Глобальная долговая проблема и проблема устойчивости мировой экономики[1]

В.Н. Зуев, Е.Я. Островская, Е.С. Фролова

Зуев Владимир Николаевич – д.э.н., профессор кафедры торговой политики Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»; Российская Федерация, 101000, Москва, ул. Мясницкая, д. 20; E-mail: vzuev@hse.ru

Островская Елена Яковлевна – к.э.н., доцент департамента мировой экономики Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»; Российская Федерация, 101000, Москва, ул. Мясницкая, д. 20; E-mail: eostrovskaya@hse.ru

Фролова Екатерина Сергеевна – ассистент департамента мировой экономики Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»; Российская Федерация, 101000, Москва, ул. Мясницкая, д. 20; E-mail: esfrolova@icloud.com

Статья посвящена рассмотрению проблем растущей задолженности и финансовых рисков сквозь призму концепции устойчивого развития и экономического роста. Данной концепции уделяется все больше внимания в связи с острой необходимостью координации действий на национальном и международном уровнях. Господствующие экономические теории недооценивают возможные риски. Несмотря на большое количество мер, принятых для обеспечения финансовой стабильности в мире после глобального финансового кризиса, риски остаются высокими. Это связано в первую очередь с появлением новых угроз и вызовов для устойчивости глобальной финансовой системы. Рассмотрев нововведения в области банковского регулирования с точки зрения финансовой устойчивости и социальной справедливости, авторы приходят к выводу, что направление вектора реформ задано верно, но глобальная финансовая система остается пока недостаточно резистентной к новым вызовам. Предложенная авторами идея заключается в том, что введение ведущими экономиками мира налога на финансовые операции в качестве инструмента понижения избыточной спекулятивной активности не приведет к замедлению развития экономики, чем аргументируют свою позицию противники данного налога. Наоборот, введение налога на финансовые операции будет выполнять две важные функции: станет социально ответственной мерой и снизит уровень угроз финансовой стабильности. Авторами также выдвинуто предположение относительно того, что все более серьезный вызов мировой финансовой стабильности и устойчивому росту представляет постоянно растущая задолженность нефинансового сектора. Доминирующие оценки степени угроз беспрецедентной задолженности для мировой экономики в своем большинстве неадекватны, а эффективных и социально справедливых мер по ее сокращению не выработано. Если в условиях глобализации крупные экономики не выдержат долговой нагрузки, международные финансовые институты будут не в состоянии предложить адекватную поддержку. Нарастающие финансовые дисбалансы создают риски обеспечения экономической стабильности, рассматриваемой авторами в качестве ключевого фактора для реализации Целей устойчивого развития, сформулированных ООН в 2015 г. в Программе устойчивого развития 2030.

Ключевые слова: долги нефинансового сектора; финансовая стабильность; устойчивый и инклюзивный рост; урегулирование долговой проблемы; налог на финансовые операции

Для цитирования: Зуев В.Н., Островская Е.Я., Фролова Е.С. Глобальная долговая проблема и проблема устойчивости мировой экономики // Вестник международных организаций. 2017. Т. 12. № 4. С. 68–90. DOI: 10.17323/1996-7845-2017-04-68

---

[1] Статья поступила в редакцию в июле 2017 г.

Модифицированная версия статьи была размещена в июне 2017 г. на сайте «Группы 20» “Insights – literature from the Think tanks” в ходе подготовки к саммиту «Группы 20» в рамках исполнения председательских функций Германией в 2017 г. Режим доступа: http://www.g20-insights.org/related_literature/vladimir-zuev-elena-ostrovskaya-ekaterina-frolova/ (дата обращения: 17.10.2017).

Введение

25 сентября 2015 г. лидерами 193 стран – членов ООН была принята 15-летняя Программа устойчивого развития – 2030, в которой были сформулированы 17 Целей устойчивого развития (ЦУР) и 169 задач[2]. В 2016 г. «Группой двадцати» – ведущими мировыми экономиками и ключевым форумом для продвижения ЦУР – был утвержден План действий по Программе устойчивого развития – 2030, в котором страны – участницы «Группы двадцати» обязались способствовать его выполнению «коллективными и индивидуальными усилиями, в рамках территориальных границ и за рубежом» с «акцентом на области и темы Программы, в которых "Группа двадцати" имеет сравнительное преимущество и может внести свой вклад в качестве глобального форума экономического сотрудничества»[3].

С начала реализации Программы «Группа двадцати» отводит глобальному устойчивому развитию центральное место в своей деятельности[4]. Однако ни одной стране до сих пор не удалось достичь устойчивого развития в экономической, финансовой, социальной и экологической сферах. Следующие несколько лет станут критически важными для достижения ЦУР странами «Группы двадцати» в особо значимых сферах. В данной статье мы будем рассматривать проблему обеспечения финансовой стабильности в качестве ключевого фактора для реализации ЦУР.

Волны финансовой нестабильности стремительно разносятся по пространству мировой экономики. Какая из сфер мировой экономики следующей столкнется с необходимостью противостояния новому финансовому цунами, и в какой степени национальные и глобальные институты регулирования готовы отразить будущие шоки? В последнее время наблюдается много инициатив для повышения уровня контроля и регулирования в области финансов. Тем не менее риски остаются высокими. Возникают новые угрозы, и глобальная финансовая система остается недостаточно способной противостоять шокам, следующим из финансовых дисбалансов. Для успешного плавания по бушующему морю необходимо либо быть хорошо экипированным, либо покинуть зону шторма и удалиться в тихие воды.

В 2016 г. МВФ опубликовал доклад, посвященный долгу нефинансового сектора[5]. Данные свидетельствуют о стремительном увеличении долга государственного и частного секторов, достигшего к 2017 г. рекордных значений. Принятые регуляторами меры для снижения рисков со стороны банковского сектора не решают проблему долга, а переводят ее в другую плоскость, что препятствует устойчивому росту. Рекордные уровни задолженности нефинансового сектора, на наш взгляд, представляют собой новую серьезную угрозу для мировой экономики. Правительствам необходимо принимать меры по сокращению своих долгов, а не продолжать их наращивание вследствие кредитования финансовых и нефинансовых институтов за счет государственных бюджетов. Для сохранения и повышения уровня устойчивости мировой системы необходима правильная и точная оценка новых рисков.

---

[2] Sustainable Development Solutions Network. Режим доступа: http://unsdsn.org/news/2015/11/10/sdsn-g20-declaration-for-action/ (дата обращения: 17.10.2017).

[3] G20 Action Plan on the 2030 Agenda for Sustainable Development. Режим доступа: https://www.g20.org/Content/DE/_Anlagen/G7_G20/2016-09-08-g20-agenda-action-plan.html?nn=2068780 (дата обращения: 17.10.2017).

[4] Declaration for the G20 Summit in Antalya, Turkey. November 2015. Режим доступа: http://unsdsn.org/wp-content/uploads/2015/11/151111-SDSN-G20-declaration-FINAL.pdf (дата обращения: 17.10.2017).

[5] Debt: Use it Wisely. Fiscal Monitor. IMF, October 2016.

Мультипликация долгов свидетельствует о том, что правительства в погоне за процентными пунктами роста национальных экономик теряют осторожность и не контролируют должным образом уровень задолженности. Отчасти этому способствуют господствующие экономические теории, недооценивающие возможные риски, отчасти – эмпирические наблюдения. Случаи государственных дефолтов немногочисленны и достаточны экзотичны. Но отсутствие эмпирических наблюдений частых дефолтов не означает, что они не могут превратиться в реальную угрозу для мировой экономики в будущем.

В ходе проведенного исследования[6] мы оценили эффективность нововведений в области регулирования банковского сектора с точки зрения обеспечения финансовой стабильности и справедливости и пришли к выводу, что нововведения не позволяют обеспечить достаточный уровень устойчивости системы. Затем мы рассмотрели слабые звенья глобальной системы финансового регулирования в условиях появления новых угроз со стороны нефинансового сектора и представили аргументы в пользу переоценки рисков и отхода от устоявшихся позитивных или нейтральных воззрений на растущие долги[7]. В противном случае глобальная финансовая система окажется столь же хрупкой и неустойчивой, какой и была до глобального кризиса.

Проблема банковского долга

Глобальный финансовый кризис проиллюстрировал недостаток системного регулирования на глобальном уровне со стороны всех финансовых институтов, прежде всего – банков. Это стало результатом долгого процесса «размывания власти в пользу частных игроков» в финансовом секторе [Underhill, Zhang, 2008, p. 535–554]. Следствием недостаточного регулирования на глобальном уровне стали нестабильность и рискованность системы. Неконтролируемый экспоненциальный рост финансового сектора и стремительная глобализация привели к столь же стремительному повышению эндогенных рисков. Среди вызовов глобальному экономическому регулированию мы выделяем следующие риски:

– банки с высокой долей заемного капитала выдали слишком большой объем кредитов, что привело к финансовым пузырям, включая пузыри на рынках недвижимости и деривативов;
– стратегии банков по управлению рисками оказались ошибочными;
– чрезмерно высокая спекулятивная активность привела к тому, что инвесторы теряют интерес к реальному сектору, отдавая предпочтение высокодоходным спекулятивным сделкам;
– широкое распространение практики по выплате щедрых вознаграждений.

Приведенный список позволяет заметить, что большая часть рисков происходит именно из банковского сектора. Мы можем заключить, что финансовый сектор потерял должную связь с реальным.

Банковское регулирование является ключевым элементом финансового регулирования. В теории банковские услуги должны создать необходимые условия для связи между финансовым и реальным секторами в целях обеспечения экономического роста.

[6] Исследование осуществлено в рамках Программы индивидуальных исследований факультета мировой экономики и мировой политики НИУ ВШЭ в 2016–2017 гг.

[7] Часть результатов исследования была получена В.Н. Зуевым в ходе реализации научного проекта при поддержке Научного фонда Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», проект 17-01-0086.

В реальности банковский сектор сам по себе стал источником приумножения рисков, в том числе финансовых пузырей, еще больше отдаляющих финансовый сектор от реального. Необеспеченные банковские операции вместо того, чтобы способствовать экономическому росту, начали угрожать ему. Связующее звено между банками и реальным сектором становится все менее значимым для банков, все более ориентирующихся на финансовый сектор. Возвращение банкам интереса к производителям в целях стимулирования экономического роста стало серьезной проблемой для регуляторов. Поскольку банки представляются главными виновниками финансовой нестабильности, важной задачей становится снижение данного риска.

Банки являются краеугольным камнем обеспечения финансовой стабильности. Если риску подвергаются «слишком большие, чтобы рухнуть» банки, государства, не задумываясь, используют средства из государственного бюджета для защиты заинтересованной части налогоплательщиков. Однако получается, что государства спасают банки за счет денег тех же налогоплательщиков, что нарушает социальную справедливость. Это противоречит принципу инклюзивности и не соответствует ЦУР.

Спекулятивные операции являются для банков источником наиболее высоких рисков, но в то же время и источником наиболее высокой прибыли. Поэтому целесообразно отделение спекулятивных инвестиций от кредитной деятельности. На глобальном и национальном уровнях уже предприняты меры, способствующие введению повышенных требований к капиталу, расширенному контролю за банковской деятельностью и проведению стресс-тестов. Однако принятых мер недостаточно, чтобы гарантировать защиту от новых банкротств. Наиболее подходящей мерой обеспечения финансовой стабильности представляется введение налога на спекулятивные операции и создание антикризисных фондов за счет самих банков. Нашим аргументом в пользу данной меры является то, что она сочетает в себе снижение рисков и поддержание социальной справедливости и инклюзивности.

Введение налога в одной стране или в группе стран не обеспечит должного эффекта. Мера будет в достаточной степени эффективной при условии ее поддержания на глобальном уровне. Следовательно, глобальные институты могут и должны обеспечить платформу для воплощения в жизнь данной инициативы. Одним из институтов, которые могут способствовать введению данного налога, является «Группа двадцати». Деятельность «Группы двадцати» может повысить уровень финансовой стабильности и социализировать глобальные финансовые институты, не пользующиеся большой популярностью среди населения. Удивительно, что идеи введения налога нет среди приоритетных вопросов глобальной повестки, ведь издержки его введения не так высоки в связи с предлагаемой низкой ставкой. Мы поддерживаем идею введения налога на финансовые операции и далее приводим больше аргументов в его пользу, чтобы повысить осведомленность о необходимости введения данной меры среди научных и широких кругов.

Другим аспектом данной проблемы является то, что большинство рисков имеют глобальный характер, но устраняются на национальном уровне. Финансовые рынки давно стали транснациональными, однако регулирование и контроль остаются преимущественно в национальных рамках. Следствием этого разрыва стало слабое регулирование глобальной финансовой системы, усугубляющееся либерализацией финансовых рынков в странах, которые стремятся привлечь иностранные инвестиции [Tsingou, 2003]. Попытки создания независимой системы контроля на глобальном уровне встречают сопротивление со стороны отдельных стран и банковских кругов, заинтересованных в карт-бланш и не поддерживающих идею глобального регулирования системы.

Улучшение глобального финансового регулирования подразумевает упорядоченную и последовательную систему легитимных институтов; использование соответствующих и эффективных инструментов регулирования; внедрение эффективных методов мониторинга и контроля финансовых потоков, гарантирующих учет интересов широких слоев населения. В данной статье мы анализируем наиболее важные аспекты для обеспечения необходимых условий функционирования инклюзивной системы.

Проблема выбора адекватных инструментов обеспечения устойчивого и инклюзивного роста

Первым шагом к повышению эффективности финансового регулирования, ориентированного на обеспечение инклюзивного и устойчивого роста, представляется повышение надежности банковской отчетности. Меры по обеспечению требований к капиталу уже вступили в силу в 27 юрисдикциях, входящих в состав Базельского комитета по банковскому надзору. Они позволили повысить надежность системы, однако предписаний «Базеля III», даже выполненных в полной мере, недостаточно для построения эффективной системы контроля банковского сектора [Gros, 2013, p. 93–97]. Одним из недостатков существующих механизмов регулирования является использование банками внутренних моделей для расчета требований к капиталу, недостаточное раскрытие информации и высокий порог доли использования заемного капитала. Другая сложность заключается в растущем расхождении национальных подходов к выполнению Базельских рекомендаций. «Базель IV» мог бы обеспечить решение данной проблемы. Банк международных расчетов также стремится устранить существующие недостатки, предлагая усовершенствованные решения[8]. Базельский комитет тоже прилагает усилия для принятия стандартов и рекомендаций лучших практик по банковскому надзору[9]. Совет по финансовой стабильности способствует соблюдению всеми юрисдикциями стандартов по обмену информацией [Baxter, 2011]. Совет по финансовой стабильности совместно с Международным советом по стандартам бухгалтерского учета продвигают широкое внедрение Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО), что важно для передачи регулирования от национальных властей глобальным институтам.

Процесс создания глобальными институтами новых комплексов мер регулирования представляется систематичным и последовательным. Например, в июле 2016 г. был принят очередной пакет изменений в требованиях к банкам относительно переоценки рыночных рисков; в феврале 2016 г. были опубликованы еще два документа: Руководство по борьбе с отмыванием денег и Рекомендации по процедуре раскрытия отчетности[10]. Подобная регулярность, непрерывность и последовательность на глобальном уровне, выработанные в течение последнего десятилетия, обеспечивают устойчивую почву для недопущения переменчивой и противоречивой законодательной деятельности на национальном уровне, что позволит выстроить новый надежный финансовый порядок.

---

[8] Revisions to the Standardized Approach for credit risk – second consultative document. Bank for international settlements. December 2015. Режим доступа: http://www.bis.org/bcbs/publ/d347.pdf (дата обращения: 17.10.2017).

[9] Promoting global adherence to international cooperation and information exchange standards. Financial Stability Board. 10 March 2010. Режим доступа: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110429.pdf?page_moved=1 (дата обращения: 17.10.2017).

[10] Basel Committee on Banking Supervision. Bank for International Settlements. Режим доступа: https://www.bis.org/bcbs/ (дата обращения: 17.10.2017).

Существуют другие риски, преодоление которых необходимо для достижения ЦУР. Например, «слишком большие, чтобы рухнуть» банки и «теневая банковская система»[11], находящиеся в компетенции международных институтов[12]. «Слишком большие, чтобы рухнуть» банки представляют особый случай социальной ответственности и инклюзивности. Регулирование данного вопроса на международном уровне является исключительно важным.

В 2013 г. были опубликованы методология определения глобальных системно важных страховых компаний (G-SIICs) и обновленная технология выявления глобальных системно значимых банков (G-SIBs). В соответствии с данными документами были составлены списки G-SIBs (в него вошли 28 банков) и G-SIICs, которые обновляются ежегодно, начиная с ноября 2014 г. Включенные в данные списки финансовые институты обязаны удовлетворять более строгим требованиям и подвергаются более жесткому контролю. Для них были разработаны планы по разрешению неплатежеспособности. Кроме того, для 28 G-SIBs были разработаны требования к достаточности ликвидности, в соответствии с которыми большинство банков увеличило капитал раньше срока. С 2016 г. к системно значимым банкам начали применяться дополнительные ужесточенные требования к достаточности ликвидности, введение которых в полном объеме планируется к 2019 г.

В конце 2014 г. Совет по финансовой стабильности выдвинул инициативу по повышению уровня отчетности крупных банков в целях усиления функции мировой банковской системы по противостоянию рискам [Bruno, Song Shin, 2014]. Было предложено обязать глобальные системно значимые банки создать дополнительные резервные активы, чтобы в чрезвычайных случаях тяжесть потерь не падала на плечи налогоплательщиков. 11 ноября 2015 г. Совет по финансовой стабильности на основе количественной оценки определил минимальный размер поглощающей способности суммарных потерь (TLAC) для системно значимых банков. Несмотря на поддержку инициативы на саммите «Группы двадцати», механизмы введения ее в действия еще требуют детальной доработки на национальном уровне. Однако это шаг в правильном направлении – банки сами должны нести основную часть ответственности за возможные риски.

12 октября 2016 г. Совет по финансовой стабильности опубликовал стандарты по TLAC для международных активных банков (как глобальных системно значимых, так и нет), согласно которым банки должны удерживать резервы на TLAC из собственного капитала второго уровня. Это позволит снизить вероятность распространения рисков по банковской системе. Стандарты также отражают изменения в «Базеле III», определяя, как системно значимые банки должны учитывать TLAC при расчете своих буферов регулятивного капитала[13].

В 2015 г. Совет по финансовой стабильности начал экспертный обзор выполнения политики по снижению рисков финансовой стабильности со стороны небанковских

[11] Совет по финансовой стабильности включает в эту категорию, помимо прочего, рыночные денежные фонды, структурные финансовые инструменты, брокеров-посредников, финансовые компании и холдинги, хедж-фонды и другие инвестиционные фонды. Подробнее см.: A Police Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities and a Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Security Lending and Repos. Financial Stability Board. Режим доступа: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/c_130129y.pdf (дата обращения: 17.10.2017).

[12] Tobias A. Financial Stability Policies for Shadow Banking. Staff Report. No. 664. P. 9. Federal Reserve Bank of New York, 2014.

[13] TLAC Holdings. Financial Stability Board. 12 October 2016. Режим доступа: http://www.fsb.org/2016/10/tlac-holdings/ (дата обращения: 17.10.2017).

финансовых институтов («другие теневые банковские учреждения»)[14]. Целью обзора стала оценка прогресса разных юрисдикций в области выполнения сформулированных в политике принципов для снижения значимости теневого банкинга. Подобные экспертные обзоры могут стать одним из инструментов построения надежной финансовой системы. В соответствии с положениями Устава Совета по финансовой стабильности страны-члены обязуются периодически проходить Программу оценивания финансового сектора, разработанную МВФ и Всемирным банком. Они должны предоставлять страновые отчеты, содержащие оценку степени выполнения международных стандартов.

Одна из проблем заключается в том, что решения глобальных институтов в большинстве случаев носят рекомендательный характер. Несмотря на это, высокий уровень законодательной имплементации рекомендаций становится отличительной чертой глобальной финансовой системы [Brummer, 2012]. Расширение контролирующих функций международных институтов и обязательство национальных и международных игроков по предоставлению регулярных отчетов о своей деятельности в значительной степени помогают повысить влияние признанных на международном уровне норм. Таким образом, глобальные институты устанавливают определенный стандарт финансового регулирования. Более того, они плавно приводят в действие данную систему регулирования финансовых институтов. Например, если рассматриваемые финансовые институты не соблюдают в полной мере предписания «Базеля III» (коэффициент покрытия ликвидности или чистый коэффициент финансирования), они могут быть не допущены к операциям на основных фондовых биржах. Хотя многие банкиры жалуются на неготовность к полному выполнению рекомендаций в силу их чрезмерной строгости, тем не менее большинство стран находят способы введения принятых международных стандартов вопреки сопротивлению со стороны банковской элиты. Следовательно, исключительно важно, чтобы выбранные глобальные стандарты работали на обеспечение инклюзивного и устойчивого роста.

Другим инструментом финансового регулирования является введение санкций на основе стресс-тестов. Проведение стресс-тестов на регулярной основе является нововведением в области глобального регулирования. В случае, если несоблюдение стандартов выявляется в первый раз, то по определенным Советом по финансовой стабильности правилам выносится предупреждение. При повторном выявлении нарушений страна или ее банковские институты включаются Советом по финансовой стабильности в «серый» и «черный» списки. Таким образом, страны – члены Совета по финансовой стабильности вовлечены в формулирование общих правил, норм и процедур, выбор подходящих инструментов для их выполнения, обеспечение функций надзора и контроля, что в свою очередь обеспечивает соблюдение принятых рекомендаций. В ноябре 2015 г. Совет по финансовой стабильности опубликовал первый Отчет о выполнении и результатах реформ регулирования G20. На очереди выполнение реформ «Базеля III»[15].

Подводя итог обзора принятых инструментов, мы приходим к выводу, что в последнее время было разработано большое количество мер для обеспечения стабильности: мониторинговые процедуры, проверки и стресс-тесты, новые стандарты отчетности

[14] FSB launches and invites feedback on its Peer Review on implementation of the FSB policy framework for shadow banking entities. Режим доступа: http://www.fsb.org/2015/07/ (дата обращения: 17.10.2017).

[15] Implementation and effects of the G20 financial regulatory reforms. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders. FSB, 2015. Режим доступа: http://fsb.org/wp-content/uploads/Report-on-implementation-and-effects-of-reforms-final (дата обращения: 17.10.2017).

и бухгалтерского учета, новые процедуры управления рисками и обмена лучшими практиками, новые требования к капиталу и т.д. Достаточно ли принятых мер или что-то было упущено?

До сих пор остаются нерешенными две проблемы. Рыночные спекуляции не теряют и не будут терять в заданной системе регулирования своей привлекательности для банков. Следовательно, риск создания опасных финансовых пузырей остается высоким. Следовательно, надежность банков в один день может снова быть поставлена под вопрос. Следовательно, высока вероятность того, что потребность предоставления ликвидности банкам может снова оказаться на повестке дня государств. Однако сегодня, как и ранее, не существует значимого фонда спасения банков, финансируемого самими банками. Разумное решение представляется очевидным.

Налог на спекулятивные операции – соответствие целям обеспечения финансовой стабильности и социальной ответственности

Является ли текущий вклад финансового сектора в обеспечение финансовой стабильности справедливым для большинства потребителей? Продолжающиеся с момента глобального финансового кризиса реформы не решают одну ключевую проблему, а именно высочайшие издержки спасения финансового сектора за счет правительства и налогоплательщиков и отсутствие справедливого вклада со стороны самого финансового сектора.

Цели нашего исследования включают выявление необходимости принятия регуляторами конкретных мер по противодействию вызовам глобальной финансовой стабильности с учетом социальной ответственности. Налоги – первое, что приходит на ум при упоминании рыночных инструментов. Налогообложение может служить достижению сразу двух целей: противодействию спекуляциям и обеспечению источника финансирования для спасения банков за счет самих же банков. Таким образом, оно удовлетворяет идеям и инклюзивности, и устойчивости.

Дискуссии относительно введения различных форм финансовых налогов имеют долгую историю. Еще в 1936 г. Дж. Кейнс писал, что введение налога на все виды операций (на бирже) может оказаться наиболее полезной реформой с целью снижения преобладания спекуляций над предпринимательством в США [Keynes, 1936, p. 159–160].

Система регулирования нуждается в достаточном механизме противодействия избыточной спекулятивной деятельности. «Базель III» обеспечивает более жесткие требования к капиталу, гарантируя большую ответственность банков, но не сокращая объем спекуляций. Спекулятивная деятельность продолжает процветать благодаря присутствию избыточных средств в финансовом секторе и сокращению финансирования реального сектора.

В 2009 г. Пол Кругман опубликовал статью «Сделаем банковское дело скучным», в которой утверждает, что сформированная после Великой депрессии банковская система находилась под жестким регулированием[16]. Банки выполняли роль посредников. Банковское дело было скучным. После 1980 г. многие меры регулирования были ослаблены или устранены, и банковское дело вновь стало увлекательным. Стремительно начали расти долги, и финансовая индустрия существенно расширилась. Кругман предложил отделить инвестиционный банкинг от традиционного. В этом же направле-

[16] Krugman P. Making Banking Boring // The New York Times. 2009. 9 April.

нии принимались меры по введению ограничений на банковскую деятельность – такие как правило Волкера в США, круговая защита Викерса в Великобритании и инициатива Лииканена в ЕС[17], что отражало попытки регуляторов функционального разделения банковских операций как реакции на недостаточное управление высокорискованными спекулятивными инвестициями принимающими вклады банками.

Несмотря на то что истории известны примеры разделения инвестиционных и депозитных банковских услуг, например в США с начала 30-х годов, мы полагаем, что отделить спекулятивные операции от депозитно-кредитной деятельности банков сложнее, чем ввести налогообложение спекулятивной деятельности. Особенно сложным разделение представляется во времена впечатляющего роста спекулятивной активности. Высока вероятность того, что спекулятивные действия будут выведены в теневую банковскую систему, что, в свою очередь, еще более усложнит контроль.

Глобальные институты стремятся предложить свои варианты решения данной проблемы. Базельский комитет по банковскому надзору выработал и принял новые стандарты для банковских инвестиций в рамках соглашений о капитале (применяются с 2017 г.), которые распространяются на инвестиции во все виды фондов (в том числе хедж-фонды, управляемые и инвестиционные фонды)[18]. Однако наиболее сложной остается задача заставить банки снизить свою спекулятивную активность и тем самым сократить угрозы для финансовой системы. Почему бы не предоставить банкам возможность выполнять свою работу по созданию буферов безопасности за пределами своих балансов за счет самого же банковского сообщества?

Одним из наиболее подходящих инструментов для выполнения данной функции представляется налог на финансовые операции [Baker, 2008]. Данную точку зрения разделяют многие аналитики. Однако решающий объемов аргументов в пользу его введения до сих пор не собран. Налог на финансовые операции представляет собой плату, взимаемую с финансовых институтов, за определенные виды проводимых ими финансовых операций. Это может относиться к акциям, облигациям, деривативам и т.д. Режимы налогообложения могут различаться в зависимости от резидентства инвестора или в зависимости от вида актива. Очень важно, чтобы на размер налога не влияло место проведения операции. Это позволит снизить привлекательность офшоров для данного вида операций.

Общий аргумент, останавливающий введение странами налога на финансовые операции, заключается в риске снижения выручки финансового сектора и ухода финансовых институтов в необлагаемые налогом страны. Однако ставка налога слишком низка, чтобы переводить бизнес в другую страну и оказать видимое влияние на его деятельность. Данный налог преимущественно не превышает несколько десятых или даже сотых объема операции[19]. Он может быть разделен между продавцом и покупателем. Другим негативным последствием введения налога является возможное сокращение инвестиций. Многие эксперты оспаривают саму идею налога на данные операции. Использование налога может привести к сокращению не только спекулятивной сферы, но и неспекулятивных брокерских операций. Повышение стоимости операций вызывает озабоченность правительств, поскольку они полагают, что инвесторы будут менее заинтересованы в покупке государственных облигаций из-за нового налога. Трейдеры и

[17] Подробнее см.: https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/volcker-rule.htm, http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf

[18] Revised policy framework for banks' equity investments in funds issued by the Basel Committee. 2013. 13 December. Режим доступа: http://www.bis.org/press/p131213.htm (дата обращения: 17.10.2017).

[19] French financial transaction tax on equity securities. Latest developments and practical implications for the market. PricewaterhouseCoopers. August 2012. Режим доступа: http://www.pwc.be/en/financial-services-newsalert/2012/landwell-fftt-pdf-aug-2012.pdf (дата обращения: 17.10.2017).

инвесторы также могут уйти из страны в случае введения в ней налога. Несмотря на то, что, как было отмечено ранее, страна совершения операции не имеет критически важного значения для сбора налога, банкиры могут найти лазейки.

Полученные государством или международной организацией благодаря налогу на финансовые операции дополнительные средства рассматриваются в качестве преимущества подобной меры регулирования. Подобный налог может обеспечить «Группу двадцати» (или МВФ) финансовыми ресурсами, необходимыми для быстрого продвижения реформ глобальной финансовой системы. Например, введение налога в США по предложению Конгресса позволит получить 180 млрд долл. только со стороны банков в период с 2015 по 2023 г. (рис. 1). Налог на глобальном уровне может принести гораздо больше.

Таблица 1. Бюджетные поступления от введения налога на финансовые операции в США

Период	**2014 г.**	**2015 г.**	**2016 г.**	**2017 г.**	**2018 г.**	**2019 г.**	**2020 г.**	**2021 г.**	**2022 г.**	**2023 г.**	**2014–2018 г.**	**2014–2023 гг.**
Доход, млрд долл. США	0	12	18	19	20	21	21	22	23	24	68	180

Источник: Congressional Budget Office. Staff of the Joint Committee of Taxation. November 2013. Режим доступа: https://www.cbo.gov/budget-options/2013/44855 (дата обращения: 17.10.2017).

Помимо привлечения средств, налог на финансовые операции является подходящим рыночным инструментом для снижения стимулов к чрезмерным спекуляциям. Это еще один важный аргумент в пользу данного налога. Нереалистично ожидать, что введение налога существенно снизит объемы торговли краткосрочными спекулятивными ценными бумагами, поскольку ставка налога является минимальной. Однако мотивация к спекулятивной деятельности как минимум немного снизится, что станет важным сигналом для банкиров. Преимуществами рассматриваемого налога в сравнении с другими налогами является то, что его легко платить, но сложно уклоняться от его уплаты.

Следующий аргумент заключается в том, что налог на финансовые операции, снижая уровень системных рисков, вносит определенный вклад в обеспечение устойчивого экономического роста. Во время экономического роста объемы Фонда спасения, а следовательно, и гарантии финансовой стабильности, будут непрерывно увеличиваться. Обосновывая введение налога, Дж. Тобин указывает на другой положительный экономический эффект налога на финансовые операции. Если происходит снижение спекулятивной активности с одновременным снижением высокой нормы прибыли, финансовый сектор становится менее привлекательным для активных, умных и образованных профессионалов. Это означает увеличение числа талантливых людей в нефинансовых секторах, таких как медицина или другие отрасли и науки, что будет способствовать смещению акцента на индустриальный рост.

Помимо данных эффектов налог на финансовые операции имеет важнейшее значение в связи с его глубокими эффектами, которые необходимо упомянуть в рамках данного исследования. Данный вид налогообложения может способствовать более равномерному распределению доходов и сокращению диспропорционального распределения богатства. Как было замечено в работах Т. Пикети, проблема занимает высокое положение в глобальной повестке дня [Piketty, 2014]. Исследования показывают, что

налог на финансовые операции имеет прогрессивный эффект. Примерно три четверти собранных с его помощью средств приходится на налогоплательщиков из стран с высоким уровнем дохода и более 40% – на богатейший 1% [Burman, 2015]. Важным шагом к социализации механизма налога на финансовые операции может стать введение разумных систем отчетности. В частности, в случае предоставления специальных условий для отчетности пенсионных фондов, исключений для малых компаний и компаний, вовлеченных в социально значимую деятельность.

Наконец, важнейшее значение имеет тот факт, что ответственность за спасение финансовых институтов в кризисные периоды будут нести не налогоплательщики, а банкиры. Таким образом, бремя банкротств будет снято с плеч налогоплательщиков, что обеспечит социально ответственное финансовое регулирование.

Пока идет дискуссия о введении данного налога, наблюдается недостаток практического воплощения идеи. В 2011 г. страны ЕС, среди которых Австрия, Бельгия, Франция, Германия, Италия и Испания, выдвинули идею о введении общего налога на финансовые операции в ЕС. В декабре 2012 г. Европарламент проголосовал в поддержку предложения 11 стран ЕС. В январе 2013 г. Совет Европейского союза одобрил введение налога на финансовые операции. Это стало первым важным шагом к введению данного налога на глобальном уровне. «Мягкая сила» примера ЕС сыграла значимую роль в отношении многих других инициатив. Так может быть и в случае с налогом на финансовые операции. Фонд поддержки банков, созданный за счет перераспределения налога на финансовые операции, может стать умным инструментом обеспечения финансовой стабильности. Совет ЕС считает, что введение налога позволит не допустить падения основной тяжести банкротств банков на плечи налогоплательщиков, что произошло во время кризиса 2008 г. Таким образом, налог на финансовые операции представляет собой способ обеспечения социально справедливого финансового регулирования. После введения данного налога в ЕС остальные страны захотят последовать этому примеру.

Однако на высшем уровне сохраняются разногласия относительно того, как наиболее эффективно использовать данный налог. В данной статье рассматриваются дополнительные аргументы в пользу введения налога на финансовые операции [Zuev, Nevskaya, 2018]. В мае 2014 г. десять из одиннадцати изначально проявивших интерес стран ЕС (за исключением Словении) договорились о разработке к 2016 г. налога на акции и деривативы. В декабре 2015 г. Эстония решила отойти от данного процесса в связи с ожидаемыми высокими издержками сбора налога, превышающими возможные доходы, что, по нашим расчетам, не соответствует действительности. Тем не менее 16 марта 2016 г. Эстония завершила необходимые формальности для выхода из сотрудничества в области налога на финансовые операции. Вопрос введения налога зашел в тупик в Совете ЕС. Возникают сомнения касательно целесообразности сбора данного налога. В феврале 2017 г. министр финансов Германии Вольфган Шойбле заявил, что введение европейского налога на финансовые операции было затруднено в связи с увеличением спроса на льготы[20].

Создание общей для ЕС системы налогообложения в области финансовых операций является гарантией того, что банки будут вносить справедливый вклад в компенсацию издержек по выходу из кризиса, поскольку данные банки получают значительную поддержку со стороны правительств [Maurice, 2015]. Великобритания, как и в ряде других случаев, дала ясно понять, что в случае нанесения ущерба ее рынку будут

[20] Schaeuble Sees Financial Transaction Tax Riddled With Holes. Bloomberg. 21 February 2017. Режим доступа: https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-02-21/schaeuble-sees-financial-transaction-tax-riddled-with-exemptions (дата обращения: 17.10.2017).

приняты защитные меры. В целом Великобритания не была категорически против введения налога. Однако эта страна считает, что налог не будет работать до тех пор, пока не будет принят на уровне «Группы двадцати». Авторы данной статьи разделяют эту точку зрения, однако считают преувеличенным опасение, что Лондон может уступить роль финансового лидера Нью-Йорку или Сингапуру.

Принимая во внимание отсутствие единства по данному вопросу, ЕС подрывает введение налога на финансовые операции в остальном мире. Верно и обратное: в случае принятия налога в ЕС может быть сформирована критическая масса, необходимая для его трансформации в глобальный инструмент.

Идея введения налога на финансовые операции на глобальном уровне была предложена «Группой двадцати» в 2008 г. и в тот момент получила поддержку большинства стран-членов. К сожалению, на саммите в Торонто в 2010 г. предложение было отложено. Примечательно, что в настоящий момент 16 из 20 участников «Группы двадцати» применяют налоги, схожие по своим эффектам с налогом на финансовые операции. Наиболее распространенной разновидностью данного налога является налог на торговлю акциями крупными компаниями, налог ЕС на короткие продажи и суверенные кредитно-дефолтные свопы (СДР), или налоги на высокочастотную торговлю (например, во Франции это налог на отмененные заказы, в Италии – налог на измененные заказы). Более 30 стран – среди них Великобритания, Франция, Бельгия, Греция, Гонконг, Швейцария, Австралия и Южная Корея – применяют различные разновидности налога на финансовые операции со ставкой от 0,1 до 0,5%.

С целью соблюдения принципа социальной справедливости механизм налога на финансовые операции предоставляет льготы для определенных категорий граждан и институтов в разных странах. Например, в Италии налог на операции с акциями национальных компаний и деривативами не применяется к компаниям, действующим в социально значимых сферах [Hemmelgarn et al., 2015]. Введение налога на финансовые операции в выборочном формате должно стать дополнительным инструментом для социализации среды финансового регулирования.

Для эффективной социализации эффектов введения налога на финансовые операции исключительно важно определить точные модели расхода собранных странами средств во времена отсутствия необходимости в помощи банкам. Ведь кризис – не постоянное явление. Таким образом, в отсутствие кризиса фонд может быть использован для других целей. Опыт стран ЕС показывает, что возможно провозглашение «далеко идущих» целей, таких как использование средств фонда в качестве помощи беднейшим странам. Другим направлением использования средств может стать финансирование стимулирующих экономический рост проектов и создание международной «подушки безопасности» для банков. На наш взгляд, в вопросе введения налога было бы намного проще заручиться поддержкой со стороны банковских кругов, если бы было объявлено, что требования к капиталу в рамках «Базеля III» могут быть не выполнены в полной мере в странах, в которых были созданы фонды помощи банкам в кризисных ситуациях. Создание фонда означает, что банки могут быть более гибкими в своей кредитной политике, поскольку с момента начала своего функционирования фонд сможет предоставлять помощь за счет самих банков. В таком случае можно ожидать положительного решения от лидеров банковского сообщества относительно принятия данного налога.

Использование налога на финансовые операции в качестве инструмента для сокращения избыточных спекуляций, при отсутствии препятствий другим видам деятельности, представляется социально ответственной мерой, одновременно работающей на обеспечение финансовой стабильности.

Опасности высокого уровня глобальной задолженности

Финансовая глобализация и быстрорастущие уровни задолженности означают, что скорость возможного распространения кризиса значительно возрастает. Это может привести к финансовым шокам. Характерно, что задолженность растет как в развитых, так и в развивающихся странах, в частном и в государственном секторе, и в большинстве сегментов нефинансового рынка. Задолженность становится тотальным феноменом. Она создает новую угрозу экономическому развитию, представляет серьезное препятствие для достижения целей устойчивого роста. Согласно опубликованному в октябре 2016 г. докладу МВФ Fiscal Monitor, глобальный долг нефинансового сектора достиг беспрецедентно высокого уровня в 152 трлн долл. и составил 225% мирового ВВП[21]! Как отмечают авторы доклада, до сих пор нет консенсуса, какой уровень долга можно считать слишком большим. Но стоит только представить себе, что все страны мира, все производители товаров и услуг должны работать, не есть, не пить, ничего не тратить в течение двух лет и трех месяцев, для того чтобы погасить такие долги! И это еще без процентов. Конечно, это нереально. На наш взгляд, ситуация все более выходит из-под контроля. Особенно настораживает тот факт, что превышение исторически пиковых значений отношения долга к ВВП произошло в отсутствие финансового кризиса периода 2008–2009 гг. и периода 2014 г. Если в то время рекордное нарастание задолженности можно было объяснить кризисом и экстренной необходимостью спасения национальных экономик масштабными вливаниями ликвидности, то чем объяснить рекордные уровни долга теперь? Привычкой? Доступностью средств? Стремлением решать проблемы (экономического роста, приобретения активов) не долгим и упорным зарабатыванием денег, а быстро и легко в кредит под обещания заработать потом (когда-то)? Очередная недооценка рисков политики без адекватного делевериджа?

Две трети долга составляет задолженность частного сектора (небанковские корпорации и домохозяйства) – около 100 трлн долл. Это вызывает серьезные опасения. И около одной трети, свыше 50 трлн долл., – долги государств. Это меньше беспокоит экспертов, но об этом позднее. Счет долгам пошел на десятки триллионов долларов.

Принимая решение о помощи национальным корпорациям во времена финансовых сложностей посредством программ спасения, правительства превращают частный долг в государственный, повышая уровень государственной задолженности, что было частым явлением после кризиса 2007–2009 гг. Ситуация может повториться, но при более высоком уровне государственного долга она становится взрывоопасной. Ситуация с долгом резко меняется и в системно значимых развивающихся странах. По данным МВФ, в первой половине 2016 г. корпоративный долг в развивающихся странах превысил отметку в 26 трлн долл. В свою очередь долг нефинансовых организаций в развивающихся странах вырос (стремительно) с 4 трлн долл. в 2004 г. до 18 трлн долл. в 2014 г.[22] Миллиардер Джордж Сорос высказал особые опасения относительно растущего долга Китая, который в прошлом выступал как своеобразный якорь системы, постоянно накапливая валютные резервы, но не долги. Ситуация изменилась.

Рост использования заемного капитала в развивающихся странах может быть объяснен высокой доходностью и низкими или даже отрицательными процентными доходностями облигаций в развитых странах. Brexit стал другим важным фактором,

[21] Fiscal Monitor: Debt-Use It Wisely. International Monetary Fund (IMF). October 2016. Washington.

[22] Global Financial Stability Report – Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era. International Monetary Fund. October 2016.

сместившим инвестиционные потоки из развитых экономик. С тех пор как Великобритания проголосовала за выход из ЕС, международные инвесторы вложили более 18 млрд долл. в долларовые облигации развивающихся рынков. Лидирующие позиции по выдаче кредитов занимают Китай и Саудовская Аравия. Столь большой корпоративный долг оказывает дополнительное давление на государственные финансы. В случае низкой экономической активности, когда государство вынуждено помогать национальным корпорациям, долговое бремя будет только увеличиваться.

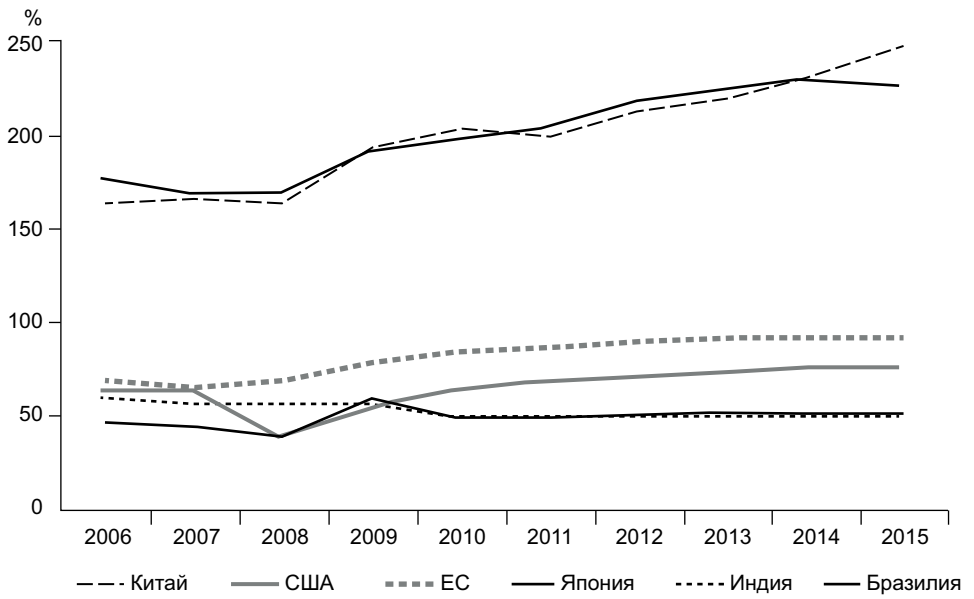

Рис. 1. Размеры общей задолженности относительно величины ВВП

Источник: МВФ, ОЭСР.

Таким образом, у нас есть все основания рассматривать государственный и частный долг как угрозу одного порядка, происходящую от нефинансового сектора. Избыточный долг частного сектора стал рассматриваться как потенциальная угроза экономической стабильности и росту. На другой стороне мнения тех экономистов, которые опасаются, что процесс сокращения объемов кредитования частного сектора может подавить и без того незначительное и весьма чувствительное восстановление экономики.

На этом фоне представляется удивительным, что совсем мало внимания уделяется проблеме задолженности правительств, составляющей примерно одну треть глобального долга. В то время как возрастает контроль над займами частного сектора и банков, заемная деятельность правительства практически не регулируется. Действительно, меры регулирования, направленные на предотвращение банкротств физических и юридических лиц и банков, становятся все более и более жесткими, за небольшими исключениями, например, в случае рейтингования суверенного долга. Однако правительства почти свободны в своих займах: ни лимитов, ни контроля, ни регулирования. До недавнего времени большинство экспертов, оценивая угрозы финансовой стабильности, не принимали во внимание государственный долг. Означает ли это, что мы не должны тревожиться о способности государств выплатить их долги?

Сложившаяся после 2010 г. ситуация в небольших странах Европы (Греции, Ирландии, Португалии), а позднее и в более крупных европейских странах (Испании и Италии) продемонстрировала высокий уровень подобных рисков. Только предоставление внешней помощи Греции в размере 240 млрд евро в 2010 и 2012 гг. со стороны «Тройки» (ЕЦБ, МВФ, ЕС) смогло отчасти решить проблему. Но даже огромные вливания не помогли стране полностью справиться с разбалансированными финансами спустя семь лет после начала предоставления массовой внешней помощи. Даже такие крупные страны, как Италия, не могут чувствовать себя в безопасности в отношении рисков финансовой стабильности, что доказал резкий рост ставок по ее государственным облигациям и понижение кредитного рейтинга страны в разгар долгового кризиса в Европе[23].

Данную проблему можно рассматривать с другого ракурса. Если государственная задолженность чрезмерно высока, неизбежными оказываются сокращения государственных бюджетов и статей государственных расходов на социальные сферы, что означает принесение в жертву благосостояния населения и перспектив долгосрочного экономического роста. Более того, в глобализированном мире негативные последствия высокой задолженности одной страны могут распространиться на региональный и даже глобальный рынки, что продемонстрировал греческий кризис[24].

Мы выделили наиболее важные, по нашему мнению, аргументы в пользу необходимости регулирования государственного долга.

Во-первых, избыточные уровни государственного долга превращаются из стимула в тормоз экономического роста.

Центральные банки развитых стран вливают деньги в экономики стран в форме программ количественного смягчения. Правительства во всем мире увеличивают выпуск государственных облигаций с целью покрытия бюджетных дефицитов. Увеличивая долг, они стремятся ускорить экономическую активность с целью стимулирования экономического роста. Проводя стимулирующую фискальную политику, распространенную среди стран в кризисные и посткризисные периоды, правительства в большинстве случаев прибегают к долговому финансированию. Некоторые эксперты рассматривают увеличение государственного долга в качестве стимула для восстановления экономики и дальнейшего экономического роста. В частности, экономические модели, представленные в работах О. Джорда, М. Шуларик и А. Тэйлора, свидетельствуют о том, что фискальная политика может в значительной степени снизить негативные последствия экономического кризиса при условии, что до кризиса были созданы бюджетные буферы [Jordà et al., 2016].

Однако избыточный государственный долг превращается в препятствие для экономического роста. Три группы экономистов независимо друг от друга показали, что большой государственный долг негативно сказывается на перспективах долгосрочного экономического роста. Общее объяснение данного негативного влияния следующее: когда уровень государственного долга превышает определенную границу, частная инвестиционная активность начинает снижаться в силу потери доверия к государственным гарантиям, что в конечном счете приводит к снижению будущей прибыли и не оставляет возможности для будущего роста. Согласно эмпирическим исследованиям

[23] European Union (EU) Stability Pact. Режим доступа: https://www.destatis.de/EN/FactsFigures/NationalEconomyEnvironment/NationalAccounts/EUStabilityPact/Tables/DebtratioEU.html (дата обращения: 17.10.2017).

[24] Motoko Aizawa Macroeconomics and sovereign debt. 30 November 2016. Режим доступа: https://www.boell.de/en/2016/11/30/macroeconomics-and-sovereign-debt?dimension1=ds_g20_en (дата обращения: 17.10.2017).

развитых экономик, негативный эффект появляется при достижении государственного долга уровня в 90%. Исследование М. Кумара, Дж. Ву (МВФ) [Manmohan et al., 2010] одновременно с исследованием К. Рейнхарта, В. Рейнхарта и К. Рогофф (Национальное бюро экономических исследований) [Reinhart et al., 2012, p. 69–86] проиллюстрировали, что как только правительство страны приобретает статус высокого уровня долга, темпы экономического роста снижаются. Третье исследование было представлено С. Кечетти, М. Моханти и Ф. Замполи (Банк международных расчетов). Они также выявили негативное влияние высокого государственного долга на экономический рост [Cecchetti, 2011].

Несмотря на то что некоторые эксперты, в частности У. Паницца и А. Пресбитеро (ЮНКТАД) [Panizza, Presbitero, 2014, p. 21–41], сомневаются в состоятельности данной идеи, она стремительно набирает популярность в международных экономических кругах.

Во-вторых, избыточные уровни государственного долга могут нанести серьезный ущерб глобальной финансовой стабильности.

Цифры говорят сами за себя. Если посмотреть на масштаб внутреннего государственного долга относительно ВВП, в глаза бросается тревожный тренд (рис. 2).

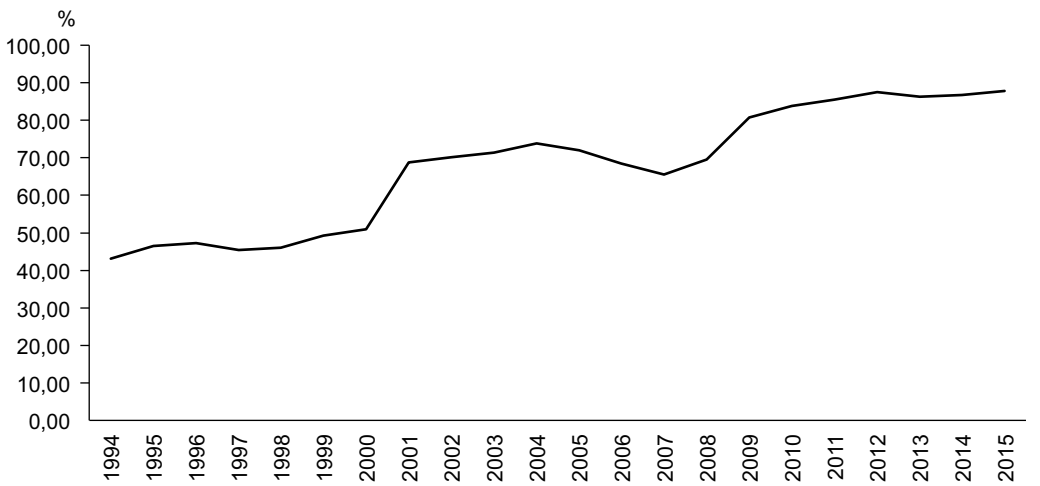

Рис. 2. Отношение государственного долга к ВВП в странах «Группы двадцати»

Источник: рассчитано авторами по данным МВФ.

Однако сравнение с объемами ВВП не дает полной картины относительно данной проблемы, так как весь ВВП не может быть потрачен на погашение государственного долга. В общем и целом сравнение долга с ВВП может быть использовано для вынесения определенных суждений касательно ситуации, но подобный подход игнорирует активную сторону баланса, что исключительно важно для оценки способности к выплате долга. А в терминах устойчивого экономического роста именно способность к выплате долга имеет наибольшую значимость. Альтернативным подходом может быть сравнение долга правительств с другими показателями, такими как валовые национальные сбережения или суммарные доходы правительства. Как видно из рис. 3, долг правительств в странах «Группы двадцати» значительно превосходит их суммарные доходы и национальные сбережения, и разрыв все увеличивается. Иная ситуация, если

сравнивать задолженность правительств с объемом золотовалютных резервов: данное отношение снижается в периоде экономической стабильности 2000–2006 гг., однако после недавнего финансового кризиса начинает расти.

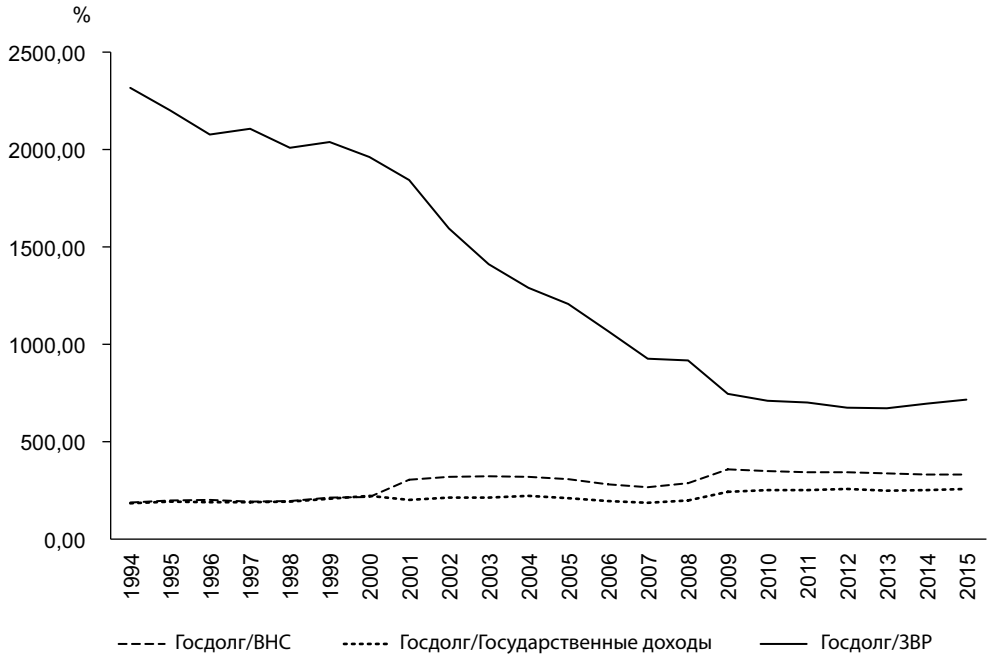

Рис. 3. Отношение государственного долга к ВНС, государственным доходам и ЗВР, %

Источник: рассчитано авторами по данным МВФ.

Учитывая, что государственный долг очень высок в развитых экономиках, мы можем говорить о серьезной угрозе глобальной финансовой стабильности. Правительства как кредиторы последней инстанции должны не только предоставлять общественные блага и сглаживать экономический цикл, но и во времена финансовых шоков предоставлять финансовую помощь банкам и нефинансовому сектору в виде кредитов. Если под угрозой снова окажутся системно значимые банки и крупные компании, государство им поможет. Но кто поможет государству, столкнувшемуся с угрозой дефолта?

Безусловно, международные финансовые институты во главе с МВФ формируют определенного рода финансовый буфер, играющий исключительно важную роль в чрезвычайных ситуациях. Критикуемый за недостаточную эффективность и гибкость МВФ смог помочь нуждающимся странам во время последнего финансового кризиса. Тем не менее очевидно, что ресурсы МВФ, измеряемые в миллиардах долларов, несопоставимы с объемами измеряемого в триллионах долларов глобального государственного долга, и в случае глобального долгового кризиса МВФ объективно не сможет обеспечить финансовую стабильность в мире. После финансового кризиса 2007–2008 гг. глобальная финансовая система подверглась ряду реформ, направленных на повышение ее устойчивости и эффективности. Но, несмотря на то, что были созданы новые финансовые институты, а существующие значительно увеличили свои резервы, глобальная финансовая система все еще не способна противостоять экспоненциально растущим рискам.

Таблица 2. Отношение госдолга к ресурсам МВФ (в пересчете по курсу СДР)

Год	Отношение	Год	Отношение	Год	Отношение
1994	4746	2004	8711	2010	7181
1996	5882	2005	9141	2011	8068
1998	3860	2006	9338	2012	8383
2000	4582	2007	10020	2013	8465
2001	6162	2008	11541	2014	8734
2003	7511	2009	12747	2015	8366

Источник: рассчитано авторами по данным МВФ и Всемирного банка.

В-третьих, избыточные уровни государственного долга противоречат идее устойчивого и инклюзивного экономического роста.

В соответствии с Программой устойчивого развития – 2030, страны «Группы двадцати» заняли жесткую позицию, чтобы гарантировать, что никто не остается за пределами их усилий по борьбе с бедностью, достижению устойчивого роста и построения инклюзивного и устойчивого будущего для всех[25]. Однако постоянное наращивание государственного долга в ущерб будущему развитию не соответствует Целям устойчивого развития, провозглашенным «Группой двадцати». Кроме того, это противоречит идее инклюзивности, которая предполагает учет интересов всех групп граждан, потому что в конечном счете именно граждане будут оплачивать реструктуризацию долгов правительств. Действительно, при банкротстве правительств, как и при банкротстве банков, пострадавшей стороной становятся граждане. Социально ответственное глобальное финансовое регулирование должно уделять серьезности выпуска госдолга такое же внимание, что и вопросу устойчивости банков.

Таким образом, установление контроля за займами правительств представляется важной задачей. Некоторые эксперты и некоторые институты уже признают значимость данного вопроса. Речь идет о провале глобального регулирования в ключевой области. Как отметил М. Айзава, и мы полностью разделяем его позицию, в настоящий момент нам не хватает эффективного режима неплатежеспособности, который бы позволял выходить из кризисов суверенного долга справедливым, быстрым и устойчивым образом[26]. Новатором в области решения данной проблемы является ЕС, который уже предпринял некоторые шаги в построении системы регулирования государственного долга. Среди этих шагов введение Маастрихтских критериев, введение в действие механизма координирования бюджетов, программы стабильности и конвергенции. Мы считаем, что подобные меры должны быть приняты в рамках стран «Группы двадцати», на долю которых приходится примерно 86% мирового ВВП и 87% мирового госдолга[27]. Значимым решением в области регулирования государственного долга на глобальном уровне может стать соглашение, если не аналогичное, то приближенное к Базельским соглашениям, уже доказавшим свою эффективность.

[25] Action Plan on the 2030 Agenda for Sustainable Development. Режим доступа: https://www.b20germany.org/fileadmin/user_upload/G20_Action_Plan_on_the_2030_Agenda_for_Sustainable_Development.pdf (дата обращения: 17.10.2017).

[26] Motoko Aizawa Macroeconomics and sovereign debt. 30 November 2016. Режим доступа: https://www.boell.de/en/2016/11/30/macroeconomics-and-sovereign-debt-dimension1=ds_g20_en (дата обращения: 17.10.2017).

[27] Calculated by authors according to IMF Data.

Сегодня международные институты и эксперты изучают способы обеспечения ответственного кредитования и заимствования странами «Группы двадцати». Предполагается, что ответственное заимствование в соответствии с принципами ЮНКТАД (2012) и ЕВРОДАД (2011) сможет защитить и страны-должники, и страны-кредиторы.

Однако, на наш взгляд, утверждение политики ответственного заимствования и кредитования правительствами представляется не очень реалистичным. Трудно представить, чтобы остро нуждающееся в финансировании правительство отказалось от щедрого кредитного предложения. Иллюзорна и эффективность убеждения кредиторов в необходимости быть ответственными. Природа данного рода деятельности такова, что они сделают все возможное, чтобы получить свои деньги обратно. Они не нуждаются в убеждении или руководстве каким-либо кодексом. Только широкая осведомленность о возможных рисках имеет значение. Чем яснее будет осознание кредиторами степени рисков, вызванных большими объемами долга на глобальном уровне, тем более предусмотрительными они будут в своей кредитной политике.

Кроме того, в терминах целей устойчивого развития важно оценивать, в какой степени выплата госдолга ограничивает финансирование социальных выплат и направление средств на охрану окружающей среды. Существующая программа сдерживания роста банковского долга в допустимых пределах, проводимая МВФ совместно со Всемирным банком, должна быть расширена и применена к развитым и развивающимся экономикам, а не только к странам с низкими доходами, поскольку чрезвычайно высокие уровни государственного долга в этих странах угрожают глобальной финансовой стабильности.

Мы считаем, что «Группе двадцати» следует внести существенный вклад в повышение осведомленности о рисках, происходящих из высоких уровней задолженности как развитых, так и развивающихся стран. Важнейшим критерием для инвесторов выступает доверие. Как только инвесторы теряют доверие, они прекращают инвестиционную деятельность. Следовательно, чем больше людей будут осведомлены о рисках благодаря усилиям «Группы двадцати», тем более рациональной и эффективной будет их инвестиционная активность. Недостаток мониторинга представляет собой другую проблему, которую предстоит решать «Группе двадцати». Кто будет контролировать неразумные кредитные политики стран? Требуется введение комплексного механизма по урегулированию вопросов государственного долга, основанного на функции системы глобального финансового надзора по раннему выявлению рисков.

Заключение

В век глобализации быстрорастущие долги, как частные, так и государственные, как банковского, так и нефинансового сектора, становятся новой реальной угрозой финансовой стабильности. В ситуации высокой задолженности поглощающая способность государств и международных институтов падает в силу ограниченности ресурсов последних по отношению к растущей величине задолженности. В этих условиях распространение нестабильности, возникающей в одном из звеньев системы, будет намного более стремительным и разрушительным, что приведет к финансовым шокам по всему миру.

Нельзя сказать, что данной проблеме совсем не уделяется внимание. Однако проблема трактуется слишком ограниченно относительно масштаба возможных последствий. Поэтому данный вопрос требует более широкого рассмотрения на глобальном уровне, с учетом как частного, так и государственного долга. Что касается мер обес-

печения стабильности, то наибольший прогресс был достигнут в сфере банковского сектора, что, в частности, нашло отражение в значительном повышении требований к банковскому капиталу. Однако с точки зрения обеспечения инклюзивного роста до сих не создано ни одного крупного фонда, с помощью которого банки могли бы помочь себе в сложных ситуациях за счет собственных средств. Эта проблема может быть решена посредством введения налога на финансовые операции на уровне «Группы двадцати». В качестве дополнительного буфера поддержки можно рассматривать средства МВФ, но доступных ему ресурсов становится недостаточно для покрытия стремительно растущих долгов государственного и нефинансового секторов.

После глобального финансового кризиса госдолг в развитых и системно значимых развивающихся странах стремительно рос, что представляет реальною угрозу глобальной финансовой стабильности и экономическому развитию. В условиях отсутствия внешних ограничителей государства тяготеют к неограниченному заимствованию, но так не может продолжаться бесконечно. Внимание экономистов и политиков должно быть привлечено к данной проблеме в связи с ее исключительной значимостью. Если в условиях глобализации крупные экономики не выдержат долговой нагрузки, международные финансовые институты будут не в состоянии предложить адекватную поддержку. Тогда разрушительная сила возможной нестабильности многократно возрастает.

Источники

Baker D. (2008) The Benefits of a Financial Transaction Tax. Washington, DC.: Center for Economic and Policy Research.

Baxter L.G. (2011) Exploring the WFO Option for Global Banking Regulation // Globalization & Governance. P. 113–124.

Brummer C. (2012) Soft Law and the International Financial System: Rule Making in the 21st Century. N.Y.: Cambridge University Press.

Bruno V., Song Shin H. (2014) Cross-Border Banking and Global Liquidity // Bank for International Settlements. August. Режим доступа: http: // www.bis.org/publ/work458.pdf (дата обращения: 17.01.2017).

Burman L., Gale W. et al. (2015) Financial Transaction Taxes in Theory and Practice. Urban Institute & Brookings Institute. June. Режим доступа: http: // www.taxpolicycenter.org/PDF/2000287-Financial-Transaction-Taxes-in-Theory-and-Practice (дата обращения: 17.01.2017).

Cecchetti S.G., Mohanty M.S., Zampolli F. (2011) The Real Effects of Debt: BIS Working Paper 352. Bank for International Settlements, Basel.

Gros D. (2013) The Problems of Basel Principles Usage in the EU. Banking Union with a Sovereign Virus: The Self-serving Treatment of Sovereign Debt // Intereconomics. Vol. 48. Iss. 2. P. 93–97.

Hemmelgarn T., Nicodeme G. et al. (2015) Financial Transaction Taxes in the European Union. European Commission taxation papers. Working paper No. 62.

Jordà O., Schularick M., Taylor A.M. (2016) Sovereigns Versus Banks: Credit, Crises, and Consequences // Journal of the European Economic Association. No. 14 (1). P. 45–79.

Keynes J.M. (1936) General Theory of Employment, Interest and Money. Harcourt Brace, New York. P. 159–160.

Manmohan S.K., Woo J. (2010) Public Debt and Growth: IMF Working Papers, WP/10/174.

Maurice E. (2015) EU Financial Transaction Tax on life Support // EU Observer. 8 December. Режим доступа: https: // euobserver.com/economic/131435 (дата обращения: 17.01.2017).

New York Times (2016) The Need for a Tax on Financial Trading. 28 January. Режим доступа: http: // www.nytimes.com/2016/01/28/opinion/the-need-for-a-tax-on-financial-trading.html (дата обращения: 17.01.2017).

Panizza U., Presbitero A.F. (2014) Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect? // Journal of Macroeconomics. No. 41. P. 21–41.

Piketty T. (2014) Capital in the 21st century. Harvard University Press.

Reinhart C.M., Reinhart V.R., Rogoff K.S. (2012) Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800 // Journal of Economic Perspectives. No. 26 (3). P. 69–86.

Tobias A. (2014) Financial stability Policies for Shadow Banking. Staff Report, Federal Reserve Bank of New York. No. 664. P. 9.

Tsingou E. (2003) Transnational Policy Communities and Financial Governance: The Role of Private Actors in Derivatives Regulation. P. 8. Режим доступа: http: warwick.ac.uk/2009/1/WRAP_Tsingou_wp11103.pdf (дата обращения: 17.01.2017).

Underhill G., Zhang X. (2008) Setting the Rules: Private Power, Political Underpinnings, and Legitimacy in Global Monetary and Financial Governance // International Affairs. Vol. 84 (3). P. 535–554.

Zuev V., Nevskaya A. (2018) Governing the Gaps in Global Banking. Accountability for Effectiveness in. Global Governance / J.J. Kirton, M. Larionova (eds). Abingdon: Routledge.

Sustainable Economy: Do not use the Debt Widely

V. Zuev, E. Ostrovskaya, E. Frolova

Vladimir Zuev – PhD, Professor of Economic Sciences, National Research University Higher School of Economics; 20 Myasnitskaya, 101000 Moscow, Russian Federation; E-mail: vzuev@hse.ru

Elena Ostrovskaya – PhD, Associate Professor, School of World Economy, National Research University Higher School of Economics; 20 Myasnitskaya, 101000 Moscow, Russian Federation; E-mail: eostrovskaya@hse.ru

Ekaterina Frolova – Assistant at the World Economy Department School of World Economy, National Research University Higher School of Economics; 20 Myasnitskaya, 101000 Moscow, Russian Federation; E-mail: esfrolova@icloud.com

In this article we consider the issue of debt, which became a global concern, within another global concept – in the context of sustainable development and economic growth. More and more attention is paid to this concept due to urgent necessity for coordination of policies at both national and global levels. The predominant theoretical thinking tends to underestimate the risks. Although a lot have been made towards improving global financial stability after the recent crisis, the risks remain high as new threats and challenges emerge, and the global financial system is still unable to respond to them adequately. Having considered the banking regulation innovations from the perspective of financial security and inclusiveness, we come to conclusion that the global financial reforms are being conducted in the right direction, and the system became more secure, however, not yet sufficiently sustainable. The other idea we come up with is that implementation of financial transaction tax as a tool to discourage excessive speculation without impeding other economic activities, which is the argument opponents of the tax appeal to, seems to be socially responsible measure working for financial stability at the same time. Finally, we also assume that steadily increasing nonfinancial sector debt of the leading economies presents a serious challenge to global financial stability and to sustainable growth. Estimates of the threats to the world economy from unprecedented debt at all levels of economic system are largely inadequate. Effective and inclusive measures to reduce it have not been yet developed. Therefore, the issue of increasing indebtedness should be tackled accordingly. Otherwise, the world economic system appears to become very fragile and unsustainable under the burden of financial imbalances and emerging risks.

Key words: nonfinancial debt; financial stability; sustainable and inclusive growth; debt governance; financial transaction tax

For citation: Zuev V., Ostrovskaya E., Frolova E. (2017) Sustainable Economy: Do not use the Debt Widely. *International Organisations Research Journal*, vol. 12, no 4, pp. 68–90 (in Russian and English). DOI: 10.17323/1996-7845-2017-04-68

References

Baker D. (2008) *The Benefits of a Financial Transaction Tax*. Washington, DC.: Center for Economic and Policy Research.

Baxter L.G. (2011) Exploring the WFO Option for Global Banking Regulation. *Globalization & Governance*, pp. 113–124.

Brummer C. (2012) *Soft Law and the International Financial System: Rule Making in the 21st Century*. New York: Cambridge University Press.

Bruno V., Song Shin H. (2014) Cross-Border Banking and Global Liquidity. *Bank for International Settlements*. August. Available at: http://www.bis.org/publ/work458.pdf (accessed 17 January 2017).

Burman L., Gale W. et al. (2015) *Financial Transaction Taxes in Theory and Practice*. Urban Institute & Brookings Institute. June. Available at: http://www.taxpolicycenter.org/PDF/2000287-Financial-Transaction-Taxes-in-Theory-and-Practice (accessed 17 January 2017).

Cecchetti S.G., Mohanty M.S., Zampolli F. (2011) *The Real Effects of Debt*: BIS Working Paper 352. Bank for International Settlements, Basel.

Gros D. (2013) The Problems of Basel Principles Usage in the EU. Banking Union with a Sovereign Virus: The Self-serving Treatment of Sovereign Debt. *Intereconomics*, vol. 48, iss. 2, pp. 93–97.

Hemmelgarn T., Nicodeme G. et al. (2015) *Financial Transaction Taxes in the European Union*. European Commission taxation papers: Working paper no 62.

Jordà O., Schularick M., Taylor A.M. (2016) Sovereigns Versus Banks: Credit, Crises, and Consequences. *Journal of the European Economic Association*, no 14 (1), pp. 45–79.

Keynes J.M. (1936) *General Theory of Employment, Interest and Money*, pp. 159–60. Harcourt Brace, New York.

Manmohan S. Kumar and Jaejoon Woo (2010) *Public Debt and Growth*: IMF Working Papers, WP/10/174.

Maurice E. (2015) EU Financial Transaction Tax on life Support. *EU Observer*. 8 December. Available at: https://euobserver.com/economic/131435 (accessed 17 January 2017).

New York Times (2016) *The Need for a Tax on Financial Trading*. 28 January. Available at: http://www.nytimes.com/2016/01/28/opinion/the-need-for-a-tax-on-financial-trading.html (accessed 17 January 2017).

Panizza U., Presbitero A.F. (2014) Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect? *Journal of Macroeconomics*, no 41, pp. 21–41.

Piketty T. (2014) *Capital in the 21st century*. Harvard University Press.

Reinhart C.M., Reinhart V.R., Rogoff K.S. (2012) Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives*, no 26 (3), pp. 69–86.

Tobias A. (2014) *Financial stability Policies for Shadow Banking*. Staff Report, Federal Reserve Bank of New York, no 664, p. 9.

Tsingou E. (2003) *Transnational Policy Communities and Financial Governance: The Role of Private Actors in Derivatives Regulation*. P. 8. Available at: http.: warwick.ac.uk/2009/1/WRAP_Tsingou_wp11103.pdf (accessed 17 January 2017).

Underhill G., Zhang X. (2008) Setting the Rules: Private Power, Political Underpinnings, and Legitimacy in Global Monetary and Financial Governance. *International Affairs* 84 (3), pp. 535–554.

Zuev V., Nevskaya A. (2018) Governing the Gaps in Global Banking. Accountability for Effectiveness in. Global Governance (J.J. Kirton and M. Larionova (eds)). Abingdon: Routledge.