

УДК 336.1–336.27

Г.В. Семеко*

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ: НОВЫЕ РИСКИ В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА COVID-19. ЧАСТЬ 1

Аннотация. Кризис, связанный с пандемией COVID-19, привел к беспрецедентным фискальным интервенциям во всех пострадавших от этого бедствия странах, в том числе и в России. Резкий рост незапланированных бюджетных расходов в условиях обвала налоговых и экспортных доходов создал угрозу дестабилизации государственных финансов и развертывания долговой спирали. В статье представлены мнения экспертов о влиянии роста такой задолженности на экономику и пороговом значении долга относительно ВВП, стратегиях, которые могут предотвратить долговой кризис. Обсуждаются прогнозы роста бюджетных расходов и государственной задолженности, а также фискальные стимулы, применяемые в отдельных странах.

Ключевые слова: государственный долг; фискальная политика; государственные финансы; бюджетный дефицит; долговой кризис; долговое финансирование.

* Семеко Галина Викторовна, канд. экон. наук, ведущий научный сотрудник Отдела экономики Института научной информации по общественным наукам РАН (ИНИОН РАН).

Semeiko Galina, PhD (Econ. Sci.), leading researcher of the Department of economics, Institute of Scientific Information for Social Sciences, Russian Academy of Sciences (Moscow, Russia).

G.V. Semeko
Public debt: New risks in the context
of the COVID-19 crisis. Part 1

Abstract. The crisis associated with the COVID-19 pandemic has led to unprecedented fiscal interventions in all affected countries, including Russia. The sharp increase in unplanned budget spending in the context of the collapse of tax and export revenues created the threat of destabilization of public finances and of deployment of a debt spiral. The article presents the expert opinions on the economic impact of the growth of such debt and on the threshold value of debt relative to GDP, as well as on strategies that can prevent a debt crisis. Discusses the forecasts of the growth of budgetary expenditures and public debt, as well as the fiscal incentives applied in different countries.

Keywords: public debt; fiscal policy; public finance; budget deficit; debt crisis; debt financing.

Введение

Пандемия COVID-19 и связанные с ней негативные последствия для хозяйственной деятельности создали экономическую ситуацию наиболее неблагоприятную для мирного времени, начиная с 1980-х годов, и, по мнению экспертов, даже более опасную, чем депрессия 1930-х годов. Стремление смягчить кризисные явления в экономике и социальной сфере привело к серии беспрецедентных фискальных (налогово-бюджетных) интервенций правительств во всем мире. Хотя по большей части такие интервенции являются важными и необходимыми, их следствием в ближайшем будущем может стать серьезная дестабилизация государственного бюджета и вхождение стран в долговую спираль. Высокий уровень государственного долга и бюджетного дефицита, падение темпов экономического роста обуславливают опасения относительно возможностей правительств в полной мере выполнить свои финансовые обязательства.

С самого начала кризиса COVID-19 в академическом сообществе ведутся дискуссии о надлежащем реагировании на сложившуюся конъюнктуру. Эксперты рассматривают различные способы восстановления экономики: управление бюджетом и заимствованиями, реструктуризация долга и облегчение долгового бремени, риски суверенного дефолта и др. Одним из главных вопросов экспертных дебатов является то, как можно значительно увеличить

государственные расходы, не «превратив» кризис COVID-19 в долговой кризис.

Настоящая работа посвящена оценке ряда финансовых рисков, а также обсуждению стратегий по преодолению уже существующих или будущих бюджетных и долговых проблем.

Влияние государственного долга на экономику в теоретическом ракурсе

Экономическая теория уже давно изучает влияние долгового бремени на экономический рост, включая его положительные и отрицательные последствия. Общеизвестно, что для правильной оценки этого влияния недостаточно рассматривать изменения только государственного или частного долга, следует учитывать его совокупный объем.

На базовом уровне экономической теории гипотеза эквивалентности Риккардо – Барро подразумевает взаимозаменяемость между государственным долгом и будущим налоговым бременем, которое уменьшает сбережения, доступные для вложения в частные активы [Вагго, 1974]. Если бы финансирование государственного долга за счет займов было направлено на расширение потребления, а не инвестиций, то это привело бы к сопутствующему сокращению накопления капитала и, соответственно, замедлению темпов роста. Более сложные экономико-математические модели позволяют сделать аналогичный вывод.

С точки зрения предложения прямое расширение канонической неоклассической модели экзогенного экономического роста в условиях совершенной конкуренции Рамсея – Касса – Купманса (Ramsey-Cass-Koopmans model) согласовывает государственный и частный компоненты долга в рамках единого межвременного ограничения национальных ресурсов [Blanchard, Fischer, 1989]. Обе формы долга входят в условия первого порядка, определяющие оптимальный рост, при том что если налогообложение будет деформировано, то сбалансированный рост тоже будет нарушен. Модели эндогенного роста [Saint-Paul, 1992] также показали, что избыточный леверидж¹ может накладывать ограничения на рост.

¹ Леверидж (от англ. leverage – «действие рычага») – соотношение между заемным и собственным (акционерным) капиталом; за счет использования заемных средств высокий леверидж обеспечивает высокий потенциал получения прибыли.

В контексте спроса модель экзогенного экономического роста – модель пересекающихся поколений (overlapping generations model) [Diamond, 1965], – и новые кейнсианские установки [Eggertsson, Krugman, 2012] допускают возможность замедления роста из-за долговых ограничений.

В целом, по крайней мере теоретически, именно общая долговая нагрузка имеет особое значение для экономического роста. Насколько данное положение подтверждается практикой – это эмпирический вопрос, который нуждается в тщательном анализе в каждом конкретном случае.

Ж. Лим (ассоциированный профессор одной из ведущих управленческих школ Франции – ESSEC Business School) изучил влияние накопления долга на динамику выпуска (валовой продукт), включив общий долг в панельную векторную авторегрессионную модель (panel vector autoregression, PVAR) [Lim, 2019]. В модели принято предположение, что частные компании и государственные органы реагируют на инновации в совокупной экономической деятельности с лагом в один квартал, поскольку для этого обычно требуется пересмотр экономической политики, реструктуризация производства, внесение поправок в контракты и др.

Данные для модели Лим взял из статистических баз Банка международных расчетов (BIS), МВФ и ОЭСР. Они охватывают период с I квартала 1952 г. по III квартал 2016 г. (т.е. 64 года) и 41 страну, включая промышленно развитые и развивающиеся страны. Расчеты показали, что увеличение доли общего долга в ВВП приводит к сокращению темпов роста последнего. Этот эффект достигает своего максимума через квартал, а затем постепенно исчезает в течение примерно одного года. Хотя есть некоторые свидетельства того, что этот эффект смягчается в открытых экономиках за счет движения денег на текущем счете платежного баланса и динамики обменного курса¹, негативное влияние общего увеличения долга на рост производства неоспоримо [Lim, 2019].

Продолжительные всплески роста долга, как и ожидается в результате кризиса COVID-19, могут привести к еще более серьезным потерям в плане среднесрочных показателей роста.

Многие из выдвинутых предложений по преодолению кризиса, связанного с COVID-19, особенно в развивающихся странах,

¹ Обесценение национальной валюты вносит свой вклад в профицит платежного баланса, который в конечном итоге компенсирует замедление роста примерно через два года.

сосредоточены на управлении затратами и ограничении накопления государственного долга. Однако значимость одновременного решения проблемы роста частных долгов становится все более очевидной и получает все большее признание среди экономистов [Necessity is the mother..., 2020; Krahnke, 2020]. Эмпирические данные также подтверждают предположение о том, что именно совокупность долговой нагрузки влияет на темпы роста. Для того чтобы помочь экономике быстро оправиться от «драматического шока», вызванного пандемией, необходимо уделять внимание как государственным, так и частным заимствованиям.

Существует ли единый порог государственного долга?

Современный кризис COVID-19 вновь активизировал старые дискуссии на тему порогового значения долга относительно ВВП. Предполагается, что его превышение создает серьезные угрозы для среднесрочного экономического роста. Однако относительно существования данного порога мнения ученых расходятся. В том, что такой порог существует, убеждены авторитетные американские исследователи К. Рейнхард и К. Рогофф. В своих работах они доказывают, что уровень задолженности в развитых странах не должен превышать 90% ВВП. Если это правило не соблюдается, то потенциал экономического роста значительно снижается [Reinhart, Rogoff. Growth in..., 2010; Reinhart, Reinhart, Rogoff. Public debt..., 2012; Reinhart, Reinhart, Rogoff. Dealing with..., 2015].

Некоторые исследователи не согласны с вышеприведенным выводом и доказывают, что не может быть конкретного порогового значения долга. Так, А. Пескатори и Д. Сандри, экономисты исследовательского департамента МВФ, и Дж. Саймон, бывший старший экономист этого департамента, а в настоящее время заместитель руководителя отдела исследований Резервного банка Австралии, в своем исследовании показали, что однозначного порога задолженности, превышение которого серьезно ухудшает перспективы роста, в среднесрочном периоде не существует [Pescatori, Sandri, Simon, 2014]. В краткосрочной перспективе при высоком уровне задолженности наблюдалась очень слабая связь между долгом и экономическим ростом в рассмотренных развитых странах.

Кроме того, как они установили, для оценки возможностей роста недостаточно опираться только на уровень задолженности. Важным фактором является траектория изменения долга, которая

может быть повышающейся и понижающейся. В прошлом наблюдались ситуации, когда в странах с высоким (130–140%) ВВП, но одновременно снижающимся уровнем долга темпы роста экономики оставались стабильными (т.е. не замедлялись). Подобные факты говорят о том, что для объяснения потенциала роста экономики недостаточно анализа одного только уровня долга. Низкий темп роста может быть связан и с другими причинами. Вместе с тем очевидно, что страны с высоким долгом, но с понижающейся долговой траекторией, имеют определенные предпосылки для ускорения экономического роста.

Интересное исследование провели преподаватели Государственного технологического университета в Малакке (Малайзия) (Universiti Teknologi MARA, Melaka). Они попытались сравнить выводы экспертов о влиянии государственного долга на экономический рост и о существовании порогового значения долга относительно ВВП [Rahman, Ismail, Ridzuan, 2019]. С этой целью авторы проанализировали статьи по данной теме из базы данных SCOPUS за период 2017–2019 гг. Были отобраны 33 статьи, в которых использовались данные о развивающихся (с низким, средним и высоким уровнем дохода), развитых странах и странах с формирующейся рыночной экономикой. Анализ отобранных статей проводился путем разбиения полученных их авторами результатов на основные группы. Статьи были прежде всего разделены на две группы в соответствии с выявленной зависимостью между размером госдолга и экономическим ростом – линейная и нелинейная. Внутри группы статей, установивших линейную зависимость, были выделены три подгруппы – положительная, отрицательная или незначительная линейная зависимость. Группа статей, авторы которых сделали вывод о нелинейной зависимости, была разделена на подгруппы по критерию порогового значения долга относительно ВВП: отсутствие нелинейной зависимости, отношение долга к ВВП менее 20%, от 21 до 50%, от 51 до 70%, от 71 до 90% и более 90% ВВП [Rahman, Ismail, Ridzuan, 2019].

Положительная линейная зависимость означает, что экономика способна расти в условиях увеличения долга. Это предпочтительная ситуация, поскольку страна может увеличивать государственный долг для достижения национальных целей, таких как укрепление инфраструктуры, инвестирование в человеческий капитал и т.д. Отрицательная линейная зависимость означает, что экономический рост снижается, когда страна увеличивает свой долг. В данной ситуации многие проекты, возможно, придется от-

ложить, так как дополнительные долги приведут только к замедлению экономического роста. В результате страна может оказаться неконкурентоспособной, и инвесторы больше не будут заинтересованы в инвестициях в ее экономику.

В 24 из 33 проанализированных статей выявлена линейная зависимость между госдолгом и экономическим ростом. При этом в большинстве статей установлена значительная отрицательная линейная взаимосвязь между госдолгом (независимо от его специфики) и экономическим ростом. Эта взаимосвязь наблюдается как в странах с низким и средним уровнем дохода и с высокой задолженностью, таких как Шри-Ланка и Нигерия, так и в странах с высоким уровнем дохода, таких как ЮАР, Япония, США, Великобритания и страны ЕС.

Отрицательная линейная взаимосвязь согласуется с общепринятой точкой зрения на влияние госдолга [Bahal, Raissi, Tulin, 2018; Is there a debt-threshold effect..., 2017; De Vita, Trachanas, Luo, 2018; Kim E., Ha Y., Kim S., 2017; Shahor, 2018]. Поскольку правительство привлекает большой объем заемных средств, то процентная ставка по кредитам начинает расти, и это демотивирует инвесторов от вложений в экономику данной страны. Если такое положение будет сохраняться, то в долгосрочной перспективе экономический рост столкнется с серьезными негативными последствиями. Кроме того, отрицательная линейная зависимость может быть объяснена с помощью концепции долгового навеса [Krugman, 1988]. Долговой навес возникает тогда, когда страны с высокой задолженностью имеют более низкую текущую стоимость национального дохода по сравнению с их общим накопленным долгом [Real effects..., 2017; Ewaida, 2017; Snieska, Burksaitiene, 2018].

Одна из возможных причин отрицательной линейной зависимости – неэффективность управления заемными средствами, считают украинские исследователи И. Школьник и В. Койло [Shkolnyk, Koilo, 2018]. Вместо того чтобы направлять заемные средства на производственные цели, правительство предпочитает использовать их для погашения предыдущих долгов или для финансирования операционных расходов, которые обычно носят непроизводительный характер. Следовательно, заемные средства не используются в производственных целях, не создают добавленную стоимость, способствуя тем самым снижению темпов экономического роста.

Однако в ряде рассмотренных статей показано, что линейная зависимость между госдолгом и экономическим ростом может быть положительной. В этом случае рост госдолга способствует ускорению экономического роста. Например, такое наблюдалось в Малайзии (1970–2015) [Real effects..., 2017] и европейских странах (1961–2013) [Gómez-Puig, Sosvilla-Rivero, 2017].

В соответствии с общепринятым в макроэкономической теории взглядом на госдолг положительная линейная зависимость (в основном краткосрочная) объясняется тем, что увеличение госдолга позволяет стимулировать совокупный спрос и производство, в частности, за счет создания рабочих мест и производственных инвестиций. Однако в долгосрочной перспективе такая зависимость между госдолгом и экономическим ростом может перейти в отрицательную. Учитывая это обстоятельство, правительства должны проявить осторожность при разработке бюджетной политики и постараться отследить тот момент, когда размер долга достигнет порогового значения, превышение которого может переключить эффект долга с положительного на отрицательный.

Кроме отрицательного и положительного влияния госдолга на экономический рост, между ними существует еще и нелинейная зависимость. Такая ситуация зафиксирована в ряде статей [Ahlborn, Schweickert, 2018; Butkus, Seputiene, 2018; Karadam, 2018], но выводы их авторов крайне противоречивы. В одних работах подтверждается существование нелинейной взаимосвязи в европейских странах [Brida, Gómez, Seijas, 2017; Gómez-Puig, Sosvilla-Rivero, 2017; Pegkas, 2018; Pegkas, 2019] и развивающихся экономиках [Shkolnyk, Koilo, 2018]. В других работах установлено, что ее не существует, например, в Испании [Esteve, Tamarit, 2018] и ряде других стран [Public debt and economic growth conundrum..., 2018; Kim E., Ha Y., Kim S., 2017].

Одной из возможных причин противоречивых выводов является различие исторических периодов изучения. Так, из трех статей, в которых установлено отсутствие нелинейных взаимосвязей, одна касается событий 1851 г. в Испании [Esteve, Tamarit, 2018], а вторая – событий 1960 г. в странах ОЭСР и странах, не входящих в ОЭСР [Public debt and economic growth conundrum..., 2018]. Экономическая ситуация в те годы существенно отличалась от той, которая сложилась за последние 30–50 лет и изучалась в других статьях.

В целом эмпирические данные из рассмотренных статей показали, что порог долга относительно ВВП для отдельных стран

может варьировать в широком диапазоне. Так, для ряда стран порог долга составляет 90% ВВП и выше – например, в Ливане [Taher, 2017], Израиле [Shahor, 2018] и Греции [Pegkas, 2018, 2019]. Эти страны, в соответствии с гипотезой Рейнхарт – Рогоффа, могут оказаться не в состоянии погасить долг в установленный срок. Чтобы ограничить риск дефолта, их кредиторы добавляют премию за риск к процентной ставке по долговым обязательствам, что приводит к высокой стоимости заимствований. Косвенно такая практика искажает последствия влияния долга на экономический рост, когда отношение госдолга к ВВП достигает порога вследствие вытеснения частных инвестиций.

Ряд исследователей зафиксировали порог ниже 50%, в частности, в странах зоны евро [Gómez-Puig, Sosvilla-Rivero, 2017] и странах с развитой экономикой, таких как Бельгия, Канада, Великобритания и США [Testing for a debt-threshold effect..., 2017]. В этих случаях порог долга ниже из-за слабой инвестиционной активности инвесторов, которые опасаются повышения налогов правительством в целях погашения долга. В результате инвесторы предпочитают вкладывать свои средства в развивающиеся страны, где стоимость ведения бизнеса ниже.

Проведенный малазийскими учеными анализ [Rahman, Ismail, Ridzuan, 2019] свидетельствует, что выводы Рейнхарт – Рогоффа верны не для всех экономик. Порог долга зависит от текущей экономической ситуации в конкретном государстве, периода исследований, используемых методов анализа и т.д. Хотя такие страны, как Ливан и Греция, которые имеют порог долга более 90%, очевидно, должны снижать уровень долга, чтобы обеспечить экономическое процветание в будущем. Дальнейшее увеличение госдолга не только увеличит нагрузку на нынешнее поколение из-за повышения налогов и сокращения инвестиций, но скажется и на будущем поколении, которому придется нести более высокие расходы. В этих странах правительства не должны повышать налоги для увеличения бюджетных доходов, поскольку они переживают долговой кризис. Вместо этого для стимулирования экономического роста целесообразно сокращать нецелевые расходы и поощрять инвестиции в экономику.

Страны с высоким уровнем дохода характеризуются порогом долга в диапазоне от 21% до 50% ВВП [Testing for a debt-threshold effect..., 2017]. Поскольку установлена отрицательная линейная зависимость между госдолгом и экономическим ростом, то их правительства должны тщательно продумывать свою фис-

кальную политику, ограничивая объем долга [Amann, Middleditch, 2017; De Vita, Trachanas, Luo, 2018; Liaqat, 2019]. Этой группе стран, возможно, придется ввести более высокие налоги, чтобы генерировать больше доходов, поскольку привлечение заимствований и наращивание госдолга тормозит их экономический рост.

Рекомендации по достижению более высоких темпов экономического роста не являются универсальными для всех стран или их групп. Экономика каждой страны имеет свои уникальные особенности и возможности, поэтому порог долга не может быть стандартным (унифицированным). Каждая страна должна разрабатывать свои собственные фискальные инициативы для борьбы с ростом госдолга и стимулирования экономического роста в зависимости от уровня дохода, макроэкономической стабильности, состояния институциональной структуры и т.д.

Страны с высоким долгом, но с низким и средним доходом должны рассмотреть возможность снижения задолженности до уровня, при котором национальный доход достаточен для погашения долга. Если окажется, что они нуждаются в дополнительном источнике финансирования, то повышение налогов для компенсации снижения заимствований не является правильным решением. Правительства могут выступить с другими налоговыми инициативами, такими как расширение налоговых льгот компаниям и меры по созданию благоприятной для инвестиций среды, что позволит поддержать рост производства.

Напротив, страны с высоким уровнем долга и высоким уровнем дохода должны оценить возможность повышения налогов для замещения заимствований, если уровень долга стал неуправляемым. Но при этом следует применять прогрессивную систему налогообложения, при которой повышение налогов затронет только физических лиц и компании, получающих высокие доходы. В противном случае повышение налогов приведет к разрушению экономики из-за снижения покупательной способности населения и частного потребления.

Исторический опыт регулирования государственного долга в периоды бедствий

Отдельную группу аналитических исследований представляют работы, в которых изучается мировой исторический опыт решения трудных финансово-экономических проблем, в том числе проблем кредитования и урегулирования долгов, в периоды цик-

лических кризисов или бедствий, которые с древних времен были частью истории человечества. Нынешняя глобальная и неожиданная пандемия отличается от большинства предшествующих, прежде всего, своими масштабами. Поэтому ее историческое сравнение представляется достаточно затруднительным. Тем не менее попытки таких сравнений уже предприняты в научной литературе.

Согласно сделанным исследователями выводам, в периоды бедствий страны могут мобилизовать значительные суммы, в частности, в рамках трансграничного кредитования. Вопросу о привлечении трансграничных заимствований посвящена работа, в которой принимали участие К. Рейнхард (профессор международной финансовой системы Гарвардской школы им. Кеннеди), К. Трибеш (профессор экономики Кильского института мировой экономики) и С. Хорн (аспирант Мюнхенского университета) [Horn, Reinhart, Trebesch. *Coping with...*, 2020; Horn, Reinhart, Trebesch. *Coping with disasters: Lessons from...*, 2020]. Основываясь на обширной базе данных, авторы исследовали тенденции и циклы в «международном официальном кредитовании»¹ с особым акцентом на периоды глобальных потрясений. Данные охватывают международные кредитные операции 134 стран-кредиторов и 56 международных и региональных финансовых организаций. В общей сложности было выявлено более 230 тыс. официальных займов, грантов и гарантий за период с 1790 по 2015 г. Общий объем обязательств составил более 15 трлн долл (по курсу 2015 г.), что аналогично общему объему непогашенного государственного долга США по состоянию на 2015 г. [Horn, Reinhart, Trebesch. *Coping with...*, 2020, p. 1].

Изученные данные свидетельствуют о том, что на протяжении двух последних столетий официальные кредиторы играли важную (а иногда и доминирующую) роль в международных финансах. Хотя некоторые факты официального международного кредитования и помощи (план Маршалла, помощь МВФ / ЕС во время глобального финансового кризиса и др.), «более широкая траектория» официального кредитования, по мнению авторов, остаются в значительной степени неясными. Отчасти это объясняется тем, что обычно международное официальное кредитование рассматривается как дополнительная форма привлечения капитала в

¹ В категорию «международное официальное кредитование» включены кредиты, предоставленные официальным сектором (правительствами и центральными банками) различных стран официальному сектору других стран, а также кредиты многосторонних официальных институтов.

развивающиеся страны или страны с формирующейся рыночной экономикой в контексте помощи в целях развития или в связи с кризисом. В итоге существующие базы данных по официальному международному кредитованию, как правило, сконцентрированы на «помощи в целях развития», т.е. охватывают в основном льготное кредитование.

Между тем, как свидетельствуют исторические данные, лишь в период 1960–2000 гг. основная доля международного официального кредитования приходилась на развивающиеся страны¹. До этого на протяжении более чем 150 лет основными получателями официальных займов, особенно во время мировой войны, были развитые страны. После финансового кризиса 2008 г. и долгового кризиса в зоне евро 2010–2012 гг., основными реципиентами международных официальных займов вновь стали страны с развитой экономикой благодаря крупномасштабному официальному кредитованию через региональные и многосторонние финансовые механизмы, а также через своповые линии центральных банков [Horn, Reinhart, Trebesch. *Coping with...*, 2020, p. 12].

В целом за два столетия международное официальное кредитование было намного более значительным, чем предполагалось ранее. С 1800 г. потоки суверенного капитала часто превышали объем частных трансграничных потоков. Это особенно отчетливо проявлялось во время войн, экономических и финансовых кризисов и стихийных бедствий, когда частные потоки капитала резко сокращались. Во время войн правительства передавали значительные суммы займов и грантов (субсидий) своим союзникам и другим нуждающимся государствам. Это было характерно, в частности, для двух мировых войн XX в., когда США и Великобритания предоставляли другим государствам беспрецедентные по своему объему международные займы и гранты.

Глобальные кризисы, как и разворачивающийся сейчас пандемический кризис, неоднократно становились «временем официальных государственных финансов», в том числе и на международном уровне. Например, в течение 1940–1944 гг. правительства мобилизовали международные займы и гранты на сумму порядка 10% ВВП США в год. Причем в это время развитые страны имели двузначный бюджетный дефицит (в процентах от ВВП). Сегодня

¹ Такое положение в значительной степени отражает тот факт, что большинство развитых экономик в этот период не сталкивались с крупными глобальными катастрофами.

объем таких займов и грантов соответствует примерно 2000 млрд долл. в годовом исчислении [Horn, Reinhart, Trebesch. *Coping with...*, 2020]. Основные всплески официального кредитования наблюдались во время мировых войн, в частности Наполеоновских войн и двух мировых войн XX в. При этом рост официального кредитования в период глобальных конфликтов был намного более значительным, чем во время глобальных финансовых кризисов или крупных стихийных бедствий.

Сравнивая данные о международных официальных и частных капиталах, авторы установили, что они отрицательно коррелируют между собой. Официальные потоки капитала достигают наибольшего уровня, когда потоки частного капитала сокращаются. Такая корреляция между динамикой международного официального и частного кредитования отчетливо проявляется в следующих четырех исторических ситуациях:

1) во время войн, которые останавливают потоки частного капитала, поскольку их потенциальные получатели становятся недостижимыми, находясь на территории противников или будучи блокированы союзниками;

2) в связи со стихийными бедствиями, которые могут блокировать приток частного капитала или сделать пострадавшую экономику непригодной для инвестиций;

3) в случае введения запрета на приток частного капитала или его резкое ограничение (например, в Китае в первые годы после его вступления в ВТО), в итоге официальное кредитование становится единственной формой поступления иностранных заимствований;

4) в случае когда частные инвесторы принимают решение о прекращении финансирования, например, из-за изменений в валютных курсах или банковского кризиса [Horn, Reinhart, Trebesch. *Coping with...*, 2020].

В последние десятилетия, по мнению Рейнхард, Трибеш и Хорн, наблюдается явное возрождение международного официального кредитования. Происходит это во многом в результате государственной политики Китая и превращения его в доминирующего игрока на международном финансовом рынке. Однако этот факт не получил широкого признания. Бум международного официального кредитования со стороны Китая является частью общего подъема новых держав-кредиторов, особенно развивающихся, таких как Россия, Индия, Бразилия или арабские нефтяные государства. Однако усиление позиций Китая как международного

официального кредитора остается недооцененным и недостаточно изученным из-за отсутствия данных и прозрачности соответствующих операций [Horn, Reinhart, Trebesch, 2019].

Исследователи проанализировали размеры, характеристики и направления китайского экспорта капитала, в частности 5000 кредитов и грантов 152 странам, предоставленных за период 1949–2017 гг. По их оценкам, около половины кредитов Китая развивающимся странам не регистрируется в основных международных базах данных, используемых как исследователями, так и практиками. По этой причине страны-должники, МВФ и Всемирный банк имеют неполное представление о результирующих потоках задолженности, что создает серьезные проблемы для анализа страновых рисков и ценообразования облигаций. Кроме того, неправильное измерение внешнего долга чревато негативными последствиями для тех развивающихся стран, которые с начала 2000-х годов активно заимствовали средства у Китая [Horn, Reinhart, Trebesch, 2019].

Возрождению международного официального кредитования после Второй мировой войны способствовал процесс создания нескольких десятков новых официальных кредитных учреждений в Азии, Африке и Южной Америке, в том числе региональных банков развития и региональных финансовых структур. Результатом стало заметное увеличение объемов международного официального кредитования между развивающимися странами. Имеющиеся в настоящее время данные свидетельствуют, что механизмы двустороннего, регионального и многостороннего официального кредитования никогда не были столь многочисленными и разнообразными, как в настоящее время [Scheubel, Stracca, 2016].

Существенное значение в современном контексте имеет также процесс возрождения официального трансграничного финансирования через центральные банки. После финансового кризиса 2008 г. Федеральная резервная система (ФРС) США, Европейский центральный банк (ЕЦБ) и Банк Японии предоставили центральным банкам других стран рекордные объемы валют через своп-линии, которые формируют своего рода сеть постоянных кредитных линий [Bahaj, Reis, 2020].

Когда в 2007 г. разразился финансовый кризис, европейские банки, сильно зависимые от американских финансовых рынков, очень нуждались в ликвидности. Эту проблему удалось решить благодаря валютному соглашению между ФРС и ЕЦБ о создании своп-линии на 20 млрд долл., которое было подписано в декабре 2007 г.

В течение одного года аналогичные соглашения были заключены с десятком других центральных банков. Своп-линии активно использовались в период с сентября 2008 г. по январь 2009 г., и их объем достиг пика в 586 млрд долл. В октябре 2013 г. соглашения о своп-линиях между ФРС и пятью центральными банками развитых стран (Банком Канады, Банком Англии, Банком Японии, ЕЦБ и Швейцарским национальным банком) стали инструментами постоянного действия.

Своп-линии не ограничиваются долларовым потоком. Например, Швейцарский национальный банк установил своп-линии с центральными банками Польши и Венгрии, а Народный банк Китая создал сеть своп-линий, охватывающую более 40 стран. Сегодня существует около 160 двусторонних своп-линий между центральными банками по всему миру, и они занимают значительную часть глобальной финансовой архитектуры [Bahaj, Reis, 2020].

Список литературы

1. Ahlborn M., Schweickert R. Public debt and economic growth – Economic systems matter // *Internat. economics and economic policy*. – 2018. – Vol. 15, N 2. – P. 373–403.
2. Amann J., Middleditch P. Growth in a time of austerity: Evidence from the UK // *Scottish j. of political economy*. – 2017. – Vol. 64, N 4. – P. 349–375.
3. Bahaj S., Reis R. Central bank swap lines // *VoxEU.org*. – 2020. – 25.09. – Mode of access: <https://voxeu.org/article/central-bank-swap-lines> (дата обращения: 25.07.2020).
4. Bahal G., Raissi M., Tulin V. Crowding-out or crowding-in? Public and private investment in India // *World Development*. – 2018. – Vol. 109 (September). – P. 323–333. – Mode of access: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0305750X18301529> (дата обращения: 21.08.2020).
5. Barro R. Are government bonds net wealth? // *J. of political economy*. – 1974. – N 6. – P. 1095–1117.
6. Blanchard O.J., Fischer S. *Lectures on macroeconomics*. – Cambridge: MIT Press, 1989. – 650 p. – Chapitre 2. – P. 37–91.
7. Brida J.G., Gómez D.M., Seijas M.N. Debt and growth: A non-parametric approach // *Physica A. Statistical mechanics and its applications*. – 2017. – N 486. – P. 883–894.
8. Butkus M., Seputiene J. Growth effect of public debt: The role of government effectiveness and trade balance // *Economies*. – 2018. – Vol. 6, N 62. – P. 1–27.

9. De Vita G., Trachanas E., Luo Y. Revisiting the bi-directional causality between debt and growth: Evidence from linear and nonlinear tests // *J. of internat. money and finance*. – 2018. – N 83. – P. 55–74.
10. Diamond P. National debt in a neoclassical growth model // *American econ. rev.* – 1965. – Vol. 55, N 5. – P. 1126–1150.
11. Eggertsson G., Krugman P. Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach // *Quarterly j. of economics*. – 2012. – Vol. 127, N 3. – P. 1469–1513.
12. Esteve V., Tamarit C. Public debt and economic growth in Spain, 1851–2013 // *Cliometrica*. – 2018. – Vol. 12, N 2. – P. 219–249.
13. Ewaida H.Y.M. The impact of Sovereign debt on growth: An empirical study on GIIPS versus JUUSD countries // *European research studies j.* – 2017. – Vol. 20, N 2. – P. 607–633.
14. Gómez-Puig M., Sosvilla-Rivero S. Public debt and economic growth: Further evidence for the Euro Area. – Madrid, 2017. – 33 p. – (ICEI working papers; WP09/17).
15. Horn S., Reinhart C., Trebesch Chr. China's overseas lending r. – Cambridge, 2019. – 77 p. – (NBER working papers; N 26050).
16. Horn S., Reinhart C., Trebesch Chr. Coping with disaster: Two centuries of international official lending. – Cambridge, 2020. – 68 p. – (NBER Working Paper; N 27343). – Mode of access: <https://www.nber.org/papers/w27343.pdf> (дата обращения: 25.07.2020).
17. Horn S., Reinhart C., Trebesch Chr. Coping with disasters: Lessons from two centuries of international response // *VoxEU.org*. – 2020. – 20.03. – Mode of access: <https://voxeu.org/article/coping-disasters-lessons-two-centuries-international-response> (дата обращения: 25.07.2020).
18. Is there a debt-threshold effect on output growth? / A. Chudik, K. Mohaddes, M. Hashem Pesaran, M. Raissi. // *Rev. of economics and statistics*. – 2017. – Vol. 99, N 1. – P. 135–150.
19. Karadam D.Y. An investigation of nonlinear effects of debt on growth // *J. of economic asymmetries*. – 2018. – N 18. – P. 1–13.
20. Kim E., Ha Y., Kim S. Public debt, corruption and sustainable economic growth // *Sustainability*. – 2017. – Vol. 9, N 433. – 30 p.
21. Krahnke T. Doing more with less: How the IMF should respond to an emerging markets crisis // *VoxEU.org*. – 2020. – 14.04. – Mode of access: <https://voxeu.org/article/how-imf-should-respond-emerging-markets-crisis> (дата обращения: 20.07.2020).
22. Krugman P. Financing vs forgiving a debt overhang // *J. of development economics*. – 1988. – Vol. 29, N 3. – P. 99–104.
23. Liaqat Z. Does government debt crowd out capital formation? A dynamic approach using panel VAR // *Economics letters*. – 2019. – N 178. – P. 86–90.

24. Lim J. Growth in the shadow of debt // J. of banking and finance. – 2019. – N 103. – P. 98–112.
25. Necessity is the mother of invention: How to implement a comprehensive debt standstill for COVID-19 in low- and middle-income countries / Bolton P, Buchheit L., Gourinchas P.-O., Gulati M., Hsieh C.-T., Panizza U., Weder di Mauro B. // VoxEU.org. – 2020. – 21.04. – Mode of access: <https://voxeu.org/article/debt-standstill-covid-19-low-and-middle-income-countries> (дата обращения: 25.07.2020).
26. Pegkas P. Government debt and economic growth: A threshold analysis for Greece // Peace economics, peace science and public policy. – 2019. – Vol. 25, N 1. – P. 1–7.
27. Pegkas P. The effect of government debt and other determinants on economic growth: The Greek experience // Economies. – 2018. – Vol. 6, N 1. – P. 1–19.
28. Pescatori A., Sandri D., Simon J. No magic threshold // Finance & development. – Wash.: IMF, 2014. – Vol. 51, № 2. – P. 39–42. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/06/pdf/fd0614.pdf> (дата обращения: 20.07.2020).
29. Public debt and economic growth conundrum: Nonlinearity and inter-temporal relationship / V. Arčabić, J. Tica, J. Lee, R.J. Sonora // Studies in nonlinear dynamics and econometrics. – 2018. – Vol. 22, N 1. – P. 1–20.
30. Rahman N.H.A., Ismail S., Ridzuan A.R. How does public debt affect economic growth? A systematic review // Cogent Business & Management. – 2019. – Vol. 6, N 1. – Mode of access: <https://www.cogentoa.com/article/10.1080/23311975.2019.1701339> (дата обращения: 25.07.2020).
31. Real effects of government debt on sustainable economic growth in Malaysia / M.D.A. Burhanudin, R. Muda, S.B.S. Nathan, R. Arshad // J. of internat. Studies. – 2017. – Vol. 10, N 3. – P. 161–172.
32. Reinhart C.M., Reinhart V., Rogoff K. Dealing with debt // J. of internat. economics. – 2015. – Vol. 96 (Suppl. 1). – P. 43–55.
33. Reinhart C.M., Reinhart V.R., Rogoff K.S. Public debt overhangs: Advanced-economy episodes since 1800 // J. of econ. perspectives. – 2012. – Vol. 26, N 3. – P. 69–86.
34. Reinhart C.M., Rogoff K.S. Growth in a time of debt // American econ. rev. – 2010. – Vol. 100, N 2. – P. 573–578.
35. Saint-Paul G. Fiscal policy in an endogenous growth model // The quarterly j. of economics. – Oxford: Oxford University Press, 1992. – Vol. 107, N 4. – P. 1243–1259.
36. Scheubel B., Stracca L. What do we really know about the global financial safety net? // VoxEU.org. – 2016. – 04.10. – Mode of access: <https://voxeu.org/article/what-we-really-know-about-global-financial-safety-net> (дата обращения: 20.07.2020).
37. Shahor T. The impact of public debt on economic growth in the Israeli economy // Israel Affairs. – 2018. – Vol. 24, N 2. – P. 254–264.

38. Shkolnyk I., Koilo V. The relationship between external debt and economic growth: Empirical evidence from Ukraine and other emerging economies // Investment management and financial innovations. – 2018. – Vol. 15, N 1. – P. 387–400.
39. Snieska V., Burksaitiene D. Panel data analysis of public and private debt and house price influence on GDP in the European Union countries // Engineering economics. – 2018. – Vol. 29, N 2. – P. 197–204.
40. Taher H. The impact of government debt on economic growth: An empirical investigation of the Lebanese market // Internat. j. of euro-mediterranean studies. – 2017. – Vol. 10, N 1. – P. 23–41.
41. Testing for a debt-threshold effect on output growth / S. Lee, H. Park, M.H. Seo, Y. Shin // Fiscal Studies. – 2017. – Vol. 38, N 4. – P. 701–717.