

Рост госдолга в еврозоне

Юрий Зайцев

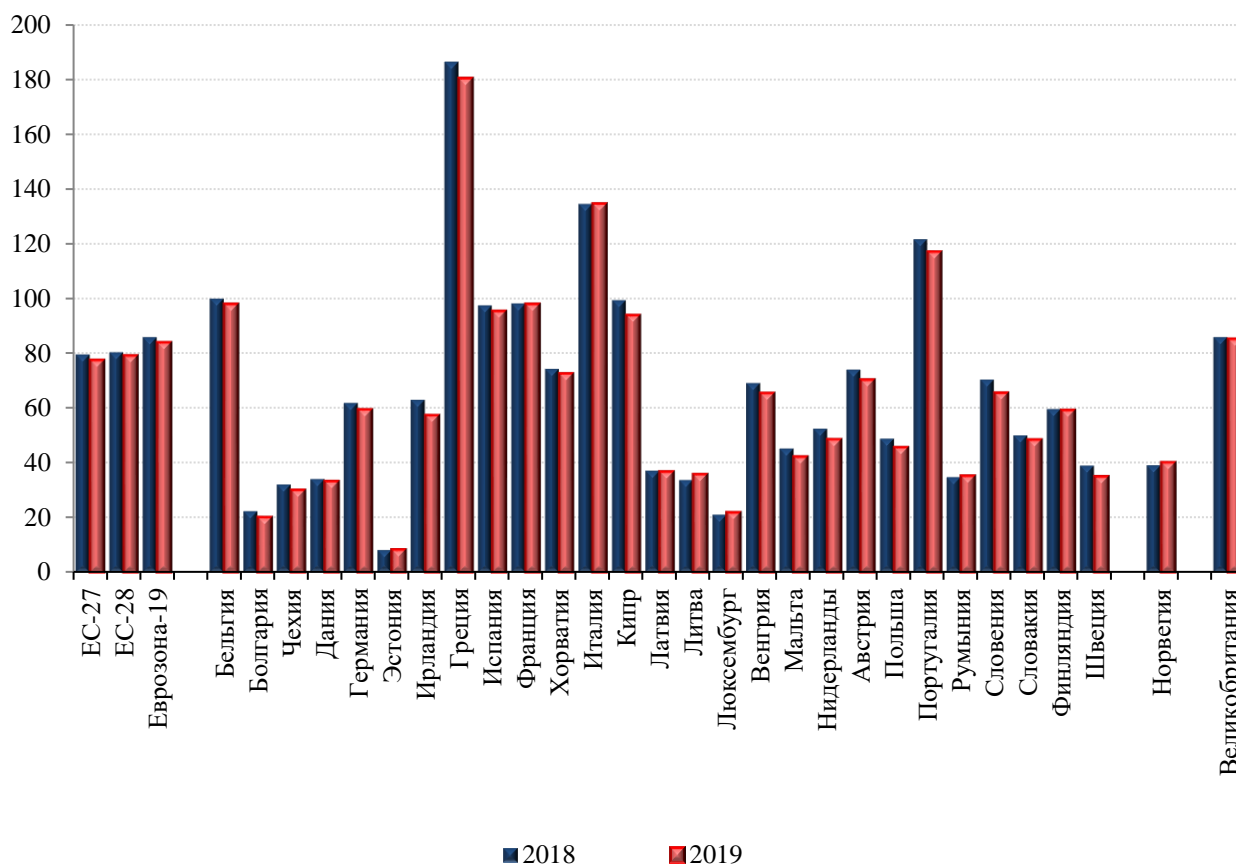
Введение

Экономика ряда стран еврозоны еще не завершила восстановление после последнего кризиса суверенного долга 2009–2012 гг. В 2020 г. многие из них пытались решить проблему бюджетного дефицита за счет наращивания госдолга. Чтобы проанализировать последствия денежно-кредитной политики для долга стран зоны евро, важно понимать изменения государственного долга (включая его внутренний и внешний компоненты), а также частного долга домашних хозяйств, нефинансовых корпораций и корпорации финансового сектора.

Статистический анализ

Государственный долг. Согласно Европейской системе счетов (ESA), долг сектора государственного управления состоит из обязательств сектора государственного управления по таким финансовым инструментам, как валюта и депозиты, долговые ценные бумаги и займы. С конца 2018 г. по конец 2019 г. отношение долга к ВВП в еврозоне **снизилось** с 85,7% до 84% (см. рисунок ниже). Это произошло как в Греции и Португалии, где наблюдается высокий уровень задолженности, так и в Эстонии, где он низкий.

Валовой долг сектора государственного управления как процент от ВВП, 2018–2019 гг.



Источник: Eurostat, 2020. г.

Однако в результате коронакризиса в 2020 г. уровень задолженности начал расти. I квартал 2020 г. и II квартал 2020 г. продемонстрировали прирост доли долга к ВВП до 86,3% и 95,1% соответственно. В то время как в III квартале показатель составил 97,3% (см. таблицу ниже).

Структура финансовых инструментов сохранила прежние пропорции: долговые ценные бумаги составляли более 80% государственного долга. Увеличение государственного долга в зоне евро со

II квартала 2019 г. по II квартал 2020 г. **было связано** в основном с ростом долговых ценных бумаг на 0,9 п.п.

В 2019 г. внешний государственный долг продолжил снижаться, составив в I и II кварталах 4,13% и 2,99% ВВП еврозоны соответственно, а уже в IV квартале показатель составлял всего 0,37% ВВП. Однако он увеличился до 2,6% и 1,27% ВВП еврозоны во II и III кварталах 2020 г., соответственно.

Государственный долг в ЕС

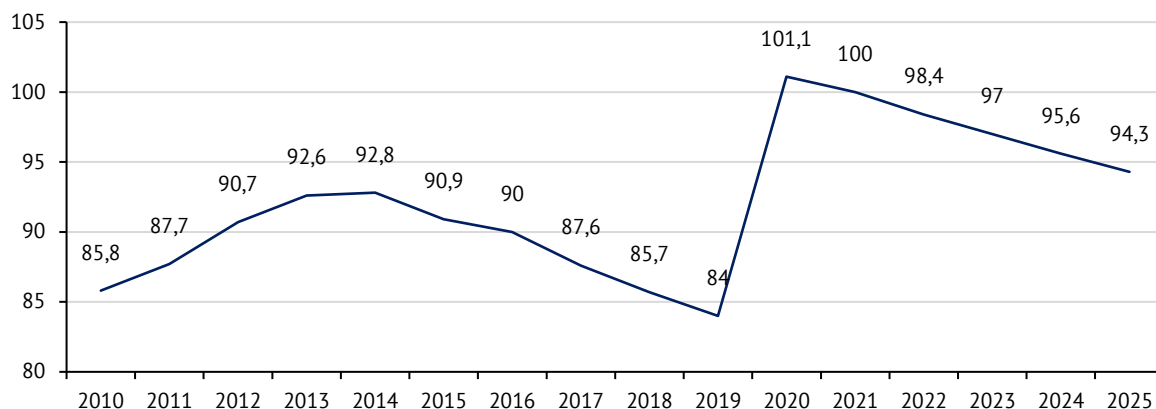
Показатель	2019Q3	2020Q1	2020Q2	2020Q3
Государственный долг еврозоны (трлн €)	10,13	10,27	10,95	11,11
(% от ВВП)	86,2	86,3	95,1	97,3
Из которых:				
Валюта и депозиты (млрд €)	366,8	364,1	363,5	361,7
(% от общей суммы долга)	3,6	3,5	3,3	3,3
Долговые ценные бумаги (трлн €)	8,2	8,3	8,9	9,1
(% от общей суммы долга)	80,7	80,9	81,6	82,3
Ссуды (трлн €)	1,58	1,59	1,65	1,61
(% от общей суммы долга)	15,6	15,6	15,1	14,5

Источник: Eurostat, 2020 г.

По расчетам МВФ, долг еврозоны в 2020 г. вырос до 101,1% ВВП с дальнейшим незначительным снижением после 2021 г. Однако даже после 2025 г. он не достигнет уровня 2019 г. (см. рисунок ниже).

Долг частного сектора. Что касается структуры частного долга, необходимо проанализировать уровни долга домашних хозяйств, нефинансовых корпораций (НФК) и финансовых корпораций (см. таблицу ниже).

Доля долга в ВВП (%) в период 2010–2020 гг. и прогноз на 2021–2025 гг.



Источник: МВФ, 2020.

Динамика долга частного сектора в зоне евро

Индикатор	2019Q3	2020Q1	2020Q2	2020Q3
Отношение долга к доходу населения, %	93,5	93,7	94,8	95,6
Отношение долга НФК к ВВП, %	79,2	79,3	83,6	84,3
Объем долговых ценных бумаг, млрд €	1486	1537	1550	1539
Показатель NPL, % от общей суммы кредитов	3,55	3,04	2,87	2,82

Источник: составлено на основе данных ЕЦБ.

В III квартале 2020 г. показатель задолженности домашних хозяйств в виде отношения долга к доходам увеличился до 95,6% с 93,5% в III квартале 2019 г. Это может быть результатом снижения располагаемых доходов и увеличения кредитов домашним хозяйствам. Во II квартале 2020 г. ссуды домашних хозяйств от финансовых учреждений увеличились до €766 млрд.

По данным ЕЦБ, в III квартале 2020 г. отношение долга к ВВП (консолидированный показатель) НФК увеличилось до 84,3% с 79,2% в III квартале 2019 г. Такая же тенденция наблюдалась и в отношении неконсолидированных (более широких)

показателей долга, который увеличился до 146,7% ВВП с 139,3% в III квартале 2019 г.

В III квартале 2020 г. совокупный объем долговых ценных бумаг финансовых корпораций в еврозоне составил €1539 млрд. За этот период объем выпуска долговых ценных бумаг составил €5 млрд, что меньше показателя предыдущего периода на €12 млрд. Положительная тенденция была связана со снижением доли неработающих кредитов (NPL)¹ кредитных организаций на 0,17 п.п. в годовом исчислении до 2,87% во II квартале 2020 г. и 2,82%

¹ Non-performing loan (NPL) — кредит по которому не выполняются условия первоначального кредитного соглашения.

в III квартале. Такое развитие событий **подтверждает** тенденцию к снижению доли NPL, которая была отмечена с 2014 г.

Выявленные тенденции позволяют сделать вывод о том, что ЕЦБ должен способствовать выделению большей ликвидности экономике еврозоны, чтобы предоставить заинтересованным сторонам больше возможностей для выполнения своих финансовых обязательств. В результате эти меры могут способствовать росту инфляции. Текущая инфляция **зафиксирована** на уровне -0,3% при целевом показателе инфляции 2%. Таким образом, существующая разница дает пространство для маневра.

На фоне кризиса и роста долгового бремени частного сектора, тенденция снижения показателя NPL свидетельствует о финансовой устойчивости, что снижает уровень уязвимости банковской системы. Для поддержки межбанковского кредитования и предотвращения банкротства банков маржинальную кредитную линию ЕЦБ могут снизить (на 0,5 п.п. до 0,20%). Это будет способствовать поддержке экономической активности в еврозоне.

Другие меры, которые также могут повлиять на ликвидность, – это количественное смягчение, программа покупки активов (APP), программа экстренной закупки на случай пандемии (PEPP), которые должны продолжаться как минимум до конца текущего года. Это также поддержит рынки.

Возможности для России

Как и многие страны Еврозоны, Россия в 2020 г. **столкнулась** с бюджетным дефицитом (3,9% ВВП). По прогнозам Минфина, бюджет на 2021–2023 гг. также будет дефицитным, а дефицит планируется частично покрыть через выпуск гособлигаций.

Такая мера не несет однозначных негативных последствий. Существует связь между государственным долгом и квази-монетарными инструментами. Так госдолг может быть профинансирован через инфляцию. Во-первых, это прямое или косвенное финансирование дефицита бюджета в виде инфляционного налога. Во-вторых, из-за инфляции могут увеличиться номинальные доходы от регулярных налогов, что дает финансовую выгоду, когда государственные расходы не полностью индексируются. В-третьих, инфляция обесценивает внутренний долг. Таким образом, перед правительством всегда стоит проблема финансирования инфляционного дефицита и минимизации издержек инфляции. Однако долговая эмиссия и инфляция взаимозаменяемы. При заданном дефиците бюджета увеличение заимствований снижает эмиссию денег, и наоборот.

Вышеупомянутые особенности относятся к управлению долгом, номинированным в национальной валюте. Управление внешним долгом допускает инфляционное финансирование платежей по государственным обязательствам, но исключает возможность их инфляционного обесценения. Приемлемость внешнего долга больше связана с балансом текущего счета, чем с бюджетным дефицитом. Более того, стимулирование потребления в частном и государственном секторе **возможно** до тех пор, пока показатель NPL не станет критическим и не подвергнет опасности стабильность финансовой системы.

Также можно профинансировать дефицит бюджета за счет средств Фонда национального благосостояния, который на 1 января 2021 г. **достиг** 13,5 млрд руб. (7,5% ВВП).