

МИРОВЫЕ ТРЕНДЫ ДОЛГА НЕФИНАНСОВОГО СЕКТОРА*

Константин Владимирович КРИНИЧАНСКИЙ

доктор экономических наук, профессор департамента банковского дела и финансовых рынков, научный сотрудник Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений,

Финансовый университет при Правительстве РФ,
Москва, Российская Федерация

kkrin@ya.ru

<https://orcid.org/0000-0002-1225-7263>

SPIN-код: 3366-2850

История статьи:

Рег. № 645/2020

Получена 12.11.2020

Получена

в доработанном виде
26.11.2020

Одобрена 10.12.2020

Доступна онлайн

28.01.2021

УДК 336.276, 336.278,
336.774, 338.242,
339.972

JEL: E65, F34, F43,
H6, O23

Ключевые слова:

нефинансовый
сектор экономики,
публичный долг, долг
нефинансовых
корпораций, долг
домохозяйств,
экономическая
политика

Аннотация

Предмет. Уровень долга нефинансового сектора относительно ВВП стран с развивающейся экономикой и развитых стран.

Цели. Выявить, какие институциональные единицы демонстрируют рост или снижение задолженности, исследовать причины и условия, препятствующие снижению долга или, напротив, приводящие к его росту в различных странах и секторах, выяснить основания проводимой государственной политики в этой сфере.

Методология. Использован компаративный межстрановой анализ, метод группировок, графический и трендовый анализ. Исследование охватывает 43 экономики, из которых 26 относятся к категории развитых и 17 — формирующихся. Временной период — с IV квартала 2001 г. по IV квартал 2019 г.

Результаты. Выявлены структурные изменения долга, произошедшие после 2008 г., которые в развитых странах состоят в сокращении левериджа в частном секторе и росте долга государственного сектора, в странах с развивающейся экономикой — в ускоренном росте долга нефинансовых корпораций и домохозяйств. Обнаружено, что перераспределение долга в развитых экономиках связано с близкими к нулевым референтными процентными ставками. Рост долга развивающихся экономик также связывается с низкими ставками и с закономерностями развития потребительского, ипотечного секторов и долговыми аппетитами корпораций.

Область применения. Результаты важны для формирования политики в области управления долгом нефинансового сектора.

Выводы. Из-за разных условий доступа к рынку капитала, институциональных различий развитых и развивающихся экономик требуются разные подходы к управлению долгом. Тенденции быстрого роста долга в обоих случаях предполагают принятие дополнительных макропруденциальных и фискальных мер для обеспечения финансовой устойчивости экономик стран.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2020

*Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета.

Для цитирования: Криничанский К.В. Мировые тренды долга нефинансового сектора // *Финансы и кредит*. — 2021. — Т. 27, № 1. — С. 41 — 62.
<https://doi.org/10.24891/fc.27.1.41>

Проблема долга в национальном и мировом масштабе не сходит с повестки дня экономических исследований последние более чем 12 лет (см., например, обзоры в работах М. Косе с соавторами [1], Р.З. Алибера и Ч.П. Киндлбергера [2] и др.). Это вызвано не только тем, что самая продолжительная рецессия, случившаяся в 2007—2009 гг., охватившая большую часть мира и имеющая негативные последствия, действующие по сей день, непосредственной своей причиной имеет перенакопление долга в одном из секторов экономики [3], но и тем, что по прошествии довольно продолжительного периода после финансово-экономического коллапса тех лет ни одна развитая страна не достигла снижения размера долга нефинансового сектора. Более того, страны нарастили свой долг [4], и многие довольно значительно, так что оценки показывают рост долга нефинансового сектора более четверти стран на более чем 50 п.п. по индикатору «Долг к ВВП». Значит ли это, что сарказм заголовка бестселлера К. Рейнхарт и К. Рогофф «На этот раз все будет иначе» [5] вновь окажется актуальным, и мировой экономике грозит очередное потрясение, причиной которого станет «пирамида долга»?

Чтобы ответить на этот вопрос, следует разобраться, какие категории стран и какие именно институциональные секторы демонстрируют рост или снижение задолженности, изучить причины и условия, которые препятствуют снижению долга или, напротив, приводят к его росту в различных странах и секторах, а также определить, каковы основания проводимой в этой сфере политики. Ответы на указанные вопросы составляют цель настоящего исследования.

В рамках работы показатель долга нефинансового сектора включает в себя публичный и частный долг, так что последний охватывает задолженность корпораций и домохозяйств. Такой подход применяется рядом международных организаций и институтов, например, Банком международных расчетов. При этом в литературе используется более узкое определение долга нефинансового сектора как включающего исключительно частный долг [6].

Следует заметить, что структура долга нефинансового сектора в течение периода, прошедшего с 2008 г., существенно изменилась. Произошедшие изменения были различными в странах с развитой экономикой и странах с

формирующимися рынками. Общая картина оказалась следующей: в первой группе стран наблюдался рост публичного долга одновременно с делевериджем в частном секторе; во второй группе стран рост долга преимущественно наблюдался в частном секторе.

В настоящем исследовании нас интересуют как сами тенденции долга нефинансового сектора разных категорий стран, так и их основания, а также возможные последствия (и, если речь идет о негативных последствиях, — способы и механизмы их предотвращения). Информационной базой исследования являются открытые данные, публикуемые Банком международных расчетов¹, Всемирным банком² и национальными банками ряда стран.

Прежде всего представим информацию о величине долга нефинансового сектора и его компонентов в разрезе институциональных единиц (подсекторов). Требуемый индикатор — частное общего объема задолженности сектора (подсектора) к валовому внутреннему продукту (ВВП). Показатель задолженности, стоящий в числителе данного индикатора, включает заемное финансирование экономических субъектов из всех источников, в том числе банков, других финансовых институтов, нефинансовых корпораций — резидентов и нерезидентов. Показатель включает главные контракты, построенные на отношениях займа — кредиты и долговые ценные бумаги. Соответствующая информация сведена в *табл. 1*.

Можно обнаружить, что страны с развитой экономикой в среднем имеют более высокий уровень долга нефинансового сектора (274% от ВВП) по сравнению со странами с развивающейся рыночной экономикой (194% от ВВП). Долг стран, входящих в группу G20, включающую представителей обеих групп стран, к концу 2019 г. достиг в среднем уровня 240% от ВВП. Наибольшие значения долговой нагрузки на экономику наблюдаются среди развитых стран: в Люксембурге (414,6% ВВП), Японии (367,2%), Бельгии (312,9%), Нидерландах (306,7%), среди стран с развивающейся экономикой — в Китае (258,7% ВВП), Малайзии (189,3%), Чили (155,6%), Таиланде (150,1%).

Как показано на *рис. 1*, прирост долга нефинансового сектора более чем на 50 п.п. относительно ВВП за период 2008—2019 гг. наблюдался в таких

¹ Статистическая база Банка международных расчетов (BIS Statistics).
URL: <https://www.bis.org/statistics/index.htm>

² Открытая база данных Всемирного банка (World Bank Open Data).
URL: <https://data.worldbank.org/>

странах и территориях, как Греция, Канада, Люксембург, Сингапур, Финляндия, Франция, Швейцария, Япония, Гонконг, Китай, Чили. Среди стран, снизивших уровень совокупного долга нефинансовому сектору на протяжении того же периода, — Германия, Дания, Израиль, Ирландия, Новая Зеландия — из числа развитых; Венгрия, Индия — среди развивающихся.

Страны, входящие в G20, нарастили задолженность на 41 п.п. Страны с развитой экономикой продемонстрировали высокие темпы роста долга, что по рассматриваемому индикатору составило за посткризисный период 35,2 п.п. В свою очередь страны с развивающейся экономикой наращивали долг более быстрыми темпами. Рост индикатора «Долга нефинансового сектора к ВВП» здесь составил 88,2%. Достигнутое значение индикатора по группе стран с развивающейся экономикой, равное 194,2% ВВП, все еще существенно меньше, чем в группе развитых стран, однако гораздо более высокие темпы роста показателя долга в развивающихся странах относительного развитых указывает на то, что разрыв между странами с развитой и развивающейся экономикой по отнесенному к ВВП уровню долга нефинансового сектора быстро сокращается.

То, что текущее распределение стран по индикатору долга обязано политике, проводимой этими странами в последнее двадцатилетие, продемонстрировано на *рис. 2*. Иллюстрация показывает, что относительный размер долга нефинансового сектора стран положительно (с коэффициентом 0,46) и довольно значимо (коэффициент детерминации равен 0,59) коррелирует с темпами, с которыми данный долг рос. Данное наблюдение указывает на то, что в рассматриваемый период определенные страны и группы стран испытывали схожие экономические «болезни», используя рост публичного долга или стимулирование частного долга как лучшие рецепты их лечения.

Далее коснемся одного из главных вопросов исследования — изменения структуры долга разных групп стран. Для этого проанализируем посткризисную динамику показателей публичного долга, долга частного нефинансового сектора, задолженности компаний и кредитов домохозяйств. Выясняется, что за период с IV кв. 2008 г. по IV кв. 2019 г. публичный долг развитых стран возрос на 27,7 п.п. при том, что государственный долг стран с развивающейся экономикой — на 21,1 п.п. относительно ВВП. В то же время долг частного нефинансового сектора в группе стран с развивающейся рыночной экономикой возрос на 67,1 п.п. относительно ВВП, а в группе развитых стран данный показатель практически не

изменился — прирост составил только 2,4 п.п. Индикатор «Долг нефинансовых корпораций к ВВП» в странах с развивающейся экономикой вырос на 43,8 п.п. по сравнению с 4,9 п.п. в группе развитых стран. В свою очередь индикатор «Долг домохозяйств и некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства, к ВВП» за рассматриваемый посткризисный период в развивающихся странах показал рост на 23,4 п.п., тогда как в развитых странах сектор домохозяйств показал снижение задолженности на 2,5 п.п. от размера ВВП. Таким образом, обнаруживается, что на страны с формирующимися рынками начиная с 2009 г. не только приходится значительная и все возрастающая доля роста общемирового долга, но и то, что прирост долга в секторе домашних хозяйств и в корпоративном секторе в последние годы полностью или в подавляющей доле обязан именно этим странам. Укажем, что одними из первых эту тенденцию отметили партнеры консалтинговой компании McKinsey [7].

В некотором аспекте это логичный результат, так как он отражает догоняющий характер развития экономических систем и финансовых рынков стран с развивающейся экономикой, где домохозяйства расширяют потребление, сформировавшиеся финансовые системы дают возможность удовлетворить спрос на жилье за счет ипотеки, бизнес-организации получают финансовые услуги, все больше пользуются кредитом, а национальные финансовые регуляторы прилагают усилия для развития рынка корпоративных облигаций. Позитивные стороны здесь, помимо сказанного, следует видеть в ожидаемом расширении как потребительского, так и инвестиционного спроса в данных странах с прицелом на поддержание относительно высоких темпов роста. В то же время столь стремительное расширение кредита в данных странах не может не настораживать и ставит вопрос об устойчивости их финансовых систем в будущем с учетом имеющегося опыта кризисов, основанных на частной задолженности, что глубоко изучено в работах М. Монтеса и В. Попова [8], М. Капулонга с соавторами [9], Р. Чанга и А. Веласко [10], Г. Коула и Т. Кехо [11], О. Йорды, М. Шуларика и А. Тейлора [12], В. Коха с соавторами [13].

Что касается развитых стран, то в структуре их национального долга основной рост приходится на сегмент публичного долга. Это объясняется более широким использованием этими странами государственного долга как одного из инструментов, задействованных для преодоления последствий финансово-экономического кризиса 2007—2009 гг., или, если рассуждать шире, реализацией ими своих возможностей использовать налогово-бюджетную политику для стабилизации бизнес-цикла и циклов потребления домашних хозяйств.

Опираясь на имеющуюся информацию, предположим, что установленные тенденции роста глобального долга сохранятся на среднесрочном горизонте. Этому будет способствовать несколько факторов и условий. В частности, обратим внимание на ожидаемое усиление использования фискальных инструментов стимулирования экономики в развитых странах и союзах (странах ЕС) в отсутствие возможности дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики и в связи с сохраняющейся необходимостью подстегивания роста, в том числе в связи с ущербом, нанесенным экономикам ограничениями, диктуемыми условиями начавшейся в 2020 г. пандемии коронавируса COVID-19. Иными словами, есть основания полагать, что в развитых странах бремя публичного долга продолжит нарастать. В свою очередь продолжение тенденций роста долга частного нефинансового сектора в странах с формирующимися рынками будет в ближайшие 3—5 лет подпитываться снижением процентных ставок и ожидаемым более форсированным оживлением экономической активности в них.

Прежде чем говорить о возможных последствиях этих процессов сопоставим динамику долга с динамикой ВВП. Для этого отобразим на графиках одновременное изменение индикатора «Долг нефинансового сектора к ВВП» и темпов роста ВВП (*рис. 3—5*).

Относящиеся к еврозоне и США *рис. 3* и *4* демонстрируют схожую картину не только по характеру, но и по времени происходящих процессов, это указывает на то, что последний двадцатилетний период проходит под тенденцией снижения темпов роста реального ВВП в данных экономиках, а турбулентность 2007—2009 гг. закрепила показатели роста на относительно более низких уровнях в сравнении с предыдущими годами. Одновременно с этим наблюдается устойчивый тренд роста показателя «Долг к ВВП» в этих странах, так что начиная с 2005 г. (США) и с 2007 г. (еврозона) образовался устойчивый гэп между темпами роста долга и темпами роста ВВП, указывающий на усиление долговой нагрузки на экономику.

В то же время, как видно из *рис. 5*, в КНР темпы роста ВВП начали падать только после 2007 г., но скорость падения выглядит угрожающе стремительной (более чем 14-процентный рост 2007 г. сменился 6-процентным в 2019 г.). При этом темпы увеличения долга нефинансового сектора в Китае устойчиво растут, так что начиная с 2011 г. образовался гэп роста долга и роста реального ВВП, демонстрирующий в течение девяти лет все большее расширение.

Итак, три рассмотренных кейса, захватывающие порядка 50% мирового ВВП по ППС, показывают пересечение двух тенденций — роста долга нефинансового сектора и замедления темпов роста ВВП. Это довольно настораживающая ситуация с точки зрения устойчивости экономического развития (и снижения долгового навеса) и перспектив восстановления роста ВВП до докризисных значений.

Во-первых, отметим, что власти, стремящиеся сократить государственный и (или) частный долг, сегодня встречают препятствие в виде низких темпов роста выпуска, поскольку именно доходы, создаваемые экономикой, являются первичным источником средств, требуемых для сокращения долга. Во-вторых, укажем, что экономика, достигающая чистого сокращения долга, изымая вследствие этого ресурсы (в большинстве случаев речь при этом идет о перераспределении доходов в пользу нерезидентов), страдает от снижения потенциала роста. В-третьих, как засвидетельствовано в большом числе работ, сохранение долгового навеса на высоких уровнях сопряжено с замедлением темпов роста ВВП, снижением уровня заработных плат и уровня жизни будущих поколений [14], и к тому же повышает риск развития финансового кризиса [15]. Так, в статье М. Кэнера, К. Фэна и Т.Дж. Греннеса [16] обнаруживается, что, если в некоторой стране государственный долг превышает 100% от ВВП, а частный долг превышает 137%, темпы экономического роста в ней с высокой вероятностью замедлятся. Таким образом, дилемма сохранения или сокращения долга представляет собой своего рода порочный круг и является серьезной проблемой для принимающих решения в области экономической политики.

Впрочем, как говорилось в начале статьи, проблему долга следует рассматривать в привязке к той сумме условий, в которых оказываются власти, домохозяйства и бизнес, обремененные кредитом. Пожалуй, наиболее важное условие, являющееся сегодня центральным в контексте долга, — это беспрецедентно низкие процентные ставки. Связанным с ним обстоятельством является то, что, если считать реалистичными прогнозы экономического роста, касающиеся ведущих экономик развитых стран, в частности, входящих в G7, разность ожидаемых темпов роста и ожидаемых ставок по государственным облигациям повсеместно будет положительной. Из этого следует вывод о том, что в нынешних обстоятельствах важный компонент долга нефинансового сектора — государственный долг — может не иметь фискальных издержек в известной группе развитых стран. Это, в частности, можно трактовать, как предлагает О. Бланшар, следующим образом: правительства вполне могут осуществлять такую пролонгацию

долга, при которой выпуск долга происходит без последующего повышения налогов [17].

В то же время для стран с формирующимися рынками и развивающейся экономикой высокий долг сопряжен со значительными рисками. Эти риски связаны с большой уязвимостью данных экономик к экзогенным шокам. Как показывают прошлые эпизоды долговых кризисов, внешние шоки приводят к росту спредов процентных ставок, увеличению риск-премий, повышению затрат на рефинансирование как через канал ставки процента, так и через валютный канал. Это не раз приводило к финансовым кризисам в развивающихся экономиках с серьезными и долгосрочными негативными последствиями для экономической активности (см., например, работы К. Рейнхарт, К. Рогоффа и М. Савастано [18], П. Лейна [19], М. Бернардини и Л. Форни [20]). Кроме того, жесткие ограничения по заимствованиям, которые испытывают страны с формирующимися рынками, определяют их гораздо более слабую способность использовать налогово-бюджетную политику для стабилизации экономического цикла. Эти особенности влекут необходимость использования этими странами сочетания макропруденциальной политики в денежно-кредитной сфере и консервативной контрциклической фискальной политики, предполагающей среди прочего формирование резервов в нормальное время, тем самым обеспечивается защита бюджетным расходам в периоды рецессий или вероятных кризисов, в том числе исходящих из проблемы перенакопления долга частного сектора.

Подводя итоги исследования, в первую очередь укажем на высокие темпы роста задолженности нефинансового сектора в глобальном масштабе в последние 15—20 лет. Это привело к тому, что размеры долга относительно той добавленной стоимости, которую экономика может произвести в год, резко выросли, так что в странах с развитой экономикой в среднем показатель «Долг нефинансового сектора к ВВП» в 2021 г., вероятно, преодолеет 275%, а в странах с формирующимися рынками устремится к отметке 200%. При этом темпы роста долга в развивающихся экономиках опережают темпы в развитых странах. Это имеет под собой объективные объяснения, отсылающие нас к закономерностям воспроизводственных процессов и закономерностям развития, но одновременно определяет необходимость увидеть те особенности формирующихся рынков, согласно которым их возможности сглаживания бизнес-циклов за счет бюджетно-налоговых мер (что наблюдается сегодня в ведущих индустриальных странах) крайне ограничены. Более того, если обращаться к анализу прошлых эпизодов кризиса и практике стран, которые смогли избежать

чрезмерной турбулентности, необходимо заключить, что стратегии развития большинства стран с развивающимися экономиками предпочтительно основывать на парадигме умеренного накопления долга, создания необходимых бюджетных резервов в периоды между рецессиями, которые во время проявления турбулентности или роста ставок могли бы позволить избежать одновременного сокращения долга частного и государственного секторов или снизить вероятность атаки на валюту, порождаемой происходящим в эти периоды оттоком капитала.

Что касается небывалого накопления развитыми странами государственного долга, отметим, что этот феномен необходимо рассматривать как структурный, заключающийся в перераспределении долга от домохозяйств и корпораций в сторону государственного управления. Однако его трудно признать временным, если учитывать масштабы накопления публичного долга в данных странах. Обнадеживающим обстоятельством здесь следует считать положительный дифференциал ожидаемых темпов роста ВВП и текущих и ожидаемых процентных ставок, однако общее замедление темпов роста ВВП при устойчивом росте частного «Долг к ВВП» заставляет смотреть на эту историю с настороженностью и, если даже принять посыл О. Бланшара об отсутствии фискальных издержек долга в текущей ситуации, не забывать при этом об общей для всех категорий экономик закономерности, согласно которой растущий долг усиливает негативное давление на экономическую активность и способность экономики препятствовать кризисам и преодолевать их последствия.

Таблица 1

Общий объем задолженности нефинансового сектора по институциональным единицам в 2019 г., %

Table 1

The total non-financial sector debt by institutional unit, 2019

Страна	Задолженность относительно ВВП (в процентах) по категориям заемщиков			
	Правительство*	Нефинансовые корпорации	Домохозяйства**	Суммарно по трем группам заемщиков
<i>Группа развитых стран</i>				
Австралия	37,1	71,7	119,5	228,3
Австрия	70,4	90,4	48,8	209,6
Бельгия	98,6	152,4	61,9	312,9
Великобритания	85,4	80,1	83,8	249,3
Германия	59,7	59,7	54,5	173,9
Греция	177	54,6	53,4	285
Дания	33,2	107,3	111,7	252,2
Ирландия	58,8	189,8	38,8	287,4
Израиль	59,5	69	41,7	170,2

Испания	95,5	93,1	56,9	245,5
Италия	134,8	67,9	40,5	243,2
Канада	78,9	114	101,3	294,2
Люксембург	22,1	326,4	66,1	414,6
Нидерланды	48,6	158,3	99,8	306,7
Новая Зеландия	28,5	80,7	94,4	203,6
Норвегия	40,3	136,1	104,8	281,2
Португалия	117,7	96,8	63,9	278,4
Сингапур	126,3	123,8	51,8	301,9
США	100,1	74,9	75,4	250,4
Финляндия	59,4	114,5	66,2	240,1
Франция	98,4	153,2	61,9	313,5
Швеция	35,1	167,5	88,5	291,1
Швейцария	26,4	122,3	132	280,7
Южная Корея	н.д.	102,1	95,5	197,6
Япония	204,2	103,9	59,1	367,2
<i>Группа стран с развивающейся экономикой</i>				
Аргентина	94,4	14,3	5,4	114,1
Бразилия	88,7	43,7	30,4	162,8
Венгрия	64,8	64,5	18,7	148
Индия	69,3	44	12,2	125,5
Индонезия	30,1	22,7	17	69,8
Китай	54,2	149,3	55,2	258,7
Колумбия	49,4	34,3	27,6	111,3
Малайзия	52,5	68,6	68,2	189,3
Мексика	36,4	25,3	16,2	77,9
Польша	46,2	43	34,8	124
Россия	14,6	45,4	18,8	78,8
Саудовская Аравия	22,8	47	11,9	81,7
Таиланд	34	46,9	69,2	150,1
Турция	33,2	66	14,7	113,9
Чехия	30,7	55,8	32,2	118,7
Чили	н.д.	108,3	47,3	155,6
Южная Африка	64,1	38,8	34,3	137,2

* По номинальной стоимости.

** Включая некоммерческие учреждения, обслуживающие домашние хозяйства.

Источник: составлено на основе данных Банка международных расчетов.

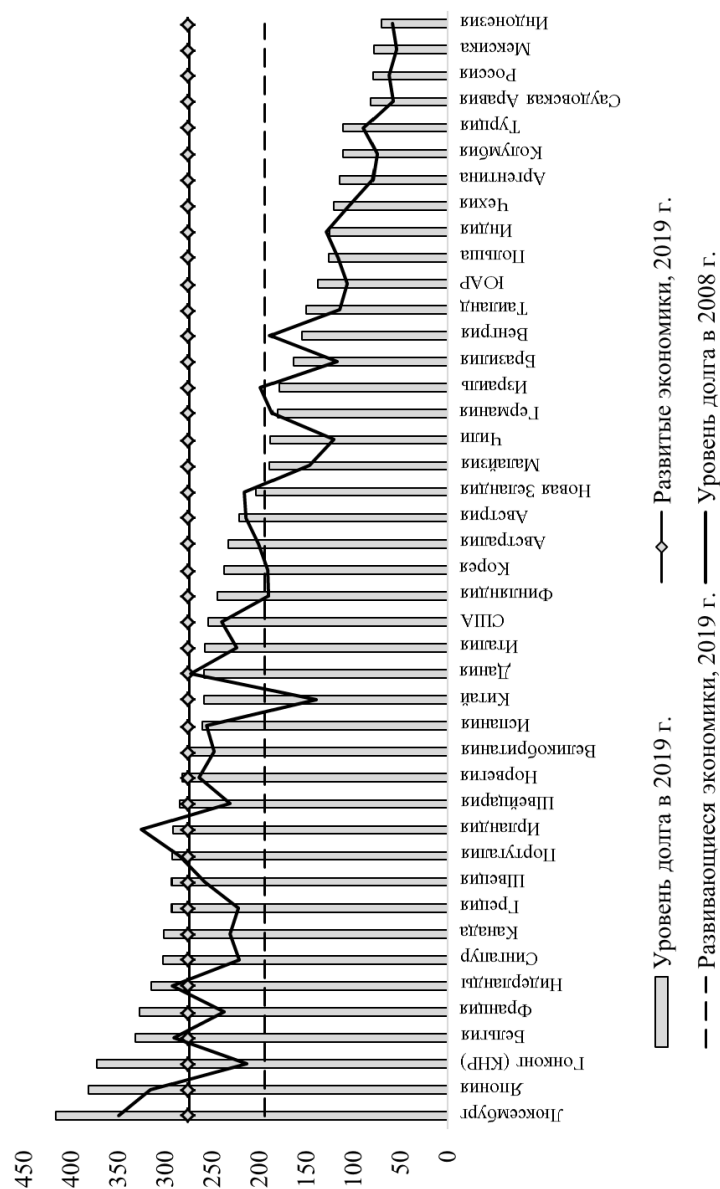
URL: <https://stats.bis.org/statx/toc/CRE.html>

Source: Authoring, based on the Bank for International Settlements data.

URL: <https://stats.bis.org/statx/toc/CRE.html>

Рисунок 1
Общий долг нефинансового сектора в процентах к ВВП, выборка стран

Figure 1
Total debt of the non-financial sector as a percentage of GDP: A sample of countries



Источник: составлено на основе данных Банка международных расчетов. URL: <https://stats.bis.org/statx/toc/CRE.html>

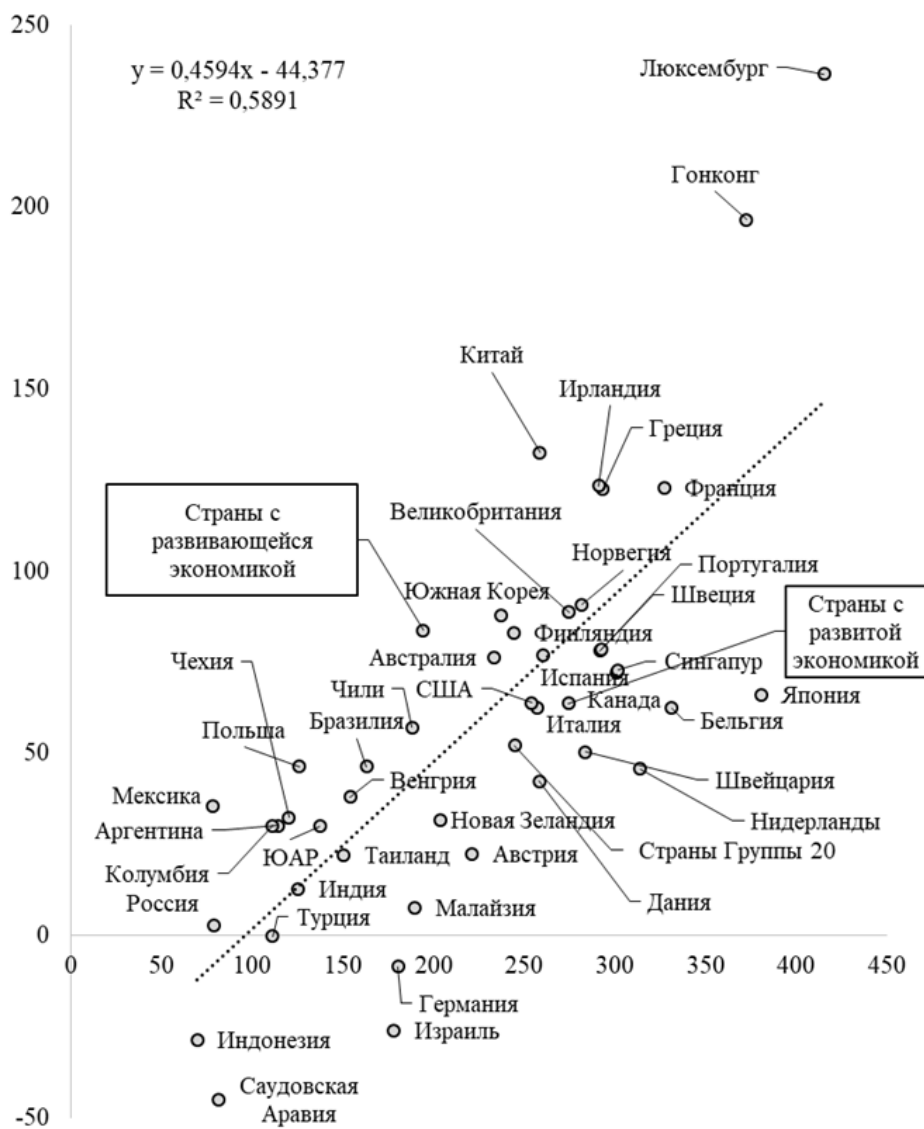
Source: Authoring, based on the Bank for International Settlements data. URL: <https://stats.bis.org/statx/toc/CRE.html>

Рисунок 2

Соотношение прироста долга к его текущему уровню по индикатору
«Долг нефинансового сектора к ВВП», выборка стран

Figure 2

Interrelation between debt growth and current debt levels according
to the *Non-Financial Sector Debt-to-GDP* ratio: A sample of countries



Примечание. По вертикальной оси — прирост индикатора «Долг нефинансового сектора к ВВП» за период 2001 — 2019 гг., п.п.; по горизонтальной оси — «Долг нефинансового сектора к ВВП» 2019 г., %.

Источник: составлено на основе данных Банка международных расчетов.

URL: <https://stats.bis.org/statx/toc/CRE.html>

Source: Authoring, based on the Bank for International Settlements data.

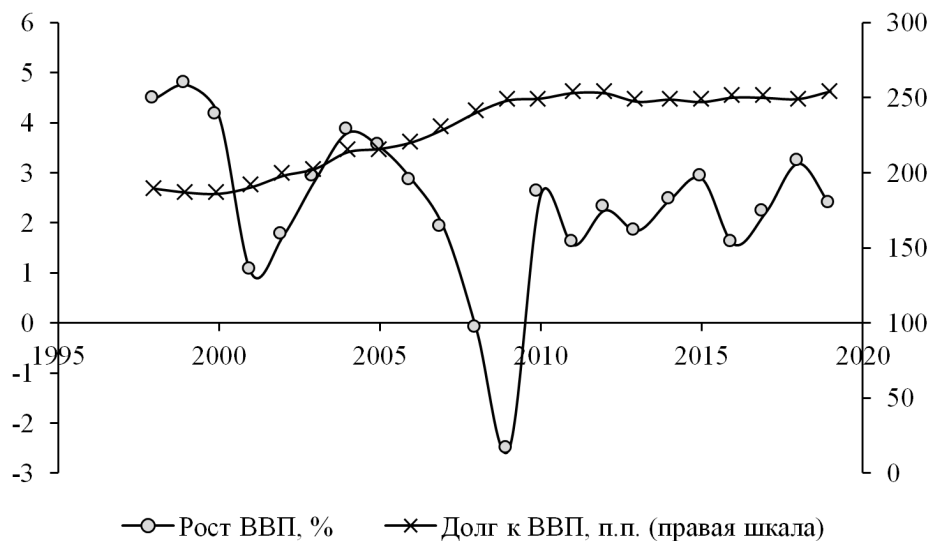
URL: <https://stats.bis.org/statx/toc/CRE.html>

Рисунок 3

Совместная динамика темпов роста ВВП и задолженности нефинансового сектора к ВВП, регион зоны евро, 1998—2019 гг.

Figure 3

Simultaneous dynamics of GDP growth rates and non-financial sector debt to GDP ratio, euro area, 1998–2019



Источник: авторская разработка на основе данных Банка международных расчетов и Всемирного банка

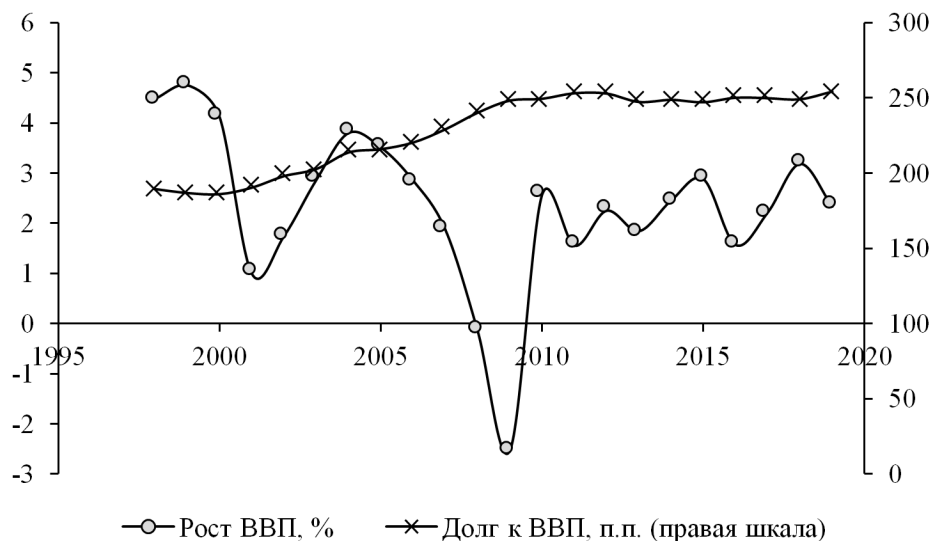
Source: Authoring, based on the Bank for International Settlements and the World Bank data

Рисунок 4

Совместная динамика темпов роста ВВП и задолженности нефинансового сектора к ВВП, США, 1998—2019 гг.

Figure 4

Simultaneous dynamics of GDP growth rates and non-financial sector debt to GDP ratio, USA, 1998–2019



Источник: авторская разработка на основе данных Банка международных расчетов и Всемирного банка

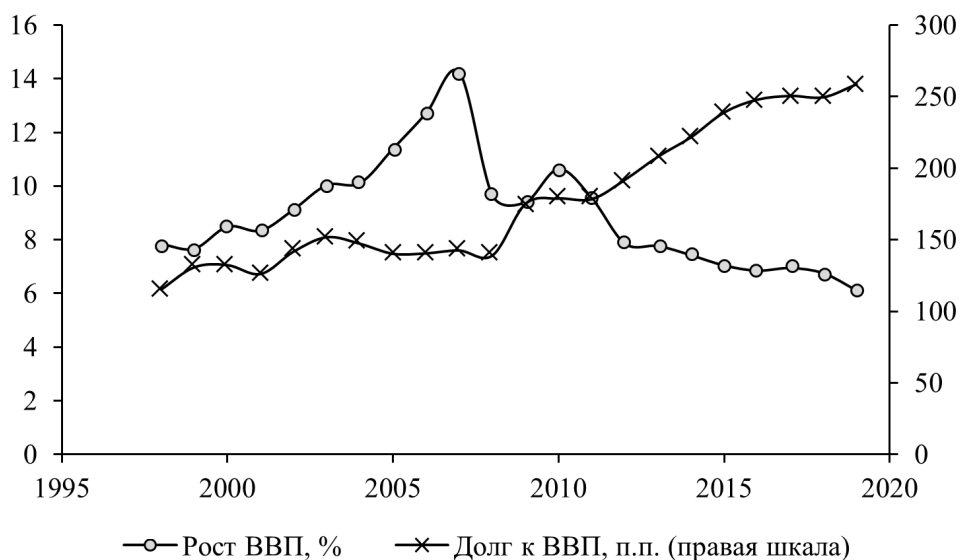
Source: Authoring, based on the Bank for International Settlements and the World Bank data

Рисунок 5

Совместная динамика темпов роста ВВП и задолженности нефинансового сектора к ВВП, КНР, 1998—2019 гг.

Figure 5

Simultaneous dynamics of GDP growth rates and non-financial sector debt to GDP ratio, China, 1998–2019



Источник: авторская разработка на основе данных Банка международных расчетов и Всемирного банка

Source: Authoring, based on the Bank for International Settlements and the World Bank data

Список литературы

1. Kose M.A., Nagle P., Ohnsorge F., Sugawara N. Global Waves of Debt: Causes and Consequences. The World Bank, Washington, DC, 2019.
URL: <https://www.worldbank.org/en/research/publication/waves-of-debt>
2. Aliber R.Z., Kindleberger C.P. Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises. London, Palgrave Macmillan, 2015, 365 p.
URL: <https://doi.org/10.1007/978-1-137-52574-1>
3. Blundell-Wignall A., Atkinson P., Lee S.H. The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues. *OECD Financial Market Trends*, 2008, vol. 2008/1, no. 94. URL: <http://search.oecd.org/daf/fin/financial-markets/41942872.pdf>
4. Avdjiev S., McGuire P., Goetz von Peter. International Dimensions of EME Corporate Debt. *BIS Quarterly Review*, 2020.
URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2006b.htm
5. Reinhart C.M., Rogoff K.S. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton, Princeton University Press, 2011, 512 p.
URL: <https://doi.org/10.2307/j.ctvc4m4gqx>
6. Шеремета С.В., Могилат А.Н. Анализ долговой нагрузки и кредита нефинансовому сектору: оценки для России и межстрановые сопоставления // Вопросы экономики. 2018. № 5. С. 25—48.
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-5-25-48>
7. Dobbs R., Lund S., Woetzel J., Mutafochieva M. Debt and (not much) Deleveraging. McKinsey Global Institute, 2015.
URL: <https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/debt-and-not-much-deleveraging>
8. Монтес М.Ф., Попов В.В. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь»? Теория и история валютных кризисов в России и других странах. М.: Дело, 1999. 136 с.
9. Zhuang J., Edwards D., Capulong M.V., Virginita A. Corporate Governance & Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand. Manila, Asian Development Bank, 2000.
URL: <https://think-asia.org/handle/11540/6222>

10. Chang R., Velasco A. Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy. *NBER Macroeconomics Annual*, 1999, vol. 14, pp. 11–58.
URL: <https://www.nber.org/papers/w7272>
11. Cole H.L., Kehoe T.J. Self-Fulfilling Debt Crises. *The Review of Economic Studies*, 2000, vol. 67, no. 1, pp. 91–116.
URL: https://www.jstor.org/stable/2567030?seq=1#metadata_info_tab_contents
12. Jordà Ò., Schularick M., Taylor A.M. Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons. *NBER Working Paper*, December 2010, No. 16567. URL: <https://doi.org/10.3386/w16567>
13. Koh W.C., Kose M.A., Nagle P.S. et al. Debt and Financial Crises. *Policy Research Working Paper*, 2020, no. 9116.
URL: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/560291579701550183/pdf/Debt-and-Financial-Crises.pdf>
14. Gale W.G. Tackling the Federal Debt Problem Fairly. *The Journal of Economic Education*, 2020, vol. 51, iss. 3–4, pp. 332–358.
URL: <https://doi.org/10.1080/00220485.2020.1804508>
15. Martin A., Ventura J. Managing Credit Bubbles. *Journal of the European Economic Association*, 2016, vol. 14, iss. 3, pp. 753–789.
URL: <https://doi.org/10.1111/jeea.12161>
16. Caner M., Fan Q., Grennes T.J. Partners in Debt: An Endogenous Nonlinear Analysis of the Effects of Public and Private Debt on Growth.
URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3186077>
17. Blanchard O. Public Debt and Low Interest Rates. *The American Economic Review*, 2019, vol. 109, no. 4, pp. 1197–1229.
URL: <https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197>
18. Reinhart C.M., Rogoff K.S., Savastano M.A. Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003, vol. 2003, no. 1, pp. 1–74.
URL: <https://doi.org/10.1353/eca.2003.0018>
19. Lane P.R. Business Cycles and Macroeconomic Policy in Emerging Market Economies. *International Finance*, 2003, vol. 6, iss. 1, pp. 89–108.
URL: <https://doi.org/10.1111/1468-2362.00109>

20. *Bernardini M., Forni L.* Private and Public Debt: Are Emerging Markets at Risk? *IMF Working Paper*, 2017, No. 17/61.
URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/03/22/Private-and-Public-Debt-Are-Emerging-Markets-at-Risk-44754>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

pISSN 2071-4688
eISSN 2311-8709

Financial System

THE NON-FINANCIAL SECTOR DEBT: GLOBAL TRENDS

Konstantin V. KRINICHANSKII

Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
kkrin@ya.ru
<https://orcid.org/0000-0002-1225-7263>

Article history:

Article No. 645/2020
Received 12 Nov 2020
Received in revised
form 26 Nov 2020
Accepted 10 Dec 2020
Available online
28 January 2021

JEL classification:

E65, F34, F43, H6,
O23

Keywords:

non-financial sector,
public debt,
non-financial entities,
household debt,
economic policy

Abstract

Subject. This article examines the non-financial sector debt ratio relative to the GDP of emerging and developed market economies.

Objectives. The article aims to find out what institutional units show debt growth or reduction, what causes and conditions prevent debt decline or lead to its growth in different countries and sectors, and highlight the foundations of public policy in this area.

Methods. For the study, I used a cross-country comparative analysis, grouping method, and graphical and trend analyses. The study covers 43 market economies, including 26 developed and 17 emerging ones. The time period is from Q4 2001 to Q4 2019.

Results. The article identifies and describes the structural debt changes that have taken place since 2008, which include a reduction in private sector leverage and rising public sector debt in developed market economies, and accelerated growth in the non-financial corporations and households' debt in emerging market economies.

Conclusions and Relevance. Given the different conditions of access to the capital market and the institutional differences between developed and emerging market economies, different approaches to debt management are needed. The identified trends are important to develop non-financial sector debt management policies, including both fiscal and monetary policies.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2020

Please cite this article as: Krinichanskii K.V. The Non-Financial Sector Debt: Global Trends. *Finance and Credit*, 2021, vol. 27, iss. 1, pp. 41–62.
<https://doi.org/10.24891/fc.27.1.41>

Acknowledgments

The article is based on the results of research funded through the budget within State job to the Financial University under the Government of the Russian Federation.

References

1. Kose M.A., Nagle P., Ohnsorge F., Sugawara N. Global Waves of Debt: Causes and Consequences. The World Bank, Washington, DC, 2019.
URL: <https://www.worldbank.org/en/research/publication/waves-of-debt>
2. Aliber R.Z., Kindleberger C.P. Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises. London, Palgrave Macmillan, 2015, 365 p.
URL: <https://doi.org/10.1007/978-1-137-52574-1>
3. Blundell-Wignall A., Atkinson P., Lee S.H. The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues. *OECD Financial Market Trends*, 2008, vol. 2008/1, no. 94. URL: <http://search.oecd.org/daf/fin/financial-markets/41942872.pdf>
4. Avdjiev S., McGuire P., Goetz von Peter. International Dimensions of EME Corporate Debt. *BIS Quarterly Review*, 2020.
URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2006b.htm
5. Reinhart C.M., Rogoff K.S. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton, Princeton University Press, 2011, 512 p.
URL: <https://doi.org/10.2307/j.ctvc4m4gqx>
6. Sheremeta S.V., Mogilat A.N. [Analysis of debt burden and credit of corporate sector: Estimates for Russia and cross-country cases]. *Voprosy Ekonomiki*, 2018, no. 5, pp. 25–48. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-5-25-48>
7. Dobbs R., Lund S., Woetzel J., Mutafchieva M. Debt and (not much) Deleveraging. McKinsey Global Institute, 2015.
URL: <https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/debt-and-not-much-deleveraging>
8. Montes M.F., Popov V.V. “Aziatskii virus” ili “gollandskaya bolezнь”? *Teoriya i istoriya valyutnykh krizisov v Rossii i drugikh stranakh* [The Asian Crisis Turns Global]. Moscow, Delo Publ., 1999, 136 p.
9. Zhuang J., Edwards D., Capulong M.V., Virginita A. Corporate Governance & Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand. Manila, Asian Development Bank, 2000.
URL: <https://think-asia.org/handle/11540/6222>
10. Chang R., Velasco A. Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy. *NBER Macroeconomics Annual*, 1999, vol. 14, pp. 11–58.
URL: <https://www.nber.org/papers/w7272>

11. Cole H.L., Kehoe T.J. Self-Fulfilling Debt Crises. *The Review of Economic Studies*, 2000, vol. 67, no. 1, pp. 91–116.
URL: https://www.jstor.org/stable/2567030?seq=1#metadata_info_tab_contents
12. Jordà Ò., Schularick M., Taylor A.M. Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons. *NBER Working Paper*, December 2010, No. 16567. URL: <https://doi.org/10.3386/w16567>
13. Koh W.C., Kose M.A., Nagle P.S. et al. Debt and Financial Crises. *Policy Research Working Paper*, 2020, no. 9116.
URL: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/560291579701550183/pdf/Debt-and-Financial-Crises.pdf>
14. Gale W.G. Tackling the Federal Debt Problem Fairly. *The Journal of Economic Education*, 2020, vol. 51, iss. 3-4, pp. 332–358.
URL: <https://doi.org/10.1080/00220485.2020.1804508>
15. Martin A., Ventura J. Managing Credit Bubbles. *Journal of the European Economic Association*, 2016, vol. 14, iss. 3, pp. 753–789.
URL: <https://doi.org/10.1111/jeea.12161>
16. Caner M., Fan Q., Grennes T.J. Partners in Debt: An Endogenous Nonlinear Analysis of the Effects of Public and Private Debt on Growth.
URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3186077>
17. Blanchard O. Public Debt and Low Interest Rates. *The American Economic Review*, 2019, vol. 109, no. 4, pp. 1197–1229.
URL: <https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197>
18. Reinhart C.M., Rogoff K.S., Savastano M.A. Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003, vol. 2003, no. 1, pp. 1–74.
URL: <https://doi.org/10.1353/eca.2003.0018>
19. Lane P.R. Business Cycles and Macroeconomic Policy in Emerging Market Economies. *International Finance*, 2003, vol. 6, iss. 1, pp. 89–108.
URL: <https://doi.org/10.1111/1468-2362.00109>
20. Bernardini M., Forni L. Private and Public Debt: Are Emerging Markets at Risk? *IMF Working Paper*, 2017, No. 17/61.
URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/03/22/Private-and-Public-Debt-Are-Emerging-Markets-at-Risk-44754>

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.