.

В последние годы наиболее высокими темпами растет государственный долг Китая, который увеличился с 1,3 трлн долл. в 2008 г. до 6,6 трлн долл. в 2018 г. Отношение госдолга к ВВП за тот же период возросло с 35,3% до 49,3% и по этому показателю в 2018 г. Китай занимал 95 место в мире.

¹⁰ Quarterly External Debt Statistics (QEDS), IMF. Международный валютный фонд (МВФ) ведет статистику размера мирового государственного долга начиная с 50-х годов прошлого столетия. В 2019 г. приводились данные о государственной задолженности по 190 странам мира.

Из европейских стран самый большой размер государственного долга был у Италии – 2,7 трлн долл. Самый высокий показатель соотношения госдолга к ВВП в 2018 г. в Европе был у Греции – 178%, Италии – 132%, Португалии – 127%. Бельгии – 106%, Франции – 99%, Испании – 98%.

Следует отметить, что в соответствии с Пактом стабильности и роста (англ. Stability and Growth Pact, SGP) Европейского союза государственный долг стран членов не должен превышать 60% от ВВП. В настоящее время большинство стран еврозоны не в состоянии соблюдать это условие.

Среди других стран мира наиболее высокий указанный показатель, который превышал 100% ВВП был в Ливане – 148%, Эритрее – 128%, Бутане – 122% и Ямайке – 116%.

На этом фоне состояние государственных финансов России можно назвать достаточно сбалансированными. В 2018 г. государственный долг России составлял 518 млрд долл., что соответствовало 19,3 % ВВП. По этому показателю страна занимала 175 место в мире. При этом государственный долг не на много превышал объем золотовалютных резервов страны (468 млрд долл.).

Кроме внутренних долговых инструментов, Россия, несмотря на санкции, активно использует внешние заимствования, в основном в форме евробондов.

Основными покупателями при размещении в 2018 г. евробондов «Россия-29» и «Россия-47» стали институциональные инвесторы из Великобритании и США. Долг России в иностранной валюте в 2018 г. составлял – 380 млрд долл.

В 2019 г. Россия привлекла на международных рынках 5,5 млрд долл. и 750 млн евро. По данным Минфина России спрос на долговые обязательства России в 3 раза превышал предложение.

Бюджет на 2020 г. предполагает возможность привлечения внешних заимствований в эквиваленте до 3 млрд долл. Однако Минфин РФ, скорее всего, больше не сможет занимать в долларах США, так как в таких транзакциях должны участвовать американские банки.

В августе 2019 г. США ввели дополнительные санкции против России, запретив участие американских банков в первичных размещениях облигаций, номинированных не в рублях, выпущенных российским правительством или Банком России.

Любой долларовый платеж проходит через американский банк-корреспондент, даже если он не покупает эти бумаги. После введения санкций американским банкам было запрещено любое участие в первичных размещениях российских валютных государственных бумаг.

Поэтому денежные власти России вряд ли смогут в обозримом будущем выпускать новые **еврооблигации, номинированные в долларах США.**

В этом случае внешние заимствования могут быть заменены на бумаги, номинированные в других иностранных валютах – евро, юанях и др. или на внутренние (возможно в новой форме специальных инвестиционных облигаций), увязанные с инфраструктурными и национальными проектами.

Для многих стран мира, где размер государственной задолженности не превышает 60% ВВП, сам по себе государственный долг не является проблемой. Как правило, правительству нет необходимости полностью погашать долги, они могут быть пролонгированы, реструктурированы или рефинансированы.

Тем не менее, значительные размеры государственного долга становятся для многих стран мира препятствием для долгосрочного экономического роста. Согласно оценкам экспертов, негативный эффект для устойчивого экономического роста появляется при достижении государственного долга на уровне 90% ВВП.

Когда уровень государственного долга превышает эту границу, частная инвестиционная активность начинает снижаться в силу потери доверия к государственным гарантиям и эффективности функционирования государственных финансов.

Для стран с высокой долей долга в ВВП в результате увеличения государственной задолженности и расходов на ее обслуживание существуют повышенные риски кризиса суверенных долгов.

По мнению экспертов, самыми уязвимыми странами в силу их зависимости от валютных долгов, номинированных как правило в долларах США, являются – Колумбия (более 75% заимствований в долл.), Мексика (62%), Бразилия (50%), Аргентина, Ливан, Чили, Венгрия, Турция, Польша, Египет, Саудовская Аравия, Нигерия, ЮАР.

Погасить созданные колоссальные государственные долги в оговоренные сроки многие страны не смогут. Для погашения или уменьшения задолженности государству сложно генерировать соответствующие новые финансовые потоки без существенного ущерба для финансовой стабильности.

Государственный долг становится серьезной проблемой, когда растет быстрее ВВП. В настоящее время именно такой тренд укрепился в глобальной экономике и в ближайшие годы он сохранится.

После мирового финансового кризиса политику количественного смягчения с операциями на открытом рынке кроме ФРС США активно проводили Европейский ЦБ, Банк Англии, Банк Японии и др.

В результате в мировой финансовой системе сложилась парадоксальная ситуация – центральные банки ведущих промышленных стран стали крупнейшими институциональными инвесторами в мире.

У крупнейших мировых ЦБ на балансах скопились огромные объемы государственных ценных бумаг, причем среди них преобладают облигации с отрицательной доходностью. В 2019 г. мировой рынок государственных ценных бумаг с отрицательной доходностью оценивался примерно в 13,7 трлн долл.

В начале мирового кризиса 2020 г. парад суверенных дефолтов начался с Ливана. В частности, премьер-министра Ливанской Республики Хасана Диаба 7 марта 2020 г. заявил, что правительство приняло решение отказаться

от выполнения своих обязательств по погашению части внешнего долга страны в размере 1,2 млрд долл., номинированного в еврооблигациях.

Общая государственная задолженность Ливана в 2020 г. достигла 90 млрд долл., что составляло почти 170% ВВП страны. При этом 60% долга приходилась на иностранных инвесторов.

В своем обращении к нации премьер-министр заявил, что «государство не может тратить сейчас валютные ресурсы на погашение задолженности, которые нужны на закупку продовольствия и лекарств для населения».

Вину за суверенный дефолт Хасан Диаб возложил на предыдущее правительство, которое проводило ошибочную экономическую политику.

В результате вместо реформирования экономики накапливались долги, что породило масштабную коррупцию. Существующая банковская система позволяла получать сверхприбыль незначительному количеству банкиров, в то время как 40% граждан Ливана оказались за чертой бедности.

Следует отметить, что до гражданской войны 1975–1990 гг. Ливан был процветающим государством, финансовой и банковской столицей арабского мира, который называли «Ближневосточной Швейцарией».

Правительство Ливанской Республики вступило в переговоры с иностранными кредиторами и надеется на помощь международных экспертов в реструктуризации внешней задолженности.

Кроме того, правительство разрабатывает план экономических реформ, направленных на возрождение промышленности, развитие информационных технологий, сферы туризма и услуг.

Таким образом 7 марта 2020 г. можно считать началом нового глобального финансово-экономического кризиса. В ближайшее время следует ожидать суверенного дефолта других стран и прежде всего стран с высокой долей государственного долга в ВВП.

Банковский долг

Четверть глобального долга приходится на задолженность финансовых организаций, которая с начала текущего столетия имела следующую динамику роста: 2000 г. – 20 трлн долл., 2007 г. – 37 трлн долл., 2014 г. – 45 трлн долл., 2017 г. – 56 трлн долл., 2018 г. – 61 трлн долл.

Следует отметить, что мировой банковский долг был выше уровня капитализации мировой банковской системы.

Наибольший прирост банковского долга показал Китай, где он вырос с 110 млрд в 2010 г. до 785 млрд долл. в 2018 г. Данный тренд указывает на растущую уязвимость финансового сектора КНР, прежде всего за счет снижения качества кредитного портфеля.

По оценкам экспертов швейцарского Банка международных расчетов наиболее высокие риски финансовой стабильности от роста банковской задолженности имели Канада, Китай и Гонконг.

При этом особо выделяется Канада, где банковская задолженность в 2018 г. достигла 1,8 трлн долл., что составляло 105% от ВВП страны (1,7 трлн долл.). На одного жителя страны приходилось 22,8 тысячи долл. долговых обязательств, без учета задолженности по ипотеке. Столь высокие показатели закредитованности населения создают серьезные риски для банковской системы Канады.

В Гонконге в 2019 г. финансовые проблемы, в том числе в сфере банковского кредитования усугубились ростом политической напряженности.

На этом фоне внешняя задолженность банковской системы России выглядит не столь критичной. До мирового финансово-экономического кризиса банковская задолженность имела следующую динамику роста: 2005 г. – 32 млрд долл., 2006 г. – 50 млрд долл., 2007 г. – 130 млрд долл., 2008 г. – 171 млрд долл.

Большая часть внешних займов приходилась на банки с государственным участием, в том числе «Сбербанк», «Внешторгбанк», «Внешэкономбанк» и «Россельхозбанк».

В конце 2014 г. общая внешняя задолженность российского банковского сектора достигла своего пика в 207,7 млрд долл., в том числе задолженность Банка России составляла 15,6 млрд долл.

В первой десятке российских банков, имевших значительные долговые обязательства перед иностранными партнерами, в 2014 г. были следующие банки¹¹:

- ПАО «Сбербанк» (32,207 млрд долл.);
- ПАО «ВТБ» (23,739 млрд долл.);
- ПАО «Газпромбанк» (23,069 млрд долл.);
- «Внешэкономбанк» (18,525 млрд долл.);
- ПАО «Россельхозбанк» (12,445 млрд долл.);
- ПАО «Альфа-банк» (6,0 млрд долл.);
- ПАО «Нордеа-банк» (5,811 млрд долл.);
- ПАО «Промсвязьбанк» (4,706 млрд долл.);
- ФК «Открытие» (2,827 млрд долл.);
- ПАО «Райффайзенбанк» (2,352 млрд долл.).

От полутора до двух миллиардов долларов внешней кредитной задолженности имели другие крупные российские коммерческие банки, том числе «Росбанк» «Юникредитбанк», «Банк Москвы», «Русский стандарт», «Московский кредитный банк».

После введения экономических санкций и возникшими проблемами привлечения новых внешних займов банковская задолженность России к 2017 г. сократилась почти в два раза до 113,7 млрд долл.

¹¹ По данным аналитического агентства СПАРК – центр профессионального анализа рынков и компаний, совместно с агентством Интерфакс. СПАРК – представляет информацию по всем зарегистрированным юридическим лицам России, Украины, Казахстана, а также разработанные агентством аналитические инструменты для оценки компаний и рынков (скоринги, рейтинги, финансовый анализ).

В последующие годы эта тенденция сохранилась в 2018 г. банковский долг России сократился до 103,4 млрд долл., и в 2019 г. до 85,3 млрд долл.

За тот же период задолженность Банка России уменьшилась с 17,1 млрд долл., в 2017 г. до 12,1 млрд долл. в 2019 г.

Тенденция к снижению внешней задолженности банков объясняется, прежде всего, тем, что Россия прошла пик выплат по старым банковским долгам, а новые заимствования ограничены экономическими санкциями ведущих промышленно развитых стран.

Задолженность домохозяйств

Пятая часть мирового совокупного долга приходилась на задолженность домохозяйств, которая с начала текущего столетия имела следующую динамику роста: 2000 г. — 19 трлн долл., 2007 г. — 33 трлн долл., 2014 г. — 40 трлн долл., 2017 г. — 41 трлн долл., 2018 г. — 47 трлн долл.

Самый большой долг сохраняли домохозяйства США. Общий американский долг домохозяйств рос шесть лет подряд и в начале 2019 г. достиг своего исторического максимума в 13,9 трлн долл., что составляло почти треть мирового долга домохозяйств.

Рост долга населения связывают прежде всего с тем, что домохозяйства используют преимущества низкой процентной ставки для получения кредитов.

Большую часть долга составляют ипотечные кредиты — 9,4 трлн долл., (68%), при этом задолженность по ипотеке превысила показатель 2008 г., (9,3 трлн долл.) когда разразился ипотечный кризис в США, переросший в глобальный финансово-экономический кризис.

Рекордных показателей достигла задолженность по автокредитам — 1,32 трлн долл. (9,5%), на образовательные кредиты приходилось 1,5 трлн долл., (10,8%), задолженность по кредитным картам составляла 880 млрд долл. (6,3%)¹².

Следует подчеркнуть, что именно массовый выпуск ипотечных кредитов с высокой степенью риска и массовая секьюритизация долгов стали основной причиной ипотечного кризиса в США, который стал триггерным механизмом запуска глобального финансово-экономического кризиса, который можно рассматривать как кризис потери контроля и дерегулирования финансовой системы.

Снижение учетной ставки ФРС почти до нулевой отметки способствовало тому, что Америку буквально залило дешевой ликвидностью, которая в виде ипотечных кредитов выдавалась людям без дохода, без работы, под залог будущих активов, без страховки и др.

Эта ситуация на рынке ипотечного кредитования вполне может повториться в ближайшие годы, учитывая высокий уровень задолженности, сохраняющиеся низкие кредитные ставки и достаточно высокую долю просроченной задолженности.

¹² По данным Федерального резервного банка США, отчет за 2019 г.

По уровню долговой нагрузки населения среди стран G7 первое место занимает Канада. По данным статистической службы страны, общая кредитная задолженность семей в Канаде в 2018 г. составила 1,6 трлн долл. (2,2 трлн канадских долларов). Размер задолженность домохозяйств Канады вплотную приблизился к размеру ВВП страны (1,7 трлн долл.).

Из общей суммы задолженности домохозяйств 63% приходилось на ипотечные кредиты и 37% на автокредиты и другие потребительские кредиты.

Отношение долга домохозяйств Канады к их чистому доходу с 1990 г. по 2018 г. выросло почти в два раза и составляло 179%. Иными словами, на каждый полученный канадской семьей доллар дохода в среднем приходилось 1,8 канадских доллара долга по кредитам.

Очевидно, что такая ситуация может спровоцировать снижение уровня потребления и привести к замедлению темпов роста экономики. Проведенные исследования отмечают сокращение спроса на недвижимость, автомобили и туристические поездки.

Долг домохозяйств Китая в конце 2018 г. вырос до 8,5 трлн долл. и составил 60,4% ВВП. При этом впервые отношение долга домашних хозяйств к их доходу достигло 99,9%, фактически долг сравнялся с реальными доходами населения¹³.

Подавляющая часть задолженности приходилась на ипотечные и потребительские кредиты, остаток задолженности по кредитным картам в 2018 г. достиг почти 1 трлн долл.

Эксперты Народного банка Китая полагают, что быстрый рост задолженности домохозяйств, особенно в форме ипотечных и потребительских кредитов генерирует дополнительные риски финансовой устойчивости кредитно-банковской системы страны.

Для поддержания экономического роста правительство Китая принимает меры с целью стимулировать потребление, однако в условиях значительного увеличения объема ипотечного и потребительского кредитования это может привести к кризису задолженности домохозяйств.

Долги домохозяйств в России за период с 2013 г. по 2019 г. выросли в почти в два раза с 8,5 трлн руб. до 15,9 трлн руб. (258 млрд долл.) в 2019 г.¹⁴

И хотя в абсолютных размерах долги домохозяйств России не сравнимы с американскими и китайскими, тем не менее в 2019 г. так же, как в США они достигли своего исторического максимума.

Согласно данным Банка России, почти вся задолженность домохозяйств приходится на долги банкам. При этом кредитная активность россиян проявляется на фоне сокращения реально располагаемых доходов населения, которые только за период с 2014 по 2018 г. снизились на 11%.

¹³ По данным из отчета о финансовой стабильности Народного банка Китая, за 2018 г.

¹⁴ По данным Банка России.

Вместе с долгами растет официальный уровень просроченной задолженности, который в 2018 г. составлял 6,1%. Однако реальный уровень таких долгов по оценкам экспертов может быть в два раза больше примерно 10–12%.

* * *

Мировые регуляторы, с целью стимулировать экономический рост после мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. активно использовали механизм долгового финансирования, но это не привело к ожидаемому эффекту, поскольку **модель массового потребления зашла в тупик**.

Таким образом, чтобы поддерживать даже небольшие темпы роста мировой экономики и отдельных стран мира денежным властям приходится увеличивать ликвидность, использовать эмиссионный механизм и соответственно занимать на разных уровнях все больше и больше.

Этот процесс можно охарактеризовать как **классическую финансовую пирамиду** на государственном, корпоративном, банковском и на уровне отдельных домохозяйств. Как показывает мировой опыт любая финансовая пирамида рано или поздно заканчивается крахом.

При условии повышения процентных ставок, стоимость новых заимствований увеличится, что потенциально при пролонгации или реструктуризации текущих долгов может привести к неконтролируемому росту количества суверенных дефолтов и банкротств в реальном секторе экономики.

Таким образом, текущий экономический рост, поддерживаемый ускоряющимся наращиванием мировой задолженности, может пострадать в долгосрочной перспективе, когда глобальная экономика начнет испытывать давление со стороны заемщиков, не выдержавших бремя долговой нагрузки.

И если данный процесс примет лавинообразный характер, ущерб от него может значительно превысить определенные дивиденды, полученные мировой экономикой от десятилетия кредитной гонки.

В этой связи не исключено, что нынешний мировой финансово-экономический кризис может стать **кризисом долга**, так как именно на этом рынке раздут огромный финансовый пузырь.

Поэтому, по нашему мнению, в разгар экономического кризиса самое большое обесценение может произойти именно с долговыми бумагами, что окажет негативное влияние на общую финансовую стабильность в мире.

Анализ текущей глобальной финансовой ситуации и продолжающийся рост мирового долга могут иметь разрушительные экономические последствия, станут своеобразной финансовой «дислокацией»¹⁵.

Если в условиях нового мирового финансово-экономического кризиса крупные экономики не выдержат долговой нагрузки, международные финансовые

¹⁵ Термин «дислокация» означает в геологии смещение горных пород под влиянием тектонических процессов.

институты будут не в состоянии оказать им адекватную финансовую поддержку. Тогда разрушительная сила возможной финансовой нестабильности многократно увеличится.

В этих условиях распространение финансовой нестабильности, возникающей в одном из звеньев мировой финансово-экономической системы, будет стремительным и разрушительным, что вызовет масштабные финансовые шоки в мировой экономике и в экономике отдельных стран мира.

Литература

1. *Андреанов В.Д.* Россия: экономический и инвестиционный потенциал // ОАО «Издательство «Экономика». Москва. 1999. 662 с.
2. *Андреанов В.Д.* Новая архитектура глобальной финансовой и экономической системы // Проблемы теории и практики управления. 2011. № 9. С. 8–15.
3. *Дворецкая А.Е.* Теневой банкинг: институциональное и функциональное регулирование // Деньги и кредит. 2013. № 4. С. 13–19.
4. *Дегтерев Д.А.* Оценка многополярности международной финансовой системы: политэкономический анализ // Мировое и национальное хозяйство. 2016. № 2 (37).
5. *Ноздрев С.В.* Китай в системе мировых финансов // Мировая экономика и международные отношения. 2016. Т. 60. № 10. С. 29–40.
6. *Наркевич С.С., Трунин П.В.* Резервные валюты: факторы становления и роль в мировой экономике // М.: Издательство Института Гайдара. 2012. 136 с.
7. *Кудряшова И.* Китайский юань как мировая валюта: императивы и реальность // Мировая экономика и международные отношения. 2017. Т. 61. № 9. С. 36–44.
8. Основные направления развития финансовых технологий на период 2018 – 2020 годов / Банк России, Центральный банк Российской Федерации // Москва, 2018.
9. *Петров М.В.* Современные тенденции развития международных валютно-финансовых отношений России // Финансы и кредит. 2017. Т. 23. № 29. С. 1750–1766.
10. *Петров М.В.* Мировая финансовая система: долгий путь к многополярности // Международные финансы (Financial Journal) №2, 2018. С. 47–58.
11. *Поливач А.П.* Годовщина включения юаня в корзину СДР: первые результаты // Деньги и кредит. 2017. № 12. С. 113–116.
12. СПАРК – центр профессионального анализа рынков и компаний, совместно с агентством Интерфакс.
13. International Monetary Power / Ed. by D. M. Andrews // NY: Cornell University Press. 2006.
14. *Heep S.* China in Global Finance. Domestic Financial Repression and International Financial Power // Springer International Publishing, 2014.
15. Global Development Horizons 2011: Multipolarity – the New Global Economy // Washington. DC: The World Bank. 2011.
16. *Eichengreen B.* Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System // NY: Oxford University Press, 2011. 224 p.
17. *Genberg H.* Currency Internationalisation: Analytical and Policy Issues // Bank for International Settlements. 2009.
18. Global Debt Monitor / Institute of International Finance, IIF, Washington, DC – June 2018. Global Debt Monitor.
19. European Banking Federation (<http://www.ebf.eu/statistical-annex>; World Bank Open Data
20. Global Shadow Banking Monitoring Report, Financial Stability Board, Basel, 2012–2019
21. «Bloomberg». URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/77233>

22. URL: <http://bankir.ru/novosti/s/puzyr-derivativov-ugrozhaet-finansovoi-sisteme-mira-10077143/>
23. Locational banking statistics / Bank for International Settlement URL: <https://www.bis.org/statistics/bankstats.Htm>
24. Euromoney FX Survey 2017 / Euromoney URL: <https://www.euromoney.com/article/b1348tjhnv7h99/euromoneyfx-survey-2017-results-released>
25. Global 2017 Review: Key trends that shaped the markets in Q4 2017 / Dealogic. URL: <http://www.dealogic.com/insight>.
26. Аргументы и факты on-line, 14 апреля 2009 г. URL: <http://www.aif.ru/money/article/26123>
27. Global Wealth Datebook 2016: Credit Suisse Research Institute, Credit Suisse, October. 2019.
28. Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Primary Market Corporate Credit Facility, May 29, 2020, Board of Governors of the Federal Reserve
29. Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Secondary Market Corporate Credit Facility, March 30, 2020, Board of Governors of the Federal Reserve.
30. Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Main Street Business Lending Program, April 9, 2020, Board of Governors of the Federal Reserve.
31. Richard Dobbs, Susan Lund, Jonathan Woetzel, and Mina Mutafchieva «Debt and (not much) deleveraging», Report McKinsey Global Institute, February, 2015. URL: <http://www.McKinney.com>

V. Andrianov (e-mail: andrianov_vd@mail.ru)

Grand Ph.D. in Economics, Professor of MSU,
Academician of the Russian Academy of Natural Sciences (Moscow)

GLOBAL SYSTEMIC IMBALANCES: THE IMBALANCE BETWEEN THE SIZE OF THE WORLD GDP AND THAT OF THE GLOBAL DEBT

The author reveals the size and dynamics of the world GDP growth; examines the structure of global debt, paying attention to the serious risks of global debt growth for the stability of the economies of individual countries. The global economy and global financial system are also considered.

Keywords: gross domestic product, global debt, corporate debt, government debt, bank debt, household debt.

DOI: 10.31857/S020736760012971-7