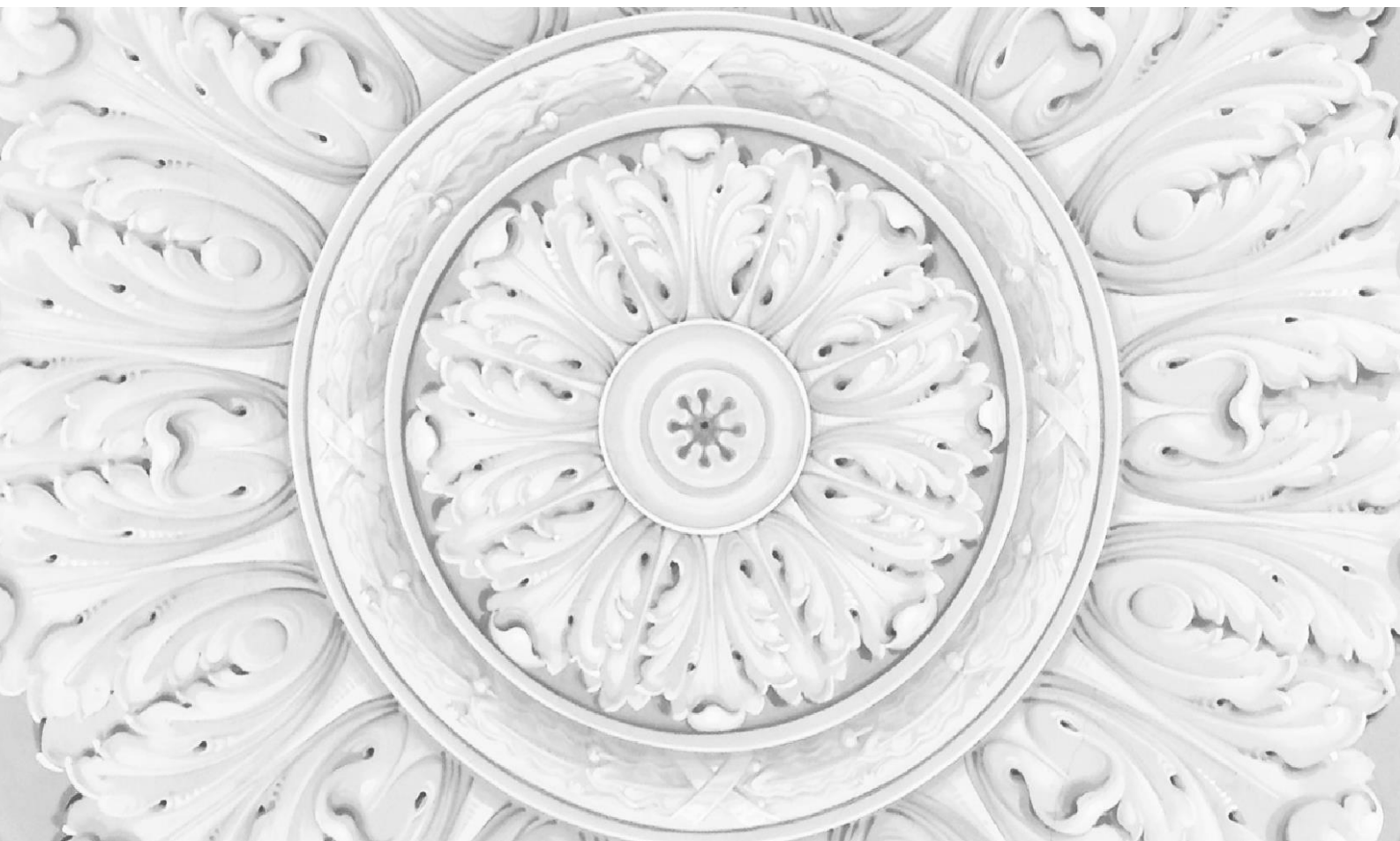




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



**СЕРИЯ ДОКЛАДОВ
ОБ ЭКОНОМИЧЕСКИХ
ИССЛЕДОВАНИЯХ**

Софья Донец
Алексей Пономаренко

Индикаторы долговой нагрузки

№5 / Июнь 2015 г.

Софья ДонецБанк России. Email: DonetsSA@cbr.ru**Алексей Пономаренко**Банк России. Email: PonomarenkoAA@cbr.ru

Авторы благодарны Рамону Адалиду, Анне Крупкиной, Андрею Снякову, Мике Туюле, Сергею Шеремете и Балашу Эгерту за помощь в проведении исследования.

© Банк России, 2015

Адрес ул. Неглинная, 12, Москва, 107016
Телефоны +7 495 771-91-00, +7 495 621-64-65 (факс)
Сайт www.cbr.ru

Все права защищены. Содержание настоящего Доклада выражает личную позицию авторов и может не совпадать с официальной позицией Банка России. Банк России не несет ответственности за содержание Доклада. Любое воспроизводство представленного доклада допускается только с разрешения авторов.

Резюме

В работе проводится анализ двух индикаторов долговой нагрузки: отношения кредита к ВВП и коэффициента обслуживания долга. Для этого рассчитываются равновесные показатели долговой нагрузки, на основе фундаментальных макроэкономических показателей и проводятся международные сопоставления. В заключении делается вывод, что текущий уровень данного показателя в России, вероятнее всего, находится близко к равновесному или его превышает.

Ключевые слова: долговая нагрузка, равновесное отношение кредита к ВВП, коэффициент обслуживания долга (DSR), Россия

JEL классификация: E44, E51, G01.

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	5
1. Отношение кредит к ВВП	6
1.1 Равновесный уровень долговой нагрузки: оценка на основе российских данных	8
1.2 Равновесный уровень долговой нагрузки: оценка на основе данных по развитым странам	9
2. Коэффициент обслуживания долга	10
2.1 Динамика показателей КОД в России	14
3. Отраслевая структура долговой нагрузки	20
Заключение	23
Литература	24

ВВЕДЕНИЕ

Адекватное измерение и интерпретация показателя уровня долговой нагрузки является необходимым условием для эффективной реализации центральным банком своих функций. Это обуславливается рядом обстоятельств.

Во-первых, показатель долговой нагрузки является важным индикатором устойчивости банковской системы и может служить опережающим индикатором для банковских кризисов (Drehmann and Juselius, 2012). Уровень долговой нагрузки также является фактором, влияющим на колебания в реальном секторе экономики, особенно в неблагоприятные периоды (Jorda et al., 2013; Aizenman et al., 2013). Таким образом, анализ изменений показателя долговой нагрузки может использоваться для оценки рисков для финансовой и общеэкономической стабильности, что непосредственно относится к задачам центрального банка.

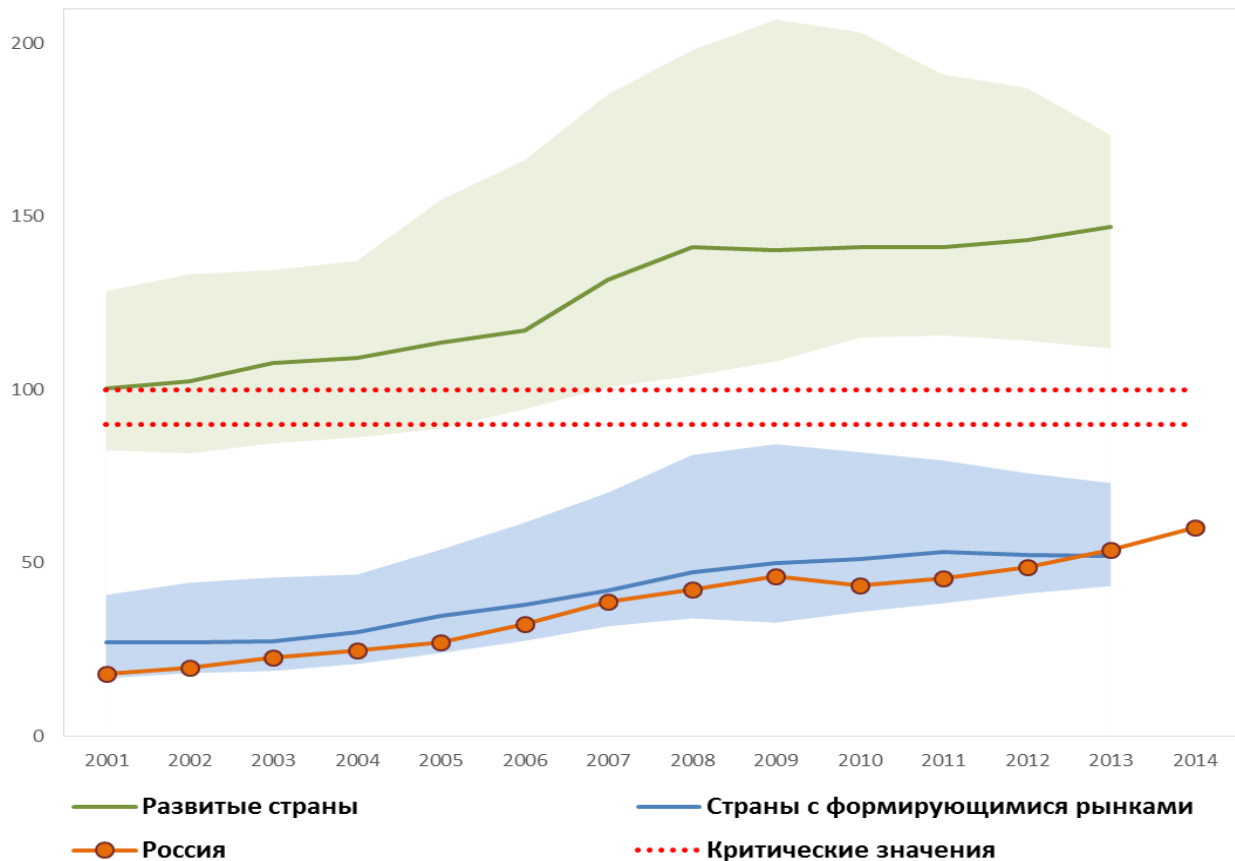
Помимо этого, ситуация в экономиках развитых стран в период после кризиса 2008 года показала, что наличие значительного аккумулированного уровня долговой нагрузки может рассматриваться как один из факторов, снижающих эффективность монетарного и фискального стимулирования (Lo and Rogoff, 2015; Schäuble, 2015), так как в условиях высокой долговой нагрузки снижение процентной ставки не ведет к росту кредитования. Таким образом, уровень долговой нагрузки должен приниматься в расчет и при принятии решений в сфере денежно-кредитной политики.

В данной работе приводится краткий обзор основных подходов к измерению долговой нагрузки, используемых в Банке России. В первом разделе представлен анализ динамики отношения кредита к ВВП. Во втором разделе рассматривается коэффициент обслуживания долга. В третьем разделе приводится краткий обзор межотраслевого распределения долговой нагрузки в России.

1. ОТНОШЕНИЕ КРЕДИТА К ВВП

Стандартным показателем, используемым для измерения долговой нагрузки, является показатель отношения кредита частному сектору к ВВП. Уровень данного показателя в России значительно ниже, чем в развитых странах (Рисунок 1). Впрочем, текущие значения долговой нагрузки в развитых странах не могут сами по себе рассматриваться в качестве оптимального уровня. Ряд эмпирических исследований (например, Arcand et al., 2012; Cecchetti and Kharroubi, 2012) свидетельствуют о том, что превышение отношением кредита к ВВП порогового значения в 90-100% ВВП оказывает негативное влияние на экономический рост. Однако уровень отношения кредита к ВВП в России пока остается существенно ниже и этого уровня. В то же время уже в 2013 году данный показатель долговой нагрузки в России предположительно превысил медианное значение соответствующего показателя в выборке стран с формирующимися рынками (в том числе в ряде стран с сопоставимым уровнем экономического и финансового развития, Рисунок 2).

Рисунок 1. Отношение кредит¹ к ВВП в России, в развитых странах² и странах с формирующимися рынками³ (медианные значения и диапазон на основе 25 и 75 перцентилей, %)



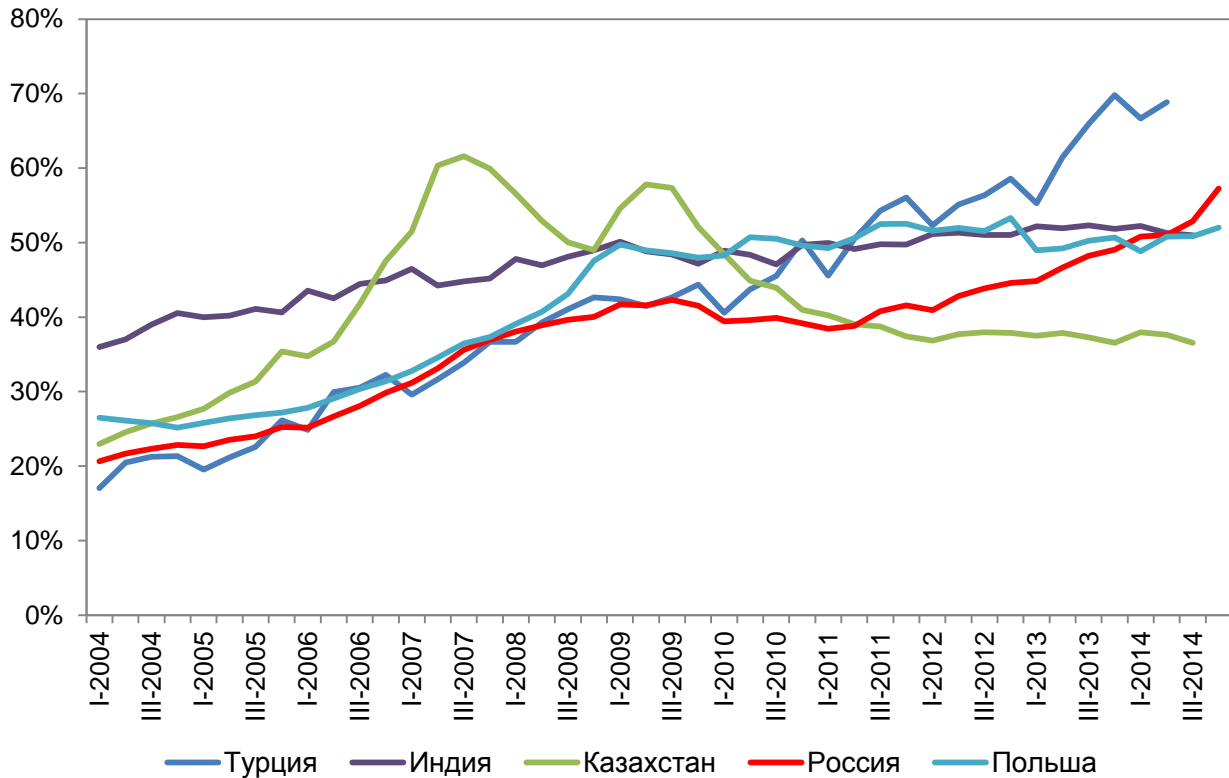
Наблюдавшийся рост отношения кредита к ВВП в России представляется в целом естественным процессом. Однако скорость и траектория этого роста не может априори считаться равновесной.

¹ В качестве показателя кредита используются требования банков к частному сектору экономики. В качестве источника данных использовалась база данных IMF IFS.

² Австралия, Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Нидерланды, Португалия, США, Финляндия, Франция, Швеция, Япония.

³ Армения, Азербайджан, Болгария, Босния и Герцеговина, Беларусь, Боливия, Бразилия, Венесуэла, Венгрия, Грузия, Индонезия, Казахстан, Катар, Китай, Колумбия, Корея, Латвия, Литва, Македония, Малайзия, Марокко, Мексика, Молдова, Пакистан, Парагвай, Перу, Польша, Румыния, Сальвадор, Сербия, Словения, Таиланд, Турция, Украина, Уругвай, Филиппины, Хорватия, Чехия, Чили, Эквадор, Эстония, ЮАР.

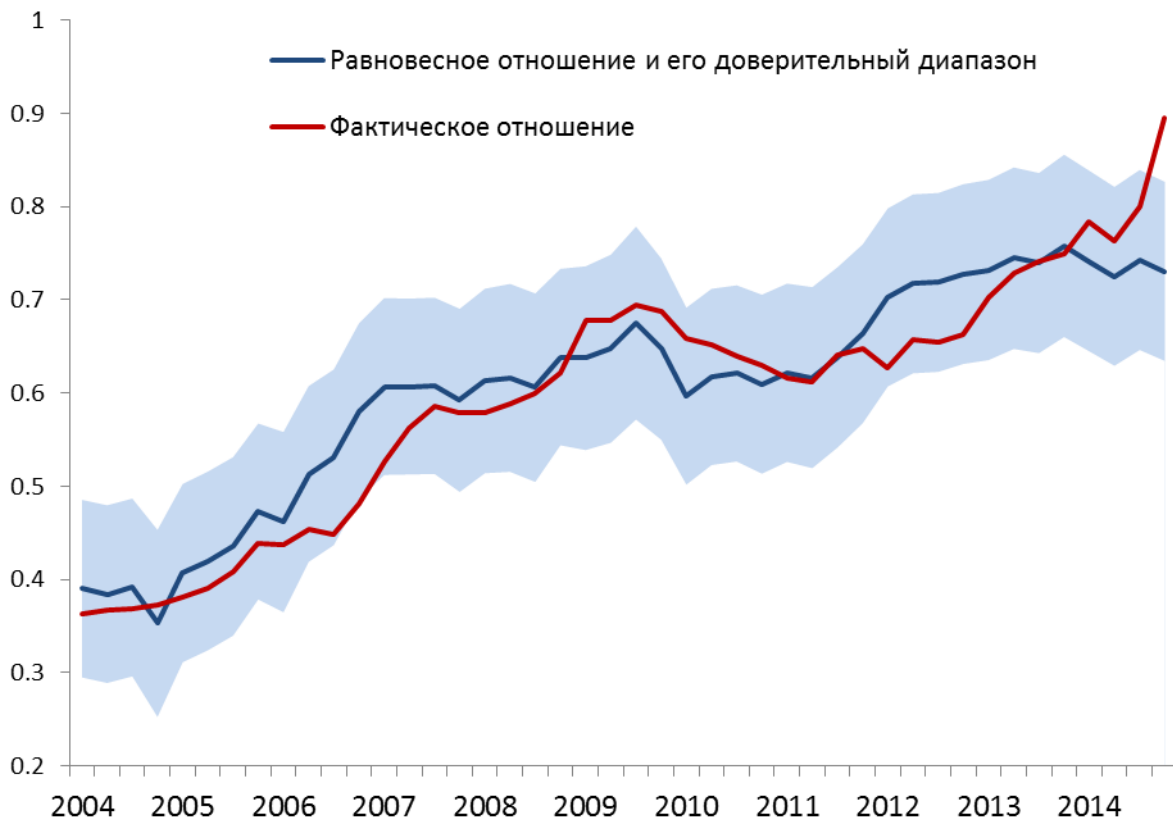
Рисунок 2. Отношение кредита к ВВП в России и отдельных сопоставимых странах с формирующимися рынками



1.1 Равновесный уровень долговой нагрузки: оценка на основе российских данных

Для оценки сбалансированности динамики долговой нагрузки с учетом соотношения ее фактических уровней с оценками фундаментально обоснованных, равновесных значений может быть применено несколько подходов. Во-первых, может быть осуществлена оценка зависимости отношения кредита к ВВП от фундаментальных факторов в экономике с учетом наблюдавшейся до настоящего момента динамики. На основе такого соотношения может быть рассчитан равновесный уровень долговой нагрузки (Рисунок 3). В данном случае рассчитывалось равновесное значение кредита (внешнего и внутреннего) частному сектору в зависимости от динамики реального ВВП и темпов роста уровня цен (соответствующее коинтеграционное соотношение приводится в статье Дерюгина и др., 2015). Из приведенных расчетов следует, что отношение кредита к ВВП несколько превышало равновесный уровень уже по итогам 2013 года. Значительный рост задолженности по долгу, номинированному в иностранной валюте, произошедший вследствие ослабления рубля, привел к тому, что по итогам 2014 г. превышение фактического уровня долга над равновесным стало наибольшим за последние годы.

Рисунок 3. Отношение кредит⁴ к ВВП в России (доверительный диапазон рассчитывался на основе двух стандартных ошибок прогноза)

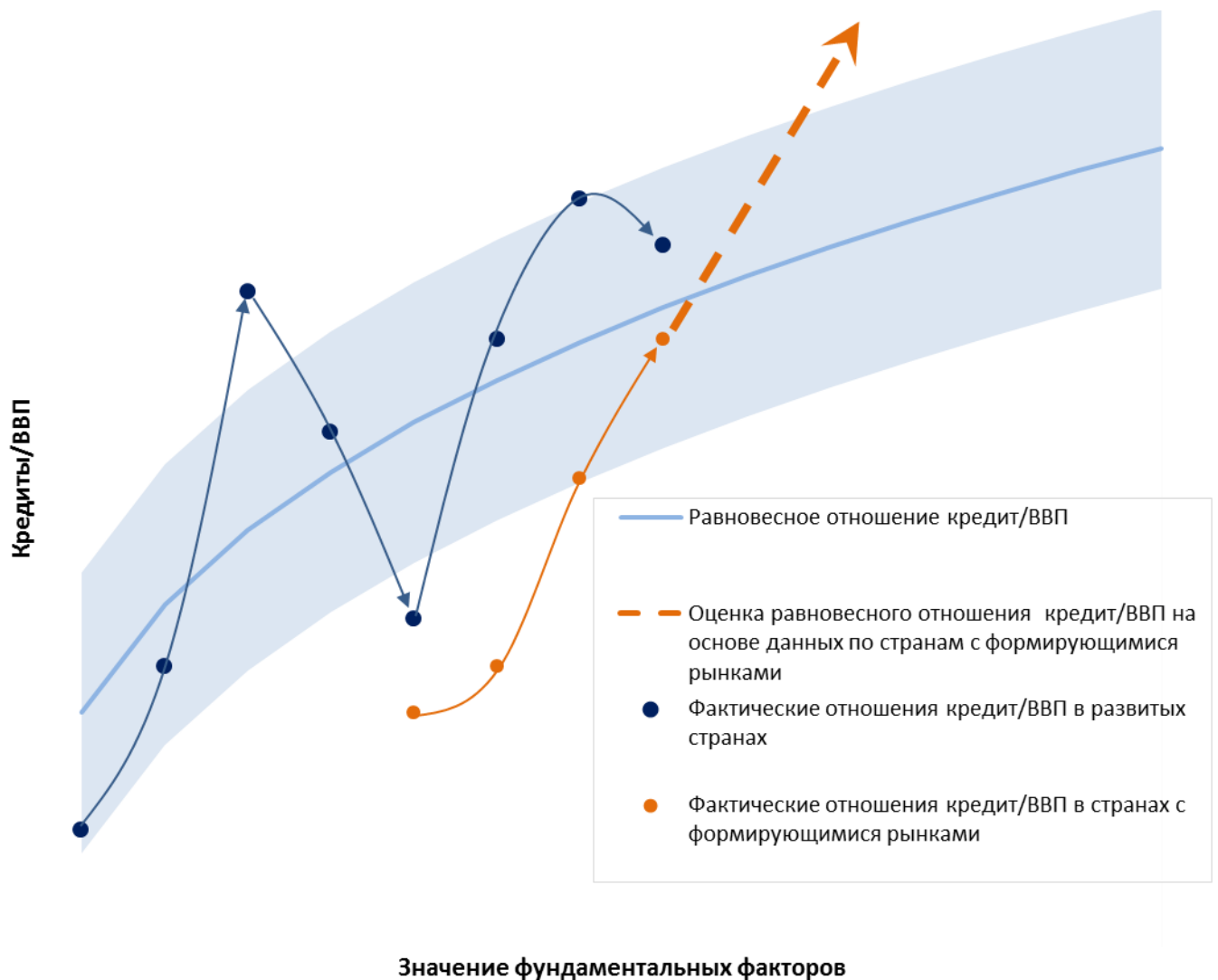


1.2 Равновесный уровень долговой нагрузки: оценка на основе данных по развитым странам

Альтернативным подходом к расчету равновесного уровня долговой нагрузки является вневыборочное оценивание. В рамках этой концепции (см., например, Egert et al., 2006) предполагается, что параметризация соотношения между показателем отношения кредита к ВВП и фундаментальными факторами, полученная на основе данных по странам с формирующимися рынками, характеризующихся высокой изменчивостью, может вести к получению искаженных выводов и прогнозов. Этот эффект возникает из-за того, что ускоренный рост отношения кредита к ВВП, который на самом деле является процессом конвергенции к равновесному уровню, может на основе эконометрических оценок рассматриваться как нормальный уже после достижения такого уровня (Рисунок 4).

⁴ В качестве показателя долга используется сумма требований банков к частному сектору экономики и внешнего долга частного небанковского сектора.

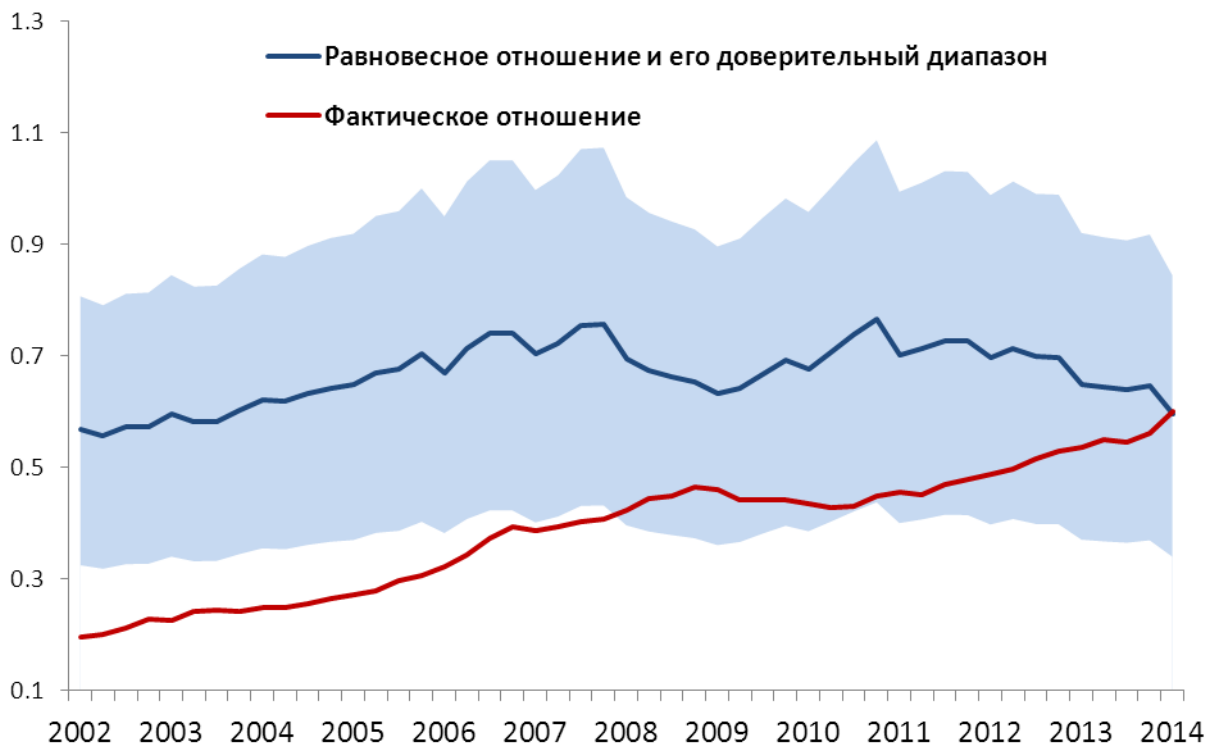
Рисунок 4. Изменение отношения кредита к ВВП и фундаментальных факторов в развитых странах и странах с формирующимися рынками



В качестве решения данной проблемы предлагается проводить параметризацию соотношения между кредитами и основными макроэкономическими переменными на основе более сбалансированных данных по развитым странам и затем применять полученную модель для расчета равновесного отношения кредитов к ВВП в отдельно взятой стране с формирующимся рынком. Результаты такого расчета⁵ приведены на Рисунке 5.

⁵ Использовалась модель спецификации (7) из статьи Egert et al. (2006), оцененная методом FE_OLS для стран ОЭСР.

Рисунок 5. Отношение кредита⁶ к ВВП в России (доверительный диапазон рассчитывался на основе максимальных и минимальных страновых констант)



Полученный в результате диапазон характеризуется достаточно широким доверительным интервалом. Тем не менее, можно утверждать, что в 2012-2014 гг. быстрый рост фактического отношения кредита к ВВП не сопровождался соответствующим увеличением равновесного уровня. В результате по итогам 2014 года фактическое отношение кредита к ВВП достигло медианной оценки равновесного уровня и несколько превысило ее.

2. КОЭФФИЦИЕНТ ОБСЛУЖИВАНИЯ ДОЛГА

Показатель кредита к ВВП в исследованиях, посвященных выявлению рисков для финансовой стабильности, занимает ключевое место в качестве показателя кредитной нагрузки в экономике. Вместе с тем в исследовании Drehmann and Juselius, 2012, показано, что весьма эффективным опережающим индикатором также является показатель отношения текущих платежей по долгу к доходам, или *коэффициент обслуживания долга* (далее – КОД, *англ. Debt Service Ratio – DSR*).

КОД определяется как отношение потока платежей по накопленному долгу, включающих как погашение основной части долга, так и выплату процентов, к величине текущих доходов. На практике определение КОД по информации о фактически осуществленных

⁶ В качестве показателя кредита используются требования кредитных организаций к нефинансовым организациям и населению.

платежах затруднительно ввиду недостатка соответствующих балансовых данных, поэтому в качестве альтернативы может использоваться оценочный показатель, который в упрощенном предположении о равномерном распределении платежей по долгу в течение жизни кредита (аннуитетного платежа) рассчитывается по следующей формуле:

$$DSR_t = \frac{i_t * D_t}{(1 - (1 + i_t)^{-s_t}) * Y_t} \quad (1)$$

где D – величина совокупной задолженности по кредиту, i – средний уровень процентных ставок по выданным кредитам, s – средний срок до погашения и Y – текущий доход.

В силу построения показатель КОД позволяет учитывать больше информации о финансовой ситуации в экономике, чем показатель кредита к ВВП. С его помощью можно видеть, как процентные ставки и срок кредитования нелинейным образом воздействуют на формирование кредитной нагрузки и как они могут влиять на спрос на кредит и его предложение.

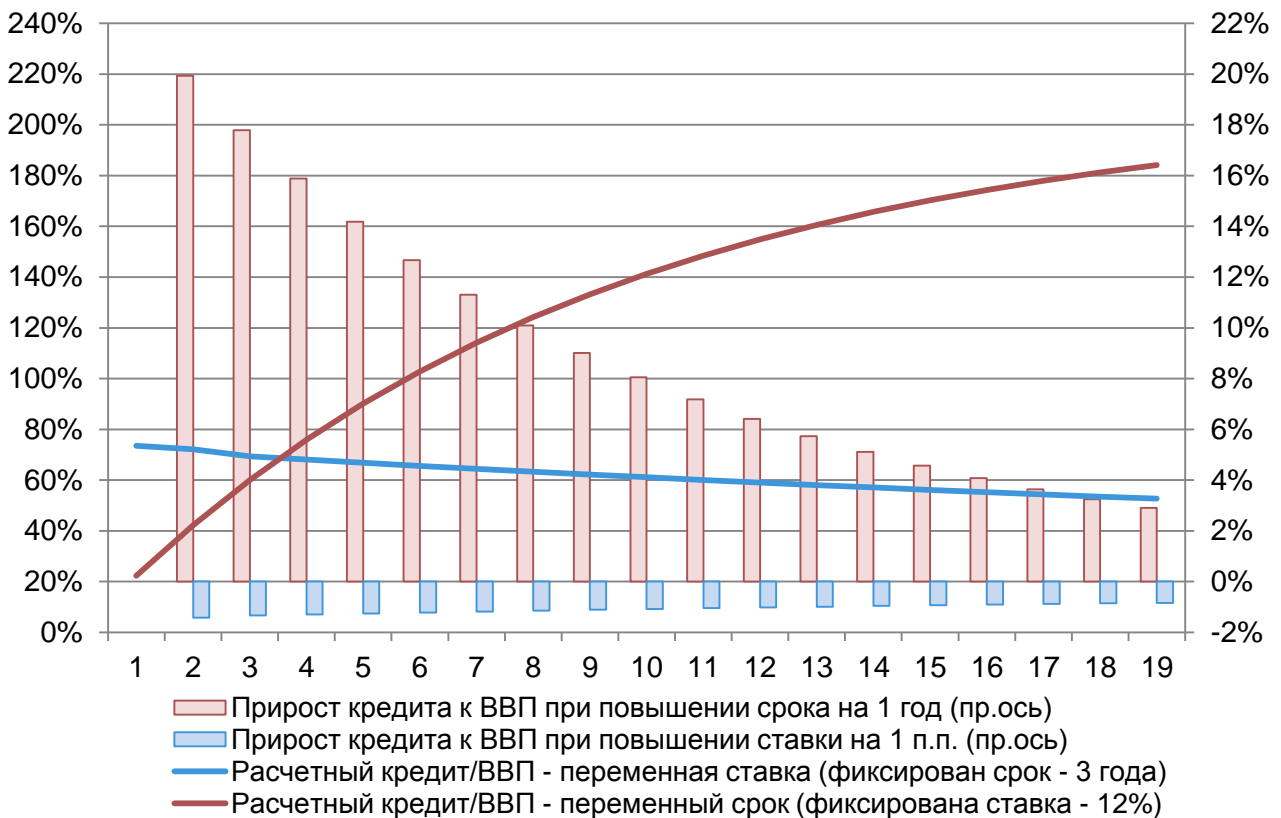
При анализе формирования предложения кредита можно использовать информацию на микроуровне. Так, при предоставлении банком ипотечного кредита физическому лицу банк может опираться на расчет КОД для определения лимита предоставления средств: банк будет готов выдать заемщику такую сумму, чтобы будущие ежегодные платежи, рассчитанные с учетом процентной ставки и срока предоставления кредита (а именно КОД), не превышали 30-50% его текущих доходов. Это позволит обеспечить приемлемый уровень долговой нагрузки для заемщика и ограничить риски неплатежей для банка.

Вне зависимости от того, используются ли подобные ограничения банками, КОД может являться важным показателем и для самих заемщиков. Можно предположить, что субъекты экономики принимают решения о заимствовании, не столько отталкиваясь от общего объема долга, сколько стремясь оптимизировать свои текущие долговые платежи, тем самым обеспечивая сохранение желаемого уровня расходов на потребление. В этом случае при устойчивом снижении процентных ставок или удлинении сроков кредитования в экономике заемщики могут стремиться сохранять КОД на неизменном уровне, и в то же время смогут увеличить объемы заимствования как в абсолютном выражении, так и в отношении к доходам (ВВП).

Анализ КОД в большой степени может объяснить значительные и устойчивые различия в уровне показателя кредита к ВВП в экономиках с формирующимися рынками и в развитых странах. Последние имеют длительную историю сохранения устойчиво низкой инфляции и развитые финансовые системы и, соответственно, существенно более низкий уровень номинальных процентных ставок и значительные сроки кредитования. Это делает для них нормальным сохранение высоких уровней кредита к ВВП, тогда как уровень теку-

щей долговой нагрузки, измеренный КОД, для них может быть в целом сопоставим со странами с формирующимися рынками (Рисунок 6).

Рисунок 6. Расчетный пример: изменение отношения кредита к ВВП при фиксировании КОД на уровне 25% в зависимости от уровня процентных ставок и сроков кредитования



Таким образом, переход от анализа показателя кредита к ВВП к показателю КОД может облегчить межвременное и межстрановое сопоставление уровня долговой нагрузки. Исследование Drehmann and Juselius, 2012, на основе анализа данных 27 стран (в основном развитых, а также некоторых стран с формирующимися рынками) на относительно длительном периоде показало, что динамика показателя КОД по странам достаточно однородна. При этом авторами был сделан вывод о том, что КОД (даже рассчитанный с некоторыми упрощающими допущениями, на основе использования ВВП в качестве показателя доходов) является хорошим индикатором раннего предупреждения финансовых кризисов, во многих случаях показывая лучшие результаты, чем показатель кредита к ВВП.

Таким образом, информация об изменении КОД может быть весьма полезной с точки зрения принятия решений центральным банком в области мер по обеспечению финансовой стабильности. Оценка КОД хорошо дополняет анализ показателя кредита к ВВП и

также может использоваться при анализе процентного и кредитного канала денежно-кредитной трансмиссии в экономике.

2.1 Динамика показателей КОД в России

Для дополнения представленного в первом разделе анализа долговой нагрузки в российской экономике был проведен расчет показателя КОД по методологии, предложенной Drehmann and Juselius, 2012.

Показатель кредита к ВВП был представлен данными статистики банковского сектора в части кредитования нефинансовых организаций и физических лиц (в рублях и в иностранной валюте). Также использовались данные о величине внешнего долга прочих секторов.

Государственный долг не рассматривался в анализе, что, во-первых, было оправдано сохранением в России относительно низкого уровня чистого кредита органам государственного управления со стороны банков, а во-вторых, позволило сравнить полученные результаты с ранее проведенными исследованиями по другим странам по сопоставимой методологии. Вопрос оценки кредитной нагрузки государственного сектора может рассматриваться в качестве темы отдельного исследования, однако для России на настоящий момент, по нашему мнению, он не стоит остро.

Средний срок кредитования был оценен с учетом имеющейся статистики, аналогично исследованию Drehmann and Juselius, 2012. Средневзвешенный срок кредитования был рассчитан на основе данных по кредитованию в разбивке по срокам платежей («до 1 года», «от 1 года до 3 лет», «свыше 3 лет»), при этом предполагалось, что средний срок кредитования в интервале «свыше 3 лет» составляет 5 лет⁷. Для расчета использовался показатель, сглаженный за 8 кварталов. Средний срок внешних заимствований предполагался неизменным на всем периоде наблюдений на уровне 5 лет (что соответствует аналогичным показателям для сопоставимых развивающихся рынков).

В отсутствии статистической информации о величине средних процентных ставок по накопленной задолженности использовалась информация о средних процентных ставках по вновь выданным кредитам, усредненным за предшествующие 8 кварталов (что в целом соответствует среднему сроку кредитования за весь наблюдаемый период). Процентные ставки по внешнему долгу оценивались на основе статистики платежного баланса Российской Федерации (с учетом данных по внешнему долгу и платежам по долговым обязательствам в текущем счете платежного баланса).

Полученные результаты были сопоставлены с динамикой аналогичного показателя по выборке из 21 страны с формирующимися рынками, включая страны СНГ, Центральной

⁷ Что соответствует последним балансовым данным по срокам кредитования, доступным на 2009 год.

и Восточной Европы, Азии и Латинской Америки. Представленные на Рисунках 7 – 9 оценки дают возможность провести межстрановое сопоставление и сделать выводы относительно долговой нагрузки в России.

Рисунок 7. Показатели КОД для России, рассчитанные с учетом внешнего и внутреннего кредита частному сектору без учета банков (нефинансовые организации и физические лица)

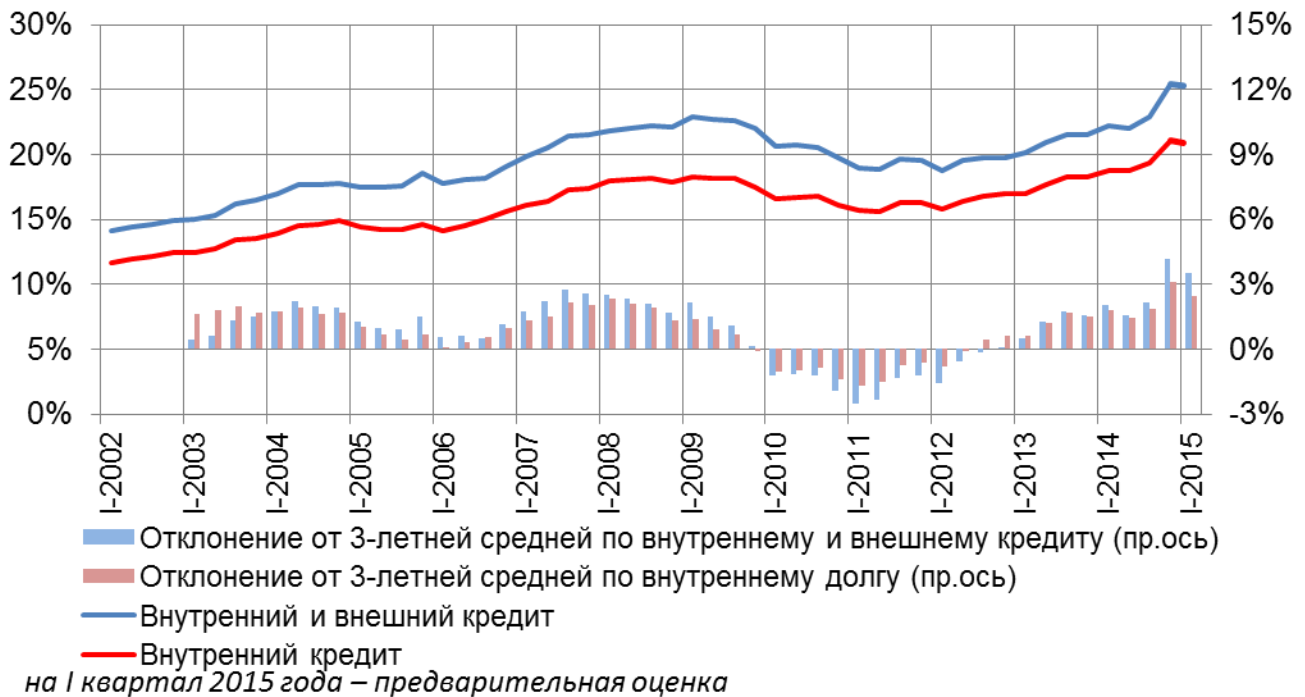
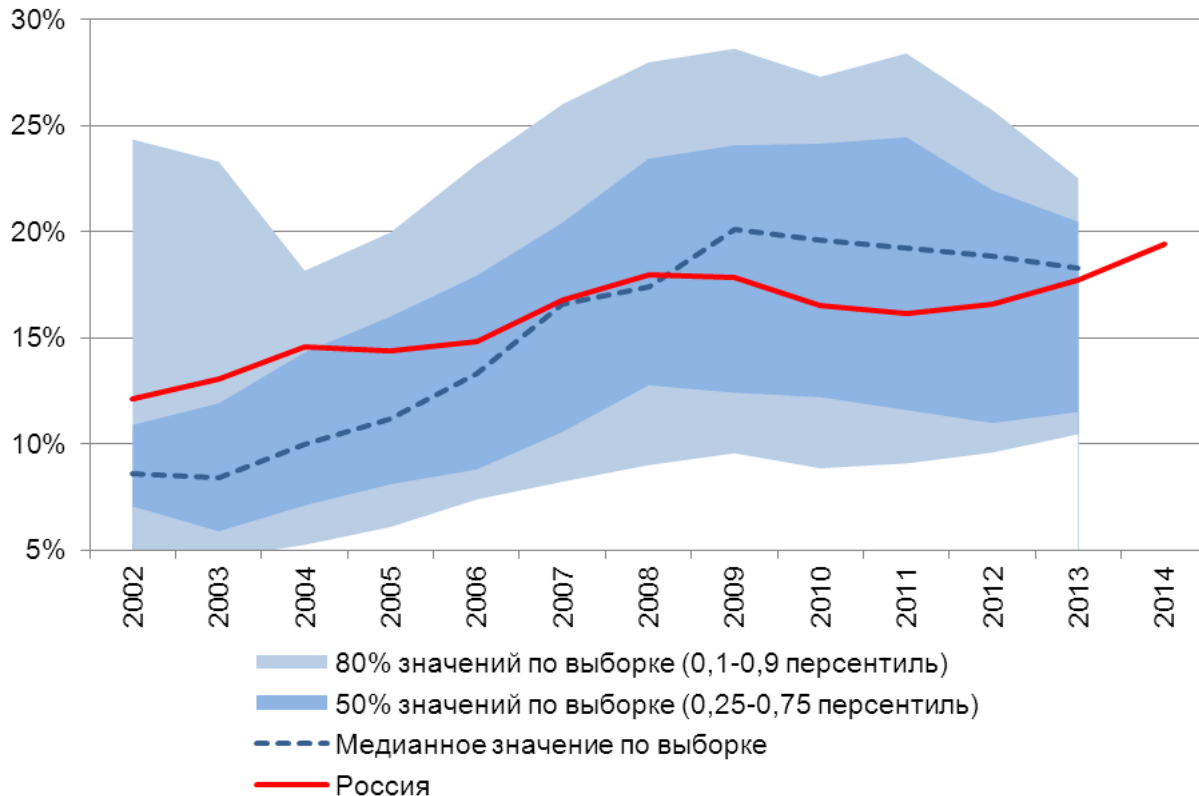


Рисунок 8. Показатели КОД (среднего за год) по внутреннему долгу для России и для выборки стран с формирующимися рынками⁸

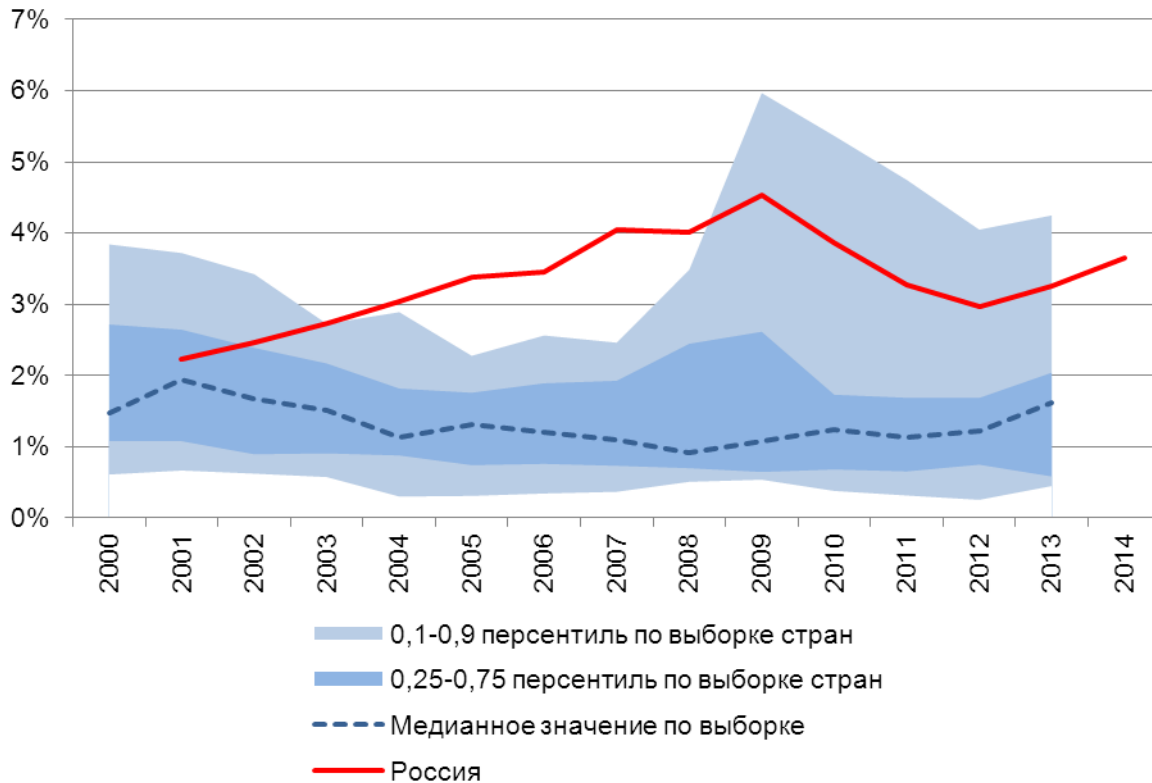


Динамика КОД для российской экономики в большой мере сопоставима с показателями выборки стран. Наблюдается восходящий тренд КОД, что можно, в частности, объяснить эффектом развития финансового посредничества и постепенным ростом доли субъектов экономики, имеющих доступ к финансовым услугам.

Анализ КОД с учетом внешнего кредита в целом существенно не меняет картины. Следует отметить, что КОД для внешнего кредита существенно меньше внутреннего, устойчиво составляя менее 1/6 всей долговой нагрузки, оцененной КОД (в случае использования кредита к ВВП эта доля выше, так как не принимаются во внимание условия по ставкам и срокам внешнего кредитования). При этом уровень КОД по внешнему долгу для России выше, чем во многих сопоставимых странах, что может объясняться высокой степенью открытости российской экономики, ее отраслевой структурой (наличием крупнейших мировых добывающих компаний) и эффектом использования режима управляемого валютного курса в течение длительного периода.

⁸ В выборку стран с формирующимися странами вошло 18 стран, по которым доступна была соответствующая статистика: Аргентина, Мексика, Колумбия, Чили, Польша, Чехия, Венгрия, Словения, Македония, Эстония, Литва, Беларусь, Молдова, Азербайджан, Грузия, Казахстан, Индия, Южная Корея. Для расчета были использованы статистические данные центральных банков, а также данные МВФ. Расчет средних сроков кредитования был осуществлен на основе данных центральных банков, в случае ограниченной доступности данных предполагался срок равный 3 годам.

Рисунок 9. Показатели КОД (среднего за год) по внешнему долгу частного сектора (без прямых инвестиций) для России и для выборки стран с формирующимися рынками⁹



Как и в большинстве стран выборки, наблюдается быстрое нарастание КОД в 2007-2008 годах, что соответствует периоду предкризисного бума на мировых финансовых рынках. После данного эпизода наблюдается коррекция уровней КОД и их сближение со среднесрочными трендовыми уровнями.

Во втором полугодии 2014 года наблюдался второй эпизод существенного повышения КОД для России. При этом в отличие от ситуации 2007-2008 годов изменение КОД было более резким. КОД превысил исторические максимумы, достигнутые в начале 2009 года, и вышел на уровни, которые в исследовании Drehmann and Juselius, 2012, определяются как указывающие (для большинства стран) на нарастание рисков для финансовой стабильности (от 20-25% для КОД по внутреннему кредиту).

Проведенный в работе Drehmann and Juselius, 2012, анализ возможностей использования КОД в качестве индикатора раннего предупреждения финансовых рисков также показал, что хорошей сигнальной функцией обладает показатель прироста КОД относительно долгосрочной скользящей средней. Так, превышение им порогового значения в 4-6

⁹ В выборку стран с формирующимися странами вошло 19 стран, по которым доступна была соответствующая статистика: Аргентина, Бразилия, Мексика, Перу, Венесуэла, Колумбия, Турция, Венгрия, Босния и Герцеговина, Македония, Румыния, Беларусь, Индия, Малайзия, Филиппины, Индонезия, Таиланд, Китай, ЮАР. Отношение внешнего долга частного сектора к ВВП рассчитывалось на основе статистики Мирового банка, доступной до 2013 года.

процентных пункта в 2/3 случаях предшествует наступлению финансового кризиса в последующие 1-2 года.

Рассчитанный для российской экономики КОД по внутреннему долгу к концу 2014 года возрос относительно трехлетней скользящей средней на величину около 3 процентных пунктов, КОД по совокупному внутреннему и внешнему долгу – чуть более чем на 4 процентных пункта. По предварительной оценке, в I квартале 2015 года эти показатели должны несколько снизиться.

Дополнительно были рассчитаны показатели КОД отдельно для компаний нефинансового сектора и населения. В качестве аппроксимации показателя доходов этих секторов были использованы показатели валовой прибыли и оплаты труда соответственно (статистика ВВП по видам доходов). Внешний кредит (прочих секторов) был целиком отнесен к долгу нефинансовых компаний. На основе анализа полученных результатов (Рисунок 10) можно сделать следующие основные выводы.

Рисунок 10. Показатели КОД, рассчитанные для населения (физических лиц) и для сектора нефинансовых организаций



на I квартал 2015 года – предварительная оценка

КОД домохозяйств существенно ниже по уровню, имеет более крутой тренд и меньший масштаб колебаний, чем КОД компаний реального сектора, что в целом соответствует результатам, полученным для развитых стран¹⁰. Долговая нагрузка домохозяйств раньше скорректировалась и раньше начала возрастать после кризисного эпизода 2008 года и не претерпела существенных изменений в последние кварталы 2014 года, оставшись на уровне, близком к среднесрочному тренду. В то же время, КОД корпоративного нефинан-

¹⁰ См. Drehmann and Juselius, 2012. По полученным в работе оценкам, уровни КОД по выборке стран для домохозяйств, как правило, находились в интервале 5-20%, для корпоративного сектора – 40-60%.

сового сектора продемонстрировал резкий рост в IV квартале 2014 года, сблизившись с максимумами, достигнутыми в 2009 году. В большой мере данный рост был обусловлен эффектом ослабления рубля, ускорившегося в ноябре-декабре 2014 года на фоне падения мировых цен на нефть и действия внешних финансовых санкций в отношении российских компаний и банков.

Для иллюстрации вклада различных факторов в формирование КОД ниже приведена структура КОД по видам кредита и декомпозиция квартального изменения совокупного КОД (Рисунки 11, 12). Можно видеть, что ситуация 2014 года в значительной мере отличается от предыдущего эпизода нарастания КОД в 2007-2008 годах, она не носила признаков кредитного бума и, в первую очередь, определялась резким изменением внешних условий.

Рисунок 11. Структура КОД по видам кредита

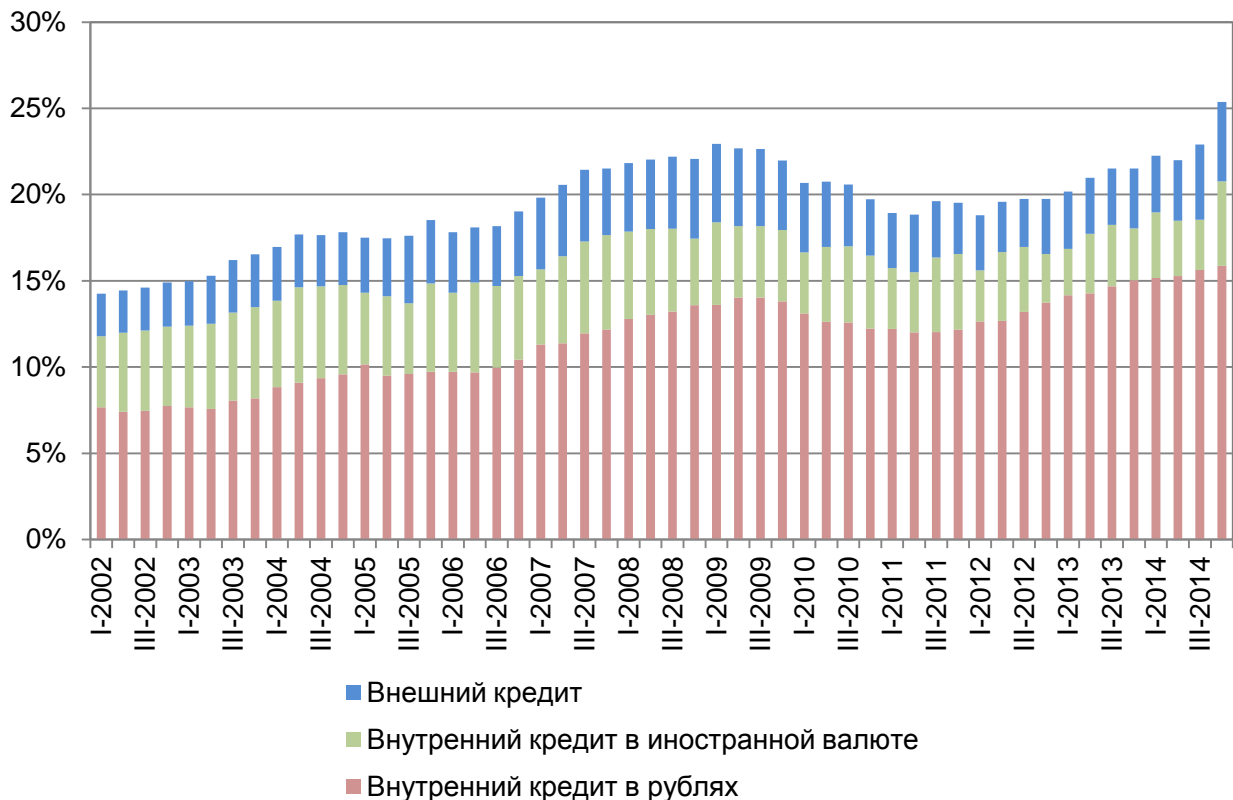
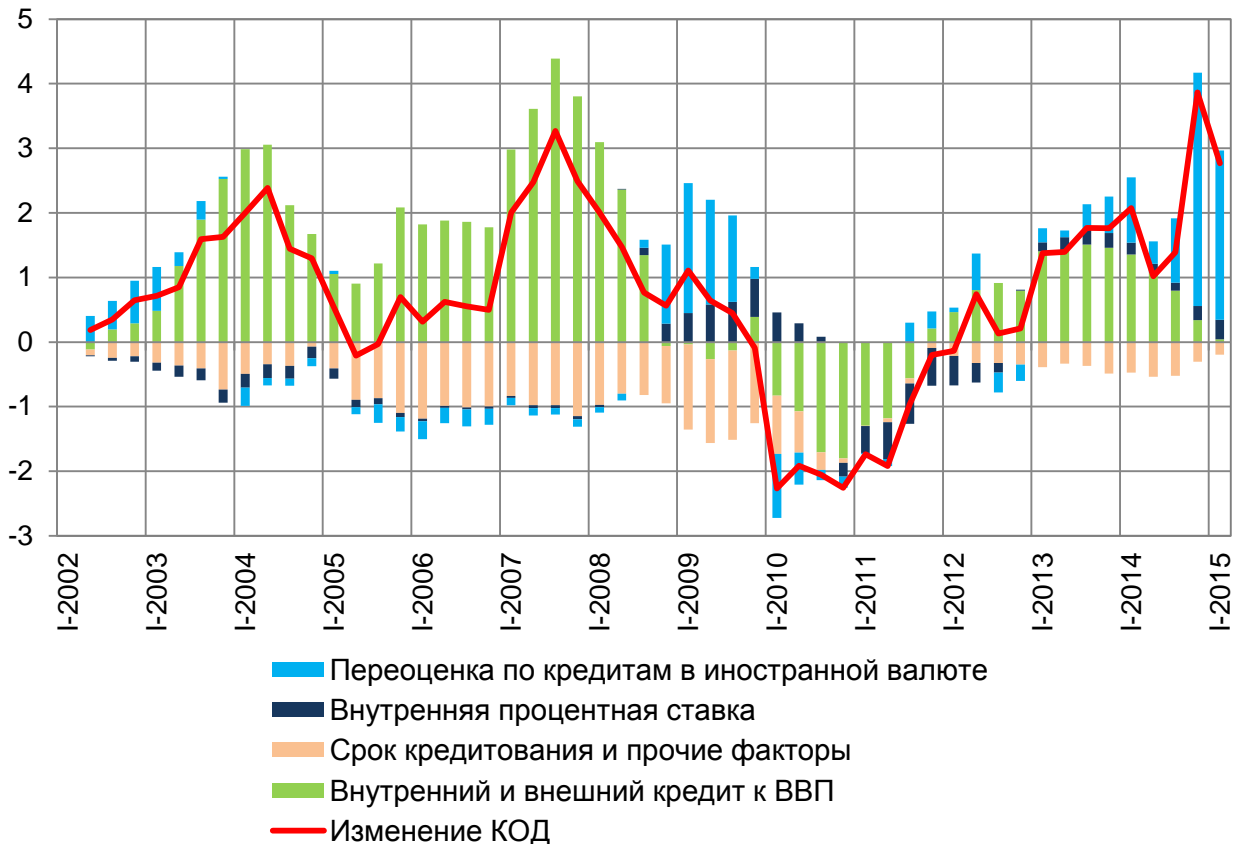


Рисунок 12. Вклад отдельных факторов в изменение КОД по России, к аналогичному периоду предыдущего года, процентных пунктов



на I квартал 2015 года - предварительная оценка

Анализ декомпозиции роста КОД несет важную дополнительную информацию, которая может быть учтена при формировании решений центрального банка. Так, в работе Aghion et al., 2000, в рамках теоретической модели, учитывающей влияние показателей обслуживания долга на финансовое состояние заемщиков и экономическую активность, показано, каким образом в экономике со значительным уровнем валютного долга внешний шок может привести к валютному кризису и рецессии. При этом отмечается, что в случае, если также наблюдается относительно невысокая чувствительность внутреннего кредита к изменению внутренних процентных ставок (что может быть в большей степени характерно для развивающихся экономик), оптимальным ответом денежно-кредитной политики может быть повышение процентных ставок. Указанная мера будет направлена на предупреждение валютного кризиса, и в данных специфических обстоятельствах совокупная долговая нагрузка может не возрасти (за счет вклада процентных ставок), а, напротив, снизиться (за счет сокращения величины девальвации и соответствующей переоценки номинированного в иностранной валюте долга).

Вне зависимости от факторов роста КОД его восходящая динамика является настоятельно сигнализирующим сигналом, указывающим на нарастание рисков ухудшения финансового состояния российских заемщиков и роста проблем с обслуживанием долгов. В подобной ситу-

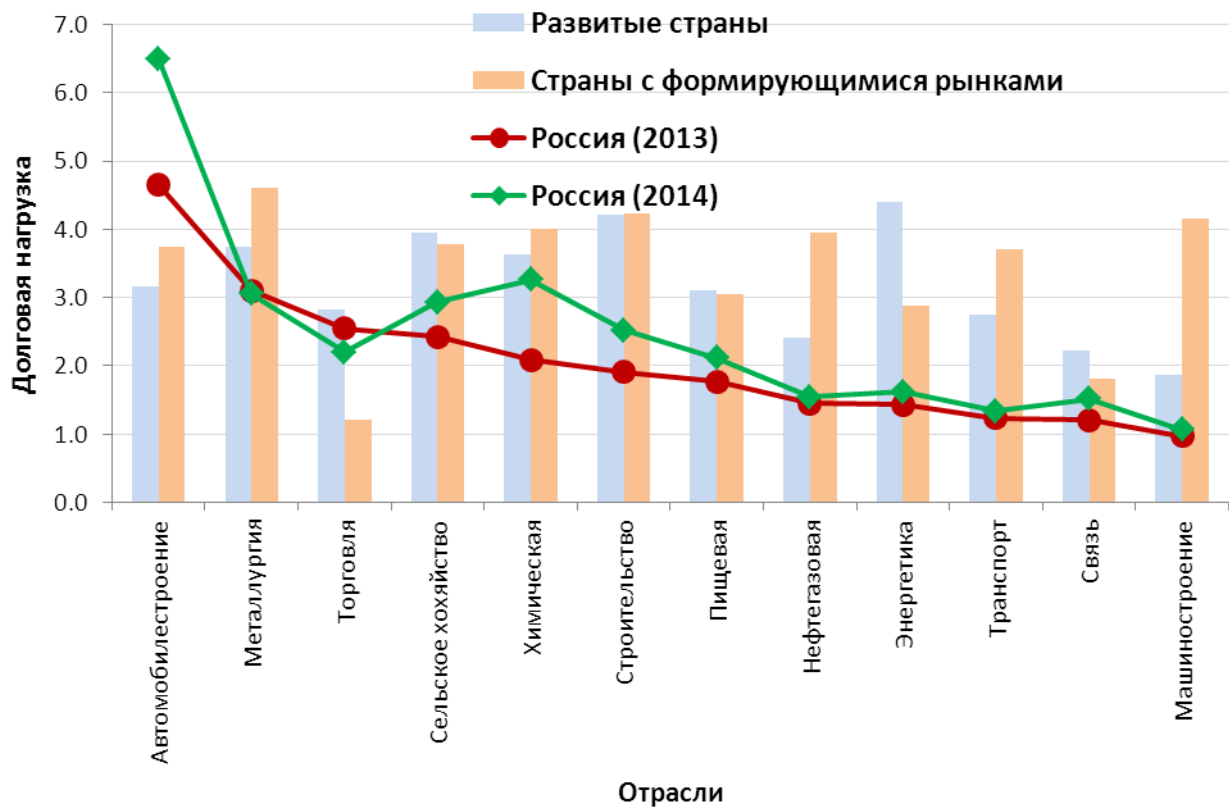
ации естественным будет замедление темпов роста кредитования, которое сможет обеспечить нормализацию долговой нагрузки. В рамках базового прогноза Банка России (Доклад о денежно-кредитной политике, июнь 2015 года) ожидается постепенное возвращение КОД к среднесрочному тренду в 2015-2016 годах. При этом с учетом масштаба необходимой коррекции совокупной долговой нагрузки даже форсированное погашение части корпоративного внешнего долга в силу действия внешних санкций не должно приводить к ускоренному (замещающему) росту спроса на внутренний кредит.

3. ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

В дополнение к анализу, проведенному на агрегированном уровне, можно рассмотреть долговую нагрузку в отдельных отраслях экономики¹¹. В данном случае нас интересовало не столько абсолютные значения долговой нагрузки, а скорее их соотношение в разных отраслях экономики. В России показатели долговой нагрузки сильно разнятся в зависимости от вида экономической деятельности: показатели в металлургии, химической промышленности, розничной торговле, сельском хозяйстве и, в особенности, в автомобилестроении существенно превышают соответствующие показатели в других отраслях. Впрочем, в силу особенностей функционирования различных отраслей, долговая нагрузка в них и не должна быть однородна (см., например, MacKay and Phillips, 2005). Однако сопоставление соотношений уровней долговой нагрузки с аналогичными показателями зарубежных компаний не дает основания утверждать, что повышенный уровень долговой нагрузки для данных отраслей является естественным (за исключением, возможно, металлургии). Особо высокими представляются уровни долговой нагрузки в автомобилестроении и в розничной торговле, где они даже в абсолютном выражении превышают зарубежные показатели. Ввиду того, что высокая долговая нагрузка является объективным фактором, сдерживающим кредитование, как со стороны спроса, так и со стороны предложения, можно предположить, что эти отрасли в ближайшей перспективе в наименьшей степени будут иметь возможность воспользоваться внешним финансированием для поддержания экономической активности.

¹¹ Приведенные результаты имеют предварительный характер и должны интерпретироваться с осторожностью из-за ограниченного количества (около 320) российских компаний в рассмотренной выборке. Кроме этого, компании с доступными отчетами могут быть нерепрезентативными представителями для некоторых отраслей. Альтернативные оценки на основе более обширной базы данных Orbis приводятся в IMF(2015). Результаты данного исследования также указывают на значительные риски, связанные с долговой нагрузкой в ряде отраслей российской экономики.

Рисунок 13. Долговая нагрузка¹² медианной компании в различных отраслях в России и в мире



¹² Отношение долга к прибыли до вычета расходов по выплате процентов и налогов и начисленной амортизации. В качестве источника данных для российских компаний использовались годовые отчеты компаний за 2013 и 2014 годы, представленные на Bloomberg. Для зарубежных компаний использовались последние данные, имеющиеся по состоянию на май 2014 года.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Относительно быстрый рост кредитования в 2013-2014 годах, происходивший на фоне замедления роста реальных показателей экономической активности, а также увеличение задолженности, номинированной в иностранной валюте, вследствие ослабления рубля, привели к значительному росту долговой нагрузки в России. Полученные результаты указывают на то, что текущий уровень отношения кредита к ВВП в России, вероятнее всего, превышает равновесный уровень, оцененный на основе стандартных подходов. Дополнительный анализ показателя текущей долговой нагрузки через коэффициент обслуживания долга также указывает на повышение рисков для финансовой стабильности, которое в наибольшей степени связано с задолженностью корпоративного сектора в иностранной валюте.

Исходя из полученных оценок, можно заключить, что в краткосрочной перспективе относительно высокий накопленный уровень долговой нагрузки будет являться объективным сдерживающим фактором как со стороны спроса на заемные средства, так и со стороны их предложения. С учетом этого замедление темпов роста кредитных агрегатов, даже в условиях смягчения денежно-кредитной политики, может рассматриваться как естественное явление. Предположительно, в первую очередь такие процессы могут быть характерны для автомобилестроения, металлургии, розничной торговли, сельского хозяйства и химической промышленности.

ЛИТЕРАТУРА

1. Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A. A simple model of monetary policy and currency crises // *European Economic Review*. Volume 44. Issues 4–6. May 2000. P. 728–738.
2. Aizenman J., Pinto B., Sushko V. Financial sector ups and downs and the real sector in the open economy: Up by the stairs, down by the parachute // *Emerging Markets Review*. Volume 16. September 2013. P. 1–30.
3. Arcand J.-L., Berkes E., Panizza U. Too Much Finance? // *IMF Working Paper*. 2012. № 161
4. Cecchetti S.G., Kharroubi E. Reassessing the impact of finance on growth // *BIS Working Papers*. 2012. № 381
5. Drehmann M., Juselius M. Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability? // *BIS Quarterly Review*. September 2012. P. 21-35.
6. Egert B., Backé P., Zumer T. Credit growth in central and eastern Europe: new (over)shooting stars? // *ECB Working Paper Series*. 2006. № 687.
7. IMF. *Regional Economic Issues: Central, Eastern, and Southeastern Europe*. May 2015.
8. Jorda O., Schularick M., Taylor A.M. When Credit Bites Back // *Journal of Money, Credit and Banking*. Volume 45. Issue s2. December 2013. P. 3-28.
9. Lo S., Rogoff K. Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on // *BIS Working Papers*. 2015. № 482
10. MacKay P., Phillips G.M. How Does Industry Affect Firm Financial Structure? // *Review of Financial Studies*. Volume 18. Issue 4. 2005. P. 1433-1466.
11. Schäuble W. Growth without Rising Debt and Leverage Ratios // *Speech at the Bundesbank's Conference on Debt and Financial Stability*. 27 March 2015.
12. Дерюгина Е., Коваленко О., Пантина И., Пономаренко А. Идентификация факторов спроса и предложения кредитов в России // *Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях*. 2015. №3.