

ДОЛГ НЕФИНАНСОВОГО СЕКТОРА КАК ФАКТОР УСИЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕУСТОЙЧИВОСТИ В АЗИИ

СТАНИСЛАВ НОЗДРЕВ

Институт мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова РАН, Москва, Россия

Резюме

В статье рассматривается ситуация в сфере задолженности нефинансового сектора стран Азии, по основным показателям которого она занимает ведущее место среди развивающихся регионов мира. Автор ставит целью доказать возможность усиления неустойчивости в развитии этого сектора при дальнейшем росте задолженности. В работе определяется место этой части света в структуре глобального долга, степень её внешней и внутренней долговой зависимости; проводится сравнительный анализ по регионам и странам; даётся соотношение различных групп долга и оцениваются перспективы его пролонгации. Среди основных видов риска, вызванных образованием долговых обязательств нефинансового сектора, выделяются корпоративный долг и долг домохозяйств. Подчёркивается, что период снижения экономического роста и, соответственно, падения доходов ослабляет устойчивость азиатских компаний к финансовым потрясениям. Выделяется начавшийся приблизительно с 2022 г. постпандемийный этап как наиболее сложный для экономики стран Азии, поскольку усиливается уязвимость предприятий, особенно малого и среднего бизнеса, вызванная снижением объёмов поддержки правительственных программ в результате дефицитного финансирования и неспособностью обеспечить гарантии по долгам, значительная часть которых приходится на внешнюю задолженность. Высокие темпы роста задолженности домашних хозяйств как по ипотечным, так и по потребительским кредитам, превышающие темпы роста ВВП, также усиливают неопределённость экономического прогноза. Выход из рецессии, сопровождавшей пандемию коронавируса, значительно затягивается, что создаёт новые, более сложные условия для деятельности государств и компаний. Хотя основные индикаторы указывают на оживление экономической деятельности, оно будет носить неравномерный характер и углублять неравенство по отдельным странам Азии. Рецессия 2019–2022 годов фрагментировала региональную экономику вследствие торговых, инвестиционных и финансовых ограничений и различных подходов в экономической политике, реализуемых каждой страной, что потребует значительных усилий для восстановления, а затем и выхода на новый этап финансовой интеграции региона.

Ключевые слова:

финансовая неустойчивость; дефолт; реструктуризация; облигационные займы; нефинансовые корпорации; корпоративный долг; долг домохозяйств

Дата поступления рукописи в редакцию: 08.09.2023

Дата принятия к публикации: 07.12.2023

Для связи с автором / Corresponding author:

Email: svn200505@mail.ru

Одна из долгосрочных тенденций в мировой экономике — повышение в ней роли азиатского региона, о чём свидетельствуют ключевые макроэкономические показатели — доля в мировом ВВП, международной торговле, инвестициях и золотовалютных резервах¹. В первую очередь степень участия Азии² в мирохозяйственных процессах связана с быстрым экономическим развитием КНР и Индии. Помимо них, свой вклад вносят и другие страны — прежде всего Индонезия и Республика Корея. Высокие темпы роста во многом обеспечиваются развитием кредитной составляющей, которая имеет как положительные, так и отрицательные стороны. Она влияет на увеличение объёма задолженности азиатских стран, которая чаще всего вызвана финансированием обязательств нефинансового сектора, включающего корпоративный сегмент и домашние хозяйства. Как правило, обеспечение новыми ресурсами для развития связано с активным подключением этих экономик к глобализации финансов, а затем и путём развития собственных рынков капитала.

Задолженность частного сектора азиатских стран, состоящая по большей части из долговых обязательств как с точки зрения абсолютной величины, так и нагрузки на компании и домохозяйства, ставит вопрос о финансовой устойчивости их экономик. Появляются признаки усиления долговой уязвимости, которая обостряет финансовую нестабильность региона. Среди них следует назвать отношение текущего размера обязательств к общим потребностям финансирования экономической деятельности, динамику долга, определяющуюся тенденциями и перспективами погашения, его структуру. Последняя выступает катализатором рисков, в том числе связанных с рефинансированием, валютными и процентными операциями.

Среди учёных-экономистов [Rogoff 2016; Huang et al. 2019; Heimberger 2023; Ogawa et al. 2020] продолжается полемика вокруг быстро нарастающей задолженности стран с развивающимся рынком, её влияния на макроэкономические показатели, особенно в кризисные периоды, а также возможных перспектив усиления негативных тенденций для мировой и региональной экономики. Эти вопросы стали предметом изучения настоящего исследования с акцентом на анализе роста долга нефинансового сектора стран Азии. В этой связи даются различные оценки мирового и национального долга, проводится разбор основных его особенностей, рассматриваются связи между масштабами его аккумуляции и финансовыми кризисами.

Существенный вклад в разработку и постановку вопросов регулирования долговых обязательств на отдельных этапах экономической конъюнктуры был сделан такими специалистами из группы Мирового банка, как Кармен Рейнхарт, Винсент Рейнхарт и Кеннет Рогофф [Reinhart et al. 2015: 4]. В опубликованных статьях по этой тематике [Mohsin et al. 2021: 42] при помощи макроэкономических моделей подтверждают ранее приведённые теоретические положения об отрицательном влиянии задолженности на экономический рост азиатских стран. Ряд исследователей считает, что практика устойчивого развития (на примере стран АСЕАН) и достижение целей ООН (комиссия Брундтланда) приводят к снижению стоимости долга, стимулируя дальнейшее привлечение долговых обязательств [Kregel 2020: 288].

Процесс накопления нефинансового долга Азии рассмотрен в работах целого ряда зарубежных исследователей [Bauer et al. 2021; Chen et al. 2022; Paladino and Pradelli 2022], особенно после глобального финансового кризиса, вызванного пандемией COVID-19. Внимание уделяется циркуля-

¹ World Economic Outlook (imf.org). <https://www.imf.org/en/publications/weo>. International Liquidity — IMF Data <https://data.imf.org/regular.aspx?key=63087882> (accessed: 26.12.2023).

² В статье используются статистические данные МВФ и МБРР, которые относят к Азии субрегионы Восточной Азии, Юго-Восточной Азии и Южной Азии.

ции капиталов в этом регионе — усилению роли новых источников финансирования в виде выпуска международных и местных облигаций³. В равной степени отмечается отсутствие линейной зависимости между структурой погашения долга и результатами деятельности компаний на развивающихся рынках Юго-Восточной Азии вследствие имеющихся различий в портфеле задолженности [Nguyen L, Nguyen C. 2020: 48–59]. Большой интерес представляют материалы, в которых анализируются методы контроля за нефинансовым долгом в Азиатско-Тихоокеанском регионе и содержатся рекомендации по эффективному управлению рисками. Речь идёт об инициативах в рамках налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик⁴.

В работах российских экономистов по данной тематике акцент делается на ключевых теоретических положениях системы глобальных финансов [Платонова 2016: 51–53; Андрианов 2020: 9–36; Худякова 2018: 38–47]. Часть исследований посвящена вопросам, касающимся опыта управления долгом в развитых странах, где рассматриваются различные параметры реструктуризации с их особенностями и закономерностями [Бусыгина 2012: 70–72]. Существенно меньше внимания уделяется международной проблематике задолженности нефинансового сектора. Как правило, рассматриваются общие условия и причины её роста на основе институциональных секторов⁵ глобального долга, анализируются проблемы Китая как главного

дебитора и кредитора, его финансовой устойчивости [Балюк 2020: 61–84] и индикаторы внешней долговой уязвимости [Криничанский 2021: 41–42].

В данной статье при помощи компаративного анализа определяется место стран Азии в глобальном долге нефинансового сектора, степень внешней и внутренней долговой зависимости, соотношение различных групп долга и перспективы его пролонгации. Использовались методы статистического анализа, включая систематизацию и сравнительную оценку статистических показателей, исследование и анализ взаимосвязей экономических явлений, основываясь на цифровой информации международных экономических организаций и национальной статистике стран-должников.

Цель работы — обосновать возможность усиления неустойчивости в развитии нефинансового сектора при дальнейшем росте задолженности азиатских стран⁶. Эта часть экономики, служащая объектом исследования, выступает основой их хозяйственного развития, поэтому происходящее в условиях геоэкономической неопределённости накопление долга продолжает представлять для них реальную опасность. Делается вывод, что, хотя крупная его часть приходится на внутренний долг, наиболее опасным с точки зрения платёжеспособности является зависимость от краткосрочных долларовых обязательств. Автор приходит к заключению, что переход на облигационное финансиро-

³ *Facundo A. et al. Growth of Global Corporate Debt: Main Facts and Policy Challenges // Policy Research Working Papers. World Bank. August 2020. P. 10–12. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34480/> (accessed: 12.01.2023).*

⁴ *Bahri T., Singh A. COVID-19 and the Impact on Debt: Policy Implications (No. 2107). Working Papers // New School for Social Research, Department of Economics, N-Y. 2021. P. 5. URL: <https://ideas.repec.org/p/new/wpaper/2107.html> (accessed: 15.04.2023).*

⁵ К институциональным секторам глобального долга относятся располагающие активами и имеющие обязательства финансовые корпорации, нефинансовые корпорации, государственные организации, домашние хозяйства, некоммерческие организации.

⁶ Задолженность нефинансового сектора показывает непогашенную сумму долга соответствующей части экономики с разбивкой на предприятия государственного и частного нефинансового секторов. Последний включает нефинансовые корпорации и домохозяйства, в том числе нефинансовые коммерческие учреждения, обслуживающие их. См.: Credit to the non-financial sector // BIS. Data portal. URL: Credit to the non-financial sector — overview | BIS Data Portal; https://data.bis.org/topics/TOTAL_CREDIT (accessed: 16.11.2023)).

вание ставит перед финансовым сектором новые серьёзные проблемы.

Корпоративный долг может достичь критической точки, после которой наступают дефолты и реструктуризация задолженности. Была выявлена слабость многих азиатских компаний, особенно малых и средних (МСП), вызванная ослаблением правительственных программ поддержки в результате дефицитного финансирования во время пандемии и неспособностью обеспечить гарантии по долгам, значительная часть которых приходится на внешнюю задолженность. Это наблюдение касается финансовых систем как стран с формирующимися (Китай, Индонезия), так и развитыми рынками (Япония, Республика Корея).

В качестве обобщающего показателя долговой нагрузки берётся отношение долга к ВВП, указывающее способность конкретной страны выполнять свои долговые обязательства. Между тем важно понимать, что чем оно выше, тем меньше, с одной стороны, вероятность погашения страной задолженности и тем выше риск финансового стресса и дефолта – с другой. Рост этого показателя свидетельствует о долговой нагрузке на экономику страны, а достижение им пороговых значений – об усилении риска финансового стресса и дефолта.

Рост долгов нефинансового сектора азиатского региона и его причины

По показателю долговой нагрузки азиатский регион занимает одно из первых мест в глобальной экономике. В соотношении с развитыми странами Запада величина

долга находится на более низком уровне, но однозначно выше при сравнении с другими региональными группами⁷.

Совокупный долг азиатских экономик к ВВП⁸ достиг наиболее высокого значения среди стран с формирующимися рынками и развивающихся стран. В 2022 г. он составлял соответственно 307 и 251% ВВП при общемировом показателе 337%⁹. Такое положение определяется, *во-первых*, большим и растущим объёмом долговых обязательств Азии и, *во-вторых*, её возрастающей ролью в мировой экономике, где её доля приближается к 50%.

В вышеупомянутых странах долги частного сектора росли наиболее быстрыми темпами. К нему статистика относит нефинансовые корпорации, домохозяйства и финансовые институты. В 2022 г. на них приходилось 73,2 трлн долларов, или 34,1% суммы задолженности в мире. В этом плане Азия занимает лидирующее место среди других регионов. По некоторым оценкам, величина долга частного сектора определяется примерно в 59,3 трлн долларов, что соответствует 81% данной группы долга развивающихся стран¹⁰. По своей номинальной величине он превышает кредитные обязательства частного сектора США или зоны евро.

В течение длительного периода быстрый экономический рост азиатских стран во многом основывается на использовании долговых обязательств нефинансового сектора, включая предприятия под контролем государства. В статистике международных экономических организаций не публикуются агрегированные данные по региональной разбивке долга этого сектора:

⁷ A Many-faceted Crisis // Global Debt Monitor. IIF. 22.02.2023. URL <https://www.iif.com/> (accessed: 06.03.2023).

⁸ Внутренняя задолженность пересчитывается по обменному курсу с использованием валютного индекса.

⁹ Global debt climbs to record 303 // National News. 23.02.2022. URL: <https://www.thenationalnews.com/business/2022/02/23/global-debt-climbs-to-record-303tn-in-2021-amid-pandemic-driven-uncertainties/> (accessed: 12.03.2023).

¹⁰ Global Financial Stability Report 2023. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023?cid=bl-com-spring2023flagships-GFSREA2023001#Chapter-2:-Nonbank-Financial-Intermediaries:-Vulnerabilities-amid-Tighter-Financial-Conditions1> (accessed: 10.11.2023).

Таблица 1
Долг нефинансового сектора по регионам мира (в % к ВВП)

Страны	Домашние хозяйства		Нефинансовые корпорации		Справочно: Финансовый сектор	
	2017	2022	2017	2022	2017	2022
В мире	59,4	63,0	91,5	100,1	85,8	80,3
Развитые страны	73,8	73,1	90,5	93,7	108,5	106,1
Япония	54,0	67,6	99,3	116,7	222,9	184,7
Развивающиеся страны	36,4	46,1	93,3	102,3	47,8	37,2
Развивающиеся страны Азии	46,1	58,7	123,7	129,2	48,9	46,4
Восточноевропейские страны	19,5	20,9	53,4	70,5	29,8	14,8
Латинская Америка	22,7	23,8	36,4	41,4	61,4	25,3
Африка и страны Ближнего и Среднего Востока	19,0	19,4	46,2	42,1	39,0	15,9

Источник: составлено автором по данным Global Debt Monitor // IIF. 23.02.2023. URL: https://file-us.clickdimensions.com/iifcom-ai7nn/files/globaldebtmonitor_may2023.pdf?m=5/17/2023%2 (accessed: 06.06.2023).

учитывается показатель долга к ВВП по отдельным странам. Некоторое представление о динамике могут дать суммируемые индикаторы по наиболее крупным дебиторам Азии. Согласно BIS, задолженность данных стран с формирующимися рынками увеличилась за 2000–2020 годы почти в 20 раз – с 3,4 трлн долларов до 60,7 трлн долларов.

При этом высокие среднегодовые темпы роста долга нефинансового сектора, несмотря на определённое снижение, сохранялись: в 2000–2010 годы – 18,6%, в 2010–2022 годы – 11,9%¹¹, что намного превышает аналогичные показатели для других регионов. Ухудшалась общая экономическая ситуация, когда замедлился прирост ВВП, и доходы фирм и домохозяйств не могли увеличиваться в такой же степени, как и ранее, наблюдалось снижение эффективности инвестиций в строительство и производственные мощности. Между тем продолжилось накопление внешнего долга, приведшее к резкому сокращению чистого притока иностранного капитала.

Особенно велика нагрузка со стороны компаний, на которые приходится около половины долговых обязательств, в том числе малых и средних предприятий (МСП) (табл. 1). Частный долг нефинансового сектора как преобладающая его часть сконцентрирован в небольшой группе крупных экономик: КНР (38,43 трлн долларов), Индия (3,03 трлн долларов), Гонконг (1,3 трлн долларов), Таиланд (1,1 трлн долларов). На них приходится около 90% этой части долговой нагрузки развивающихся стран Азии¹². Среди субрегионов наиболее высокий показатель у Восточной Азии.

После глобального финансового кризиса рост корпоративной задолженности, которая составляет основную её часть в Азии, усиливался наиболее быстрыми темпами в Китае, Южной Корее и Сингапуре. По домохозяйствам – в упомянутых странах, а также в Таиланде.

Рост задолженности нефинансового сектора в Азии в 2000-х годах в значительной степени был вызван активной дея-

¹¹ Подсчитано автором по данным World Economic Outlook Database. <https://www.imf.org/en/Publications/WEQ/weo-database/2023/April/select-country-group>.

¹² Подсчитано автором на основе BIS Statistics Explorer // BIS. January 2023. URL: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f2.2> (accessed: 12.04.2023).

тельностью крупных иностранных банков развитых стран, способствующих серии кредитных бумов в регионе.

Использование Западом конкурентоспособной системы международного кредитования и финансового посредничества в условиях, когда развивающиеся страны остро нуждались в валютных ресурсах, оказало отрицательное воздействие на их способность защищать свои национальные интересы. Иностранные структуры, мегабанки и другие финансовые институты усилили натиск на открывающиеся рынки посредством краткосрочных, волатильных, подверженных риску операций в поисках высокой доходности, что совпало с периодом либерализации капитальных счетов в развивающихся странах и привнесло этим кредитным институтам значительную прибыль [Broner, Ventura 2016: 1–4; Akbar 2017: 570–578]¹³. В конце 1990-х годов разразился азиатский финансовый кризис из-за чрезмерного зарубежного кредитования от мегабанков, конкурирующих друг с другом, и с активным участием теневого банкинга¹⁴.

Впоследствии наиболее заметное увеличение задолженности в регионе отмечалось, *во-первых*, после начала мирового экономического кризиса в 2008 году, когда были приняты крупномасштабные меры стимулирования экономики с целью преодоления его последствий, и, *во-вторых*, как реакция на пандемию COVID-19 в результате накопления обязательств, образовавшихся в результате финансирования здравоохранения, социальных выплат населению и поддержки предпринимателей.

На фоне вялого восстановления мировой экономики, колебаний валютных курсов и роста цен на сырьевые товары страны

Азии продолжают брать на себя высокозатратные долговые обязательства на международных финансовых рынках в условиях ограниченной страновой ликвидности. Их корпорации прибегают к такой форме задолженности, несмотря на высокие риски, чтобы преодолеть ограничения внутреннего кредита.

Существуют большие различия в объемах и качестве долговых обязательств в этих экономиках. Они определяются макроэкономическими показателями, экономической и институциональной структурой, господствующей формой собственности, степенью развития финансового и банковского рынка, проводимой финансовой и денежно-кредитной политикой, геополитическими и другими факторами.

В исследованиях в этой области [Guscina 2008; Carvajal, Bebczuk 2019] показывается, что неустойчивая макроэкономическая среда, низкое качество институтов и нестабильный политический климат в ряде стран Азии препятствуют созданию развитого долгового рынка. Нестабильность сдвигает структуру долга с долгосрочной задолженности в местной валюте с фиксированной ставкой в сторону краткосрочного долга, индексированного по иностранной валюте, краткосрочным процентным ставкам или инфляции.

Глобальное смягчение денежно-кредитной политики стало предпосылкой отягощения долгового бремени нефинансового сектора¹⁵. Сохранялись низкие базовые процентные ставки, и расширялись операции на рынке с большим количеством финансовых инструментов. Длительный период денежного количественного смягчения сопровождался значительным повышением уровня частного долга. Вместе с тем он спо-

¹³ Lee J., Rosenkranz P. Nonperforming loans in Asia: Determinants and macrofinancial linkages. Emerging market finance: new challenges and opportunities // Emerald Publishing Limited. 2020. No. 574. P. 18–25. URL: <https://www.econbiz.de/Record/nonperforming-loans-in-asia-determinants-and-macrofinancial-linkages-lee-junkyu/10012064738> (accessed: 29.09.2022).

¹⁴ Trade and Development Report // UNCTAD. 2008. P. 190–191. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2008_en.pdf (accessed: 15.03.2023).

¹⁵ Trade and Development Report, 2015 – Making the international financial architecture work for development (unctad.org). URL: https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2015_en.pdf (accessed: 26.12.2023).

собствовал инфляционному росту цен на активы в этих странах, в частности цен на жильё, в связи с чем появилась возможность образования «кредитного пузыря».

Продолжающееся в США повышение процентных ставок в виде цепной реакции значительно осложняет для азиатских стран проблему погашения внутренних и иностранных кредитов. В этих условиях азиатские компании и домохозяйства будут испытывать трудности с привлечением средств для погашения задолженности, что неминуемо скажется на капиталовложениях и ограничении личного потребления.

Между тем подобное развитие событий как перед, так и во время азиатского кризиса 1997 года в краткосрочной перспективе, по-видимому, вряд ли стоит ожидать. После финансового кризиса конца 1990-х годов в рамках денежно-кредитной политики были приняты законы и правила, которые внесли больше дисциплины в процесс заимствования в отношении корпораций, домохозяйств, а также кредиторов, которые предоставляли им средства, чтобы долг нефинансового сектора не становился системно дестабилизирующим. При рассмотрении внешних обязательств-требований к резервам, соответствующим дефициту счёта платёжного баланса и внешнему долгу, погашение которого требуется в течение года (краткосрочная задолженность), страны Азии с формирующимся рынком (Вьетнам, Индия, Таиланд) стали в меньшей степени испытывать нехватку средств в иностранной валюте [Желуденко 2012: 45–49]. У большинства экономик региона платёжный баланс сводился с небольшим дефицитом или даже профицитом, а сумма погашения краткосрочной задолженности не достигает критических размеров. Более того, повышена прозрачность монетарной политики, улучшена

связь с рынком и создана система поставок денежных средств в иностранной валюте в азиатские страны.

После мирового кризиса 2008–2009 годов долг нефинансового сектора стран Азии постоянно рос и по уровню долговой нагрузки на ВВП ещё более оторвался от других регионов. Наибольшая доля финансирования приходится на Восточную Азию, в первую очередь на Китай, который является ключевым игроком на рынке данного сектора долга. Хотя увеличение долгового финансирования в немалой степени сохранило свои инвестиционные функции, оно в среднесрочной перспективе также усилило риск неплатёжеспособности компаний и домашних хозяйств, ставших более подверженными рыночным колебаниям, что особенно заметно после пандемии COVID-19. Большинство экономистов сходятся во мнении, что растущие показатели задолженности и уменьшение доходов нефинансового сектора оказывают негативное воздействие на экономический рост и движутся в направлении потолка долга и снижения инвестиций в производственный потенциал, вызывая кризисные явления в экономике.

Корпоративный долг стран Азии: где грань финансовой устойчивости?

Корпоративный долг нефинансового сектора является наиболее быстрорастущим элементом задолженности всех стран после мирового финансового кризиса, увеличившись за период с 2008 по 2022 г. с 92,2 до 95% ВВП. По данным Института международных финансов США, его рост в первую очередь определялся странами с развивающимися рынками, где он увеличился в этот период в 4,5 раза с 9 трлн долларов до 40,9 трлн долларов, или с 59,9 до 102,3% ВВП¹⁶.

¹⁶ Global Debt Monitor Feb2023_vf.pdf (iif.com). URL: https://www.iif.com/portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_Feb2023_vf.pdf?_cldee=mJf6Tty-oY8hSxTZo9Wf-IIDnJRPZl1dStmcQJ0J3l-Wc1akQ6oHYQpj5iWJn0e9pDqTHrEbFvfygFIC1Ayhg&recipientid=contact-9b5f6c5ee7f0e81180d102bfc0a80172-f4cfc41185da43a9b14c641b0c10f6df&utm_source=ClickDimensions&utm_medium=email&utm_campaign=Press%20Emails&esid=ccddaec5-cbb2-ed11-83fe-002248226dcd (accessed: 26.12.2023).

Корпоративный долг считается одним из способов финансирования инвестиций и, следовательно, обеспечения будущего роста компаний. Его динамика имеет первостепенное значение для макроэкономического здоровья экономики. В то же время он может быть источником финансовой нестабильности, так как при определённых условиях¹⁷ балансы компаний ослабевают и предприятия подвергаются риску.

Нефинансовые корпорации Азии в большей мере полагаются на долговое финансирование по сравнению с другими регионами. По отношению к размерам экономики развивающихся азиатских стран этот показатель является наиболее высоким, составив в 2022 г. 129,2% ВВП (см. табл. 1). Быстроразвивающаяся экономика, представленная в значительной степени компаниями вторичного и третичного секторов, привлекает из внутренних и внешних источников значительные объёмы заёмного капитала в различных формах. Соотношение корпоративной задолженности и ВВП стало значительно превышать показатели развитых стран Запада, достигнув в 2022 г. у Гонконга 277,4%, Китая — 158,2, Сингапура — 131,2, Южной Кореи — 119,6, Японии — 118,0%¹⁸.

Важным показателем деятельности нефинансового сектора выступает номинальная величина задолженности, указывающая на возможности абсорбировать кредиты в рамках экономического роста. Наиболее высока доля в общем корпоративном долге Восточной и Юго-Восточной Азии у таких стран, как Китай (70,6%), Япония (12,7%), Республика Корея (5,2%), Гонконг (КНР) (4,4%).

В период пандемии данный сектор на рынках Азии вошёл с повышенной финан-

совой уязвимостью, поэтому увеличение корпоративного долга превысило среднегодовые показатели: Таиланд — 9,2%, Япония — 7,8, Республика Корея — 6,3, Сингапур — 3,5, Пакистан — 1,7 (табл. 2). Закрывание границ, нарушение производственных цепочек, падение доходов компаний вызвали резкое снижение экономической активности, что привело к нарастанию задолженности. Последняя увеличивает возможность возникновения потока корпоративных дефолтов в региональной экономике. Именно в этот период в международных финансовых институтах сталовился распространённым тезис, что следует включать корпоративный долг стран Азии с низкими доходами в специальные программы помощи.

По мере нарастания кризисных явлений быстро усиливалась долговая нагрузка азиатских компаний, связанная с рисками платёжеспособности и пролонгации кредитов в их тесной взаимосвязи. Положение усугублялось продолжением ковидной пандемии, что вызвало обострение валютно-финансовых проблем.

Риск неплатёжеспособности предприятий возникает в случае невозможности полностью выполнить свои обязательства в силу нехватки высоколиквидных активов. После глобального финансового кризиса многие фирмы в регионе не только увеличили размеры задолженности, но и заметно нарастили показатели корпоративного левериджа¹⁹, коэффициента долга к собственному капиталу. Само по себе увеличение кредитного плеча в условиях устойчивого экономического роста и возможности направлять инвестиции в прибыльные сферы деятельности не влечёт за

¹⁷ Финансовая неустойчивость компаний может возникнуть как вследствие неблагоприятной структуры долга (процент, сроки погашения, условия расчётов), так и макроэкономического окружения, степени конкурентоспособности отрасли и общих условий хозяйствования.

¹⁸ Credit to the non-financial sector — data | BIS Data Portal. URL: https://data.bis.org/topics/TOTAL_CREDIT/data/BIS_PDQ_F4_1.1.0 (accessed: 26.12.2024).

¹⁹ Корпоративный леверидж (кредитное плечо) — один из показателей финансовой деятельности компании, который означает соотношение заёмных и собственных средств. С одной стороны, заёмные средства помогают расширять закупки оборудования, вводить новые производства и т.д. С другой — могут снизить прибыльность компании, когда рост доходов существенно отстаёт от роста долга.

Таблица 2
Корпоративный долг стран Азии (в % к ВВП)

Страна	2008	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Темпы роста за 2008— 2019	Темпы роста за 2020— 2021
Гонконг (КНР)	140,68	238,5	272,5	262,4	267,6	292,3	275,4	6,0	1,4
Сингапур	107,3	136,2	137,5	137,4	150,8	171,4	161,5	3,1	3,5
Южная Корея	95,1	94,3	92,5	95,6	101,3	110,3	114,5	0,6	6,3
Япония	104,1	95,6	95,6	97,8	101,2	115,8	117,6	-0,3	7,8
Бангладеш	25,8	33,3	38	37,8	36,5	36,6	н.д.	3,5	0,2*
Индия	70,8	57,5	58,3	48,9	54,5	59,3	54,7	-2,4	0,2
Индонезия	17,3	26,1	24,9	26,1	26	26,4	24,6	3,8	-2,7
КНР	93,9	159,5	156,4	149,1	150,1	160,8	152,8	4,4	0,9
Малайзия	58,4	67,5	66,5	68,5	68,5	73,4	69,5	1,5	0,7
Мьянма	2,8	21,3	24,1	25,8	26	25,8	н.д.	22,5	-0,1*
Пакистан	22,6	16,3	18,2	21,2	23,3	23,7	н.д.	-0,6	1,7*
Таиланд	77,7	77	74,8	75,6	74,4	85,9	88,7	-0,4	9,2
Шри-Ланка	1,5	37,8	41,9	44,3	46,6	н.д.	н.д.	36,0	—
Справочно: развивающиеся страны	58,7	102,4	106,9	97,9	103,4	121,2	111,2	5,3	3,7

* Данные за 2020 год.

Источник: составлено автором по данным Credit to the non-financial sector // BIS. URL: <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm> (accessed: 21.03.2023).

собой риски для развития компаний. Тем не менее при резком ухудшении экономической ситуации снижение прибыли не позволяет обеспечить необходимый уровень доходов, чтобы оплатить долговые обязательства.

Продолжающийся период снижения темпов роста и падения доходов ослабляет устойчивость азиатских корпораций к финансовым потрясениям. В первую очередь страдают компании, ценные бумаги которых имеют более высокую степень риска. Вместе с тем при продолжении пандемии сужается глобальный рынок капитала, сокращается ликвидность и эффективность правительственных мер, что ухудшает рыночные условия деятельности всех секторов и вызывает напряжение бухгалтерских балансов компаний [Azhari 2022: 256—258].

В 2020 г. МБРР провёл стресс-тестирование за 2019—2020 годы, в котором рассматривалась способность фирм противостоять падению доходов и сокращать дебиторскую задолженность во время пандемии COVID-19. Выборка включала 17 000 зарегистрированных на бирже компаний в 73 странах с формирующимся рынком с общими активами 22 трлн долларов и общим долгом 6,05 трлн долларов. В данном исследовании анализировались изменения двух бухгалтерских показателей. Речь шла о коэффициенте покрытия процентов как показателя способности обслуживать долг (ICR) и коэффициента срочной ликвидности как показателя способности погасить краткосрочные обязательства (QR).

Результаты показали, что более 60% долга было связано с финансово уязвимыми

предприятиями по крайней мере по одному из этих индикаторов и что их положение во время пандемии ухудшилось. При дальнейшем падении доходов и росте дебиторской задолженности на 30% доля долга данной группы предприятий возростала до 88%, что особенно характерно для корпораций в Тихоокеанском регионе. Исследуя ICR и QR во втором квартале 2020 года, то есть в разгар пандемии, эксперты обнаружили заметное их снижение, 25-й процентиль упал с 0,35 до 0,06. Таким образом, положение фирм, которые уже сталкивались с трудностями в покрытии своих процентных расходов, ещё более ухудшилось. Более того, ICR показывает, что у компаний, испытавших сокращение доходов на 30%, доля долга, подверженного риску, возросла с 21,5 до 42,3%. При этом наибольшая степень риска приходилась на страны Южной Азии²⁰.

В условиях, когда центральные банки Азии продолжали жёсткую денежно-кредитную политику, финансовое положение отраслей, которые быстро нарастили кредитное плечо при низких процентных ставках, становилось в наибольшей степени уязвимым. Компании с заметной долей заимствованных средств столкнулись с высоким риском дефолта. На середину 2022 г. 17% корпоративного долга Азии принадлежало фирмам с коэффициентом покрытия процентов ниже единицы, а ещё треть — немного выше единицы. В Китае, Индии и Таиланде имелась чрезмерная концентрация корпоративного долга у фирм с процентной нагрузкой ниже единицы, что указывало на подверженность дефолтам. Филиппины, Малайзия, Гонконг (КНР) имели крупную долю компаний с коэффициентом чуть больше единицы, что аналогичным образом демонстрировало их потенциальную неплатёжеспособ-

ность при высоком уровне стоимости заимствований²¹.

В случае накопления большой задолженности и угрозе дефолта огромное значение имеют правовые и институциональные рамки банкротства. В тех странах Азии, где существуют значительные недостатки в юридическом механизме, при долговой уязвимости корпоративного сектора существуют значительные трудности корректно проводить реструктуризацию и списание долгов, что вызывает ликвидацию не только испытывающих нехватку средств, но в целом рентабельных компаний.

Во время кризисов деятельность институтов корпоративной несостоятельности ослабевает из-за прерывания делопроизводства в региональных судах и агентствах по делам о несостоятельности. В обычное время бедственное положение одних компаний смягчается за счёт устойчивых фирм и сохранения рабочих мест в них, а также быстрой ликвидации слабых предприятий для эффективного перераспределения производственных активов. Между тем в период кризиса требуется ряд мер по предотвращению преждевременного принуждения жизнеспособных компаний к банкротству.

Результаты опросов, проведённых в первой половине 2020 года, показывали, что у большого числа МСП Восточной и Юго-Восточной Азии заканчивались финансовые средства и они были близки к состоянию банкротства [Bauer et al. 2021]. Принятые правительствами и монетарными органами меры оказали существенное воздействие на положение многих малых и средних компаний. Несмотря на продолжение пандемии COVID-19, сопутствующий ей карантин, резкое снижение деловой активности и отрицательный экономи-

²⁰ Feyen E. et al. COVID-19 and Corporate Balance Sheet Vulnerabilities: A Simple Stress-Test Approach // World Bank. Policy Research Working Paper 9324. July 2020. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34170/COVID-19-and-EMDE-Corporate-Balance-Sheet-Vulnerabilities-A-Simple-Stress-Test-Approach.pdf?sequence=6> (accessed: 25.06.2023).

²¹ Asia Must Monitor Rising Corporate Debt Amid Higher Interest Rates. Financial sector stability // IMF Blog. 24.05.2023. URL: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/05/24/asia-must-monitor-rising-corporate-debt-amid-higher-interest-rates> (accessed: 08.11.2023).

ческий рост, количество банкротств в 2020 г. и в первой половине 2021 г. сократилось²².

Ситуация с несостоятельностью компаний стала меняться со второй половины 2021 года²³. Начал действовать отсроченный эффект избыточного коэффициента левериджа, когда часть этих банкротств оказалась инициирована. В основном эта ремарка касается стран, где были сделаны временные корректировки законодательства о несостоятельности и оказана значительная финансовая поддержка, таких как Сингапур и Австралия. К тому же рост неплатёжеспособности происходит главным образом из-за вялого характера восстановления экономики и появляющихся в отраслях производства товаров широкого потребления, комплектующих и внутренней торговли предвестников новой рецессии. Согласно опубликованным данным, число банкротств в 2022 г. продолжало увеличиваться в Индии на 64%, Сингапуре — на 42, Тайване — на 10, Японии — на 3%²⁴.

Проблемы корпоративного долга лежат в большей степени в плоскости внутреннего долга, в то время как на внешний долг приходится существенно меньшая доля долговых обязательств. Развивающиеся страны Азии после финансового кризиса 1997 г. стали более осмотрительно подходить к иностранным заимствованиям, учитывая нанесённый ущерб экономике. Вместе с тем внешняя средне- и долгосрочная задолженность частного сектора стран Восточной и Южной Азии за 2008–2020 годы продолжала увеличиваться с 202 млрд долларов до 1014 млрд долларов и с 110 млрд долларов до 294 млрд долларов, а её удельный вес в общей сумме

задолженности с 28,4 до 30,7% и с 32 до 36,1%, соответственно. Кроме того, необходимо учитывать крупную краткосрочную задолженность, которая в статистике объединяет государственный и частный долг — 43 и 16% во внешнем долге этих субрегионов.

Азиатские страны имеют значительный уровень иностранного частного долга либо из-за высокого уровня левериджа финансовых центров (Сингапур, Гонконг/КНР/), либо из-за краткосрочной задолженности компаний [Nguyen L, Nguyen C. 2020: 48–49]. Среди азиатских экономик с формирующимися рынками наиболее высокая доля долга по долгосрочным, среднесрочным и краткосрочным кредитам приходится соответственно на Индию (47 и 18%), Таиланд (43 и 37%), Китай (29 и 53%), Камбоджу (28 и 22%)²⁵. Данные представлены за 2020 год. Отношение внешнего частного долга к экспортным поступлениям продолжает увеличиваться, что усиливает негативное воздействие на деятельность корпоративного сектора и в целом на макроэкономические показатели.

Рассматривая компании по размерам капитала, можно обнаружить, что основная часть этого долга сосредоточена в основном в крупных государственных компаниях, котирующихся на бирже. В то же время доля МСП становится меньше из-за условий привлечения финансовых средств, причём особенно это наблюдение касается долга в иностранной валюте. Немаловажно и то обстоятельство, что условия предоставления иностранных кредитов значительно жёстче с точки зрения дисциплины погашения и проведения переговоров с кредиторами. Со второй

²² 2021_10_06_Insolvency.pdf (allianz-trade.com). URL: https://www.allianz-trade.com/content/dam/onemarketing/aztrade/allianz-trade_com/en_gl/erd/publications/pdf/2021_10_06_Insolvency.pdf (accessed: 23.5.2023).

²³ A turn in the tide of insolvencies // Atradius. 24.03.2021. URL: <https://atradiuscollections.com/global/> (accessed: 25.12.2022).

²⁴ 2022_10_27_Business-Insolvency_AZT_FINAL.pdf (allianz-trade.com). https://www.allianz-trade.com/content/dam/onemarketing/aztrade/allianz-trade_com/en_gl/media/press-release-import/pdf/en/2022_10_27_Business-Insolvency_AZT_FINAL.pdf (accessed: 26.12.2023).

²⁵ Подсчитано по: QEDS: <https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/qeds/gdds> (accessed: 26.12.2023).

половины 2010-х годов отношение корпоративного долга к объёму производства увеличивалось, что сказалось на индексе финансового стресса²⁶.

Если рассматривать структуру задолженности корпоративного сектора в Азии по источникам поступления средств, то банковские заимствования являются основным каналом привлечения — около 70%. В 2020 г. средняя доля облигационных займов корпораций для трёх стран составляла 22%, в том числе Индии, Южной Кореи — 28%, Японии — 15%²⁷. Вместе с этим происходили изменения в финансовом секторе, где у ряда стран возросло значение небанковской составляющей, причём наиболее заметна эта тенденция в двух финансовых центрах — Гонконге (КНР) и Сингапуре.

В этот период расширение использования облигационных инструментов способствовало увеличению рынков в местной валюте и снижению суверенного риска, что сделало этот регион более привлекательным для инвестиций [Paladino and Pradelli 2022: 48–65]. В Китае, где долговой баланс корпоративного сектора является крупнейшим в мире как с точки зрения суммы, так и отношения к ВВП, в равной степени происходят сдвиги в сторону использования таких методов финансирования, как корпоративные облигации и небанковское кредитование [Ding et al. 2022: 328–329].

Выпуск корпоративных облигаций в Азии в местной валюте после глобального финансового кризиса постепенно увеличивает свой вес в финансировании предприятий, выступая альтернативой банковским кредитам. За период 2008–2021 годов стоимостной объём корпоративных облигаций в регионе увеличился в 10 раз, достигнув 8,4 трлн долларов. На них приходится 37,5% всего облигационного долга стран с формирующимися рынками в регионе [Gubareva et al. 2022: 2076]. В условиях

аккумуляции крупной валютной задолженности развивающиеся страны Азии стали больше внимания уделять данной группе долговых инструментов, которые помогают уменьшить волатильность потоков капитала [Faulkender 2006: 45–50].

Усиление финансовой неустойчивости как МСП, так и крупных компаний в небольшой степени вызвано развитием рынков капитала в Азии и постепенным переходом к новым продуктам и организационным структурам кредиторов. В то время как неработающие банковские кредиты находятся примерно на одном и том же уровне вследствие жёсткой банковской системы по погашению долга, растёт масса облигационных займов и как следствие число дефолтов и предефолтных ситуаций, в первую очередь нелистинговых компаний вследствие несоблюдения формальных договорённостей по различного рода ограничениям между фондами и должником, в целом недостаточно развитой системы регулирования этих операций. МСП нередко не следуют лучшей практике финансового и корпоративного управления, возникает асимметрия информации между инвестором и заёмщиком. В дополнение к этой группе финансовых продуктов возрастает удельный вес задолженности по кредитам нефинансовых организаций (компании по финансированию активов, инвестиционные компании, компании по приобретению недвижимости и др.), предоставляющих средства при низком качестве регулирования и более высокой стоимости займов.

Долг домашних хозяйств стран Азии: тревожные перспективы

Долг домохозяйств — важная составная часть обязательств нефинансового сектора, учитывая его растущее воздействие на экономический рост и стабильность на финансовом рынке.

²⁶ Индекс финансового стресса сводит воедино информацию по ставкам, спредам, ценам на финансовые активы и показывает уровень устойчивости экономических агентов.

²⁷ Corporate Finance in Asia and the COVID-19 Crisis // OECD. 2022. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/87861cf0-en/1/1/index.html?itemId=/content/publication/87861cf0-en&csp=0b49da0e8d9b69bc94db2978da8f8144&itemIGO=oecd&itemContentType=book> (accessed: 12.10.2023).

Таблица 3
Долг домохозяйств по странам Азии (в % к ВВП)

Страна	2015	2016	2018	2019	2020	2021	2022
КНР	38,9	44,2	51,5	55,5	61,8	61,6	61,3
Гонконг (КНР)	67,1	67,6	72,7	81,7	91,7	93,1	96,0
Индия	33,7	33,3	34,9	37	40,3	35,9	36,4
Индонезия	16,8	17	17	17	17,8	17,3	16,2
Япония	59,5	59,8	61,4	62,7	66,7	68,8	66,2
Ю. Корея	83,1	87,3	91,8	95	103,4	105,8	106,0
Малайзия	69,8	69,2	68	68,1	76,4	73,1	66,8
Сингапур	64,7	64,2	59,1	57,8	61,5	58,3	48,6
Таиланд	81,7	79,9	78,8	80,2	90,6	91	87,7

Источник: составлено автором по данным BIS. URL: https://www.bis.org/statistics/about_credit_stats.htm?m=1380 (accessed: 05.06.2023).

Среди показателей, которые в наибольшей степени отражаются на его величине и структуре, следует выделить потребительские расходы населения, индекс цен на жильё и рынок рабочей силы, обладающие стимулирующим эффектом, а также – уровень безработицы, инфляцию и степень перекредитования, оказывающие отрицательное влияние на дальнейший рост задолженности²⁸.

Помимо этого, быстрое увеличение долга обусловлено финансовой либерализацией, особенно движением процентной ставки по кредитованию к минимальным положительным значениям. Финансовое дерегулирование, ослабление множества ограничений в этой области и инновации существенно облегчили доступ домашних хозяйств Азии к кредитам²⁹.

Как отмечается в ряде исследований по данной проблематике [Samad et al. 2020; Yanchan 2020], существует противоречие между выгодами усиления задолженности домохозяйств и экономическим ростом

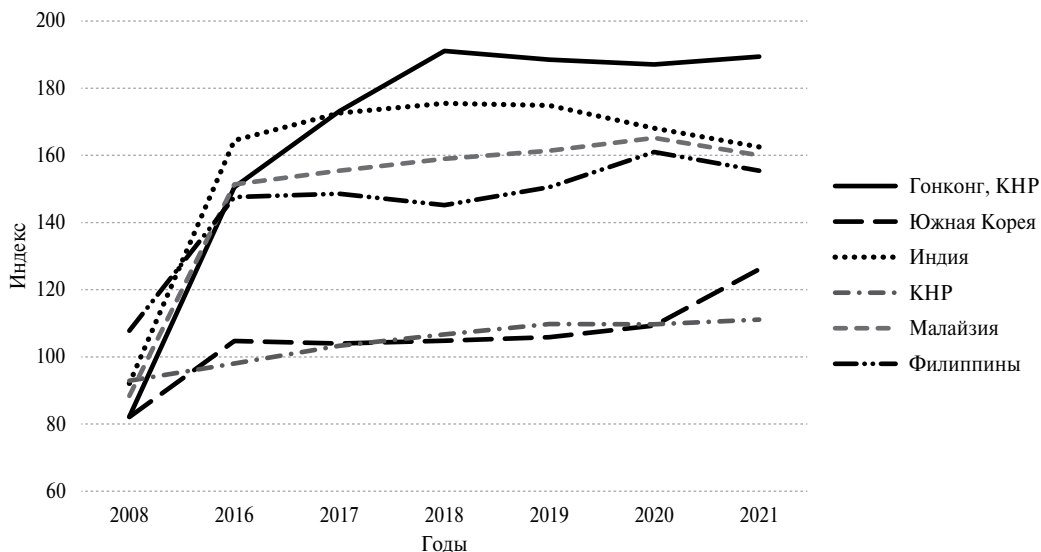
в краткосрочной перспективе, с одной стороны, и последующим снижением макроэкономической и финансовой стабильности в среднесрочном плане – с другой. В течение краткосрочного периода отношение их долга к ВВП обычно связано с увеличением производства, его улучшением и более низкой безработицей. Вместе с тем через 3–5 лет этот результат сводится на нет.

Хотя у стран Азии с формирующимся рынком уровень долга значительно ниже, чем у развитых, накопленная задолженность домохозяйств вызывает большую вероятность возникновения банковских кризисов. Она поглощает всё большую долю доходов населения, в результате чего происходит замедление потребления в связи с выплатами по обязательствам и накоплениями сбережений для будущих расходов по ней. Снижение рисков может быть достигнуто за счёт сочетания надёжных финансовых институтов, разрабатываемых законодательных правил, а также продуманной экономической и финансовой политики.

²⁸ Private sector debt and the global recovery. World Economic Outlook, April 2022, IMF URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022> (imf.org) (accessed: 25.09.2022).

²⁹ Alter A. et al. Understanding the Macro-Financial Effects of Household Debt: A Global Perspective // IMF. 2018. P. 13–20. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/04/06/Understanding-the-Macro-Financial-Effects-of-Household-Debt-A-Global-Perspective-45744> (accessed: 09.01.2023).

Рисунок 1
Индекс стоимости жилья в Азии (2002 год = 100)



Источник: составлено автором по данным BIS. URL: <http://stats.bis.org:8089/statx/srs/table/h2?f=xlsx> (accessed: 23.04.2023).

Долговая нагрузка азиатских домохозяйств находится на высоком уровне и составляла в 2022 г. более 58% ВВП (см. табл. 1). Согласно статистике Института международных финансов (ИФ), в этих странах данный показатель выше всего среди развивающихся стран, что более чем в два раза по сравнению с другими регионами этой группы, приближаясь к развитым странам³⁰. Как следует из табл. 3, существуют большие различия по данным долговой нагрузки между отдельными азиатскими экономиками. С одной стороны, Южная Корея – 106% ВВП, Гонконг (КНР) – 96% ВВП. С другой стороны, Индонезия – 16,23% ВВП, Индия – 36,49% ВВП. У ряда азиатских государств долговая нагрузка превышает показатели корпоративного сектора или приближается к нему (Южная Корея, Индонезия).

Она определяется не только покупкой жилья в кредит, но и тем обстоятельством, что значительная часть приходится на

потребительские кредиты, имеющие краткосрочный характер и поэтому представляющие больший риск потери платежеспособности.

Поскольку в период пандемии сильно возрос их кредитный риск, усилилась финансовая уязвимость многих домохозяйств, что, в свою очередь, послужило причиной снижения экономического роста в Азии.

При оценке долга домохозяйств одним из базисных компонентов выступает стоимость жилья. Данный показатель после мирового финансового кризиса возрастал во всех азиатских странах, хотя и по разным траекториям. В большинстве экономик она росла умеренными темпами (2–4% в номинальном выражении). Тем не менее в Гонконге (КНР), Индии, Малайзии рост был весьма высоким, что было вызвано увеличением численности населения в городских районах, быстрым ростом цен на жильё в спекулятивных целях. После начала пандемии сильный скачок цен отмечался толь-

³⁰ Global Debt Monitor. <https://www.iif.com/Products/Global-Debt-Monitor> (accessed: 26.12.2023).

ко в двух более развитых в экономическом плане странах — Южной Корее и Сингапуре (5–10%), в то время как в других экономиках региона наблюдалось их понижение.

При оценке бремени задолженности домашних хозяйств представляется необходимым учитывать её структуру и роль основных финансовых институтов в формировании долга. При этом основная его часть приходится на ипотечный долг. В развитых азиатских экономиках этот показатель находится на уровне 80%, но в странах с формирующимся рынком он составляет 50–60%, остальная часть приходится на потребительские кредиты. Ипотека и другие виды жилищного кредитования определяют существенную долю активов банков (около 25%)³¹. Следовательно, изменение в ценах на жильё существенно влияет на качество их портфелей и прибыль.

Дальнейшее падение цен на недвижимость может снизить стоимость обеспечения, предоставленного заёмщиками, и негативно повлиять на качество, прибыльность и стабильность банковского портфеля. В результате углубляется рецессия и усиливается вероятность банковского кризиса в азиатских странах. По оценкам автора, 14 системных банковских кризисам в Азии с 1970 по 2011 г. предшествовал цикл «бум–спад» в экономике³².

Последние тенденции в отношении стоимости жилья во многих странах региона вызывают опасения из-за последствий значительного его снижения, которое поддерживается низкими процентными ставками и закредитованностью домохозяйств. В первую очередь это наблюдение затрагивает сферу ипотечного кредитования, которое являлось важным импульсом для расширения потребительского рынка.

При анализе ситуации с задолженностью сектора домашних хозяйств в регионе

в качестве одного из оценочных показателей также используется соотношение долгового бремени домохозяйств (процентная ставка и основная сумма) к располагаемому доходу населения. В Азии и Океании, главным образом Австралии, Южной Корее, КНР с конца 2021 — середины 2022 г. рост этого показателя ускорился и превысил долгосрочное среднее значение после глобального финансового кризиса.

В отличие от развитых стран Запада, имеющих длительную долговую историю домохозяйств, азиатские экономики, за исключением Японии, получили доступ к сравнительно низкопроцентным кредитам для жилья и повседневного потребления с начала 2000-х годов. Имеет смысл выделить прежде всего Китай, где этот показатель растёт весьма быстрыми темпами, а также Южную Корею, Таиланд и Малайзию.

В КНР в результате увеличения заимствований домохозяйств объём кредитования по стоимости вырос с 857 млрд долларов в 2008 г. до 10 756 млрд долларов в 2022 году, то есть более чем в 13 раз. Усиливается основной компонент этой задолженности — ипотечные кредиты. Выплаты по ним за 2015–2018 годы увеличились с 3,5 до 4,5% ВВП. Скорость и масштабы формирования обязательств заставляют всё больше обращать внимание на сектор долга домохозяйств, который связан со значительными рисками³³.

Данная ситуация сложилась в результате создания в китайской экономике совершенно нового рынка недвижимости для кредиторов и заёмщиков в 1990-х годах и роста потребления домашних хозяйств на фоне экономического бума. Затем в 2020-х годах наступил период пандемии, когда по инерции, хотя и более медленно, продолжал развиваться этот рынок. Долг домохозяйств

³¹ Household indebtedness and its implications for financial stability. 2010. The Season Center. URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/6281321.pdf> (accessed: 26.12.2023).

³² Systemic Banking Crises Database: An Update // IMF. 01.12.2012. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Systemic-Banking-Crises-Database-An-Update-26015> (accessed: 25.11.2023).

³³ China Household Debt: % of GDP, 2007–2022 | CEIC Data. URL: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/china/household-debt--of-nominal-gdp> (accessed: 21.10.2022).

этой страны к располагаемому доходу резко вырос с 40% в 2007 г. до 120 % в 2019 году, что сравнимо с показателями США³⁴.

По данным *Financial Times*, за 2021–2023 годы о своей неплатёжеспособности объявило более 27 крупных китайских компаний в сфере строительства³⁵. Среди них крупнейшие девелоперы *China Evergrande* (непогашенные обязательства 300 млрд долларов) и не выплатившая в срок по облигациям *Country Garden* (общая сумма долга составляет 200 млрд долларов)³⁶.

В этой связи можно высказать серьёзные опасения по поводу стабильности рынка недвижимости в дальнейшем, в том числе на фоне чрезмерного заёмного капитала с учётом общего снижения роста потребления. При этом большая часть долга является следствием удорожания части ипотечного кредитования с 2015 года. На момент 2023 г. ипотечный долг составлял почти три четверти расходной доли домохозяйств, где у них значительно выросли первоначальные взносы за недвижимость, приведшие к сокращению рынка доступного жилья для малообеспеченных семей. В целом, несмотря на быстрое увеличение доходов населения Китая, оно отстаёт от роста долга домохозяйств.

Республика Корея в результате бума кредитования и быстрого развития ипотеки с конца 2000-х годов стала занимать ведущее место в странах Азии по отношению долговых обязательств домохозяйств к ВВП (см. табл. 3). Общая задолженность составила 1874,4 млрд долларов в 2022 г. по сравнению с 620 млрд долларов в 2008 году, несмотря на снижение доходов населения, особенно в период пандемии³⁷.

Высокие темпы прироста кредитования домохозяйств в регионе при стагнации потребительских расходов и накопления указывают на сохранение тенденции увеличения задолженности населения, повышения опасности большей напряжённости на кредитном рынке и возрастающего числа дефолтов. Об этих рисках, в частности, свидетельствует ряд банкротств крупных китайских компаний по продаже недвижимости, финансовое положение которых указывает на значительное ухудшение ситуации в этой сфере [Deng 2022: 1].

Хотя влияние последствий пандемии постепенно сходит на нет, экономика стран Азии в силу ранее указанных причин вступает в состояние неопределённости и находится на пороге новой рецессии, что приведёт к дальнейшему падению доходов населения и усилению финансовой неустойчивости региона. Вполне ожидаемо, что, *во-первых*, домохозяйства начнут пролонгировать или прекратят часть платежей по кредитам, что приведёт к серьёзной нагрузке на банковский сектор. *Во-вторых*, они будут брать больше кредитов для финансирования текущих потребностей, накапливая задолженность и создавая напряжённость для экономической системы.

* * *

К началу третьего десятилетия XXI века азиатские страны столкнулись с рядом проблем, связанных с их долговой зависимостью, которые обострились в период пандемии COVID-19. В то время как государственный долг не занимает определяющего места в общей сумме задолженности Азии, накоплены громадные суммы как

³⁴ China's Housing Market: A Tale of Economic Progress and Strife. TCG. March 11, 2021. URL: <https://thechinaguys.com › tws> (accessed: 27.12.2023).

³⁵ How China's property crisis has unfolded, from Evergrande to Country Garden. The Financial Times, October 23, 2023. URL: <https://www.ft.com/content/a387a533-5995-43a9-b472-ce5691969657> (accessed: 29.12.2023).

³⁶ Why This Company's Financial Crisis Threatens China's Economy The New York Times Aug. 15, 2023. URL: <https://www.nytimes.com/2023/08/21/business/china-economy-real-estate-crisis.html> (accessed: 04.11.2023).

³⁷ Trading Economics Statistical Bulletin// URL: <https://tradingeconomics.com/south-korea/households-debt-to-gdp#:~:text=Households%20Debt%20to%20GDP%20in,the%20fourth%20quarter%20of%201964> (accessed: 26.10.2022).

внутреннего, так и внешнего долга нефинансового частного сектора. Он намного превышает показатели других развивающихся стран. Ухудшение финансового положения компаний и снижение коэффициента фондоотдачи³⁸ под влиянием растущего долгового бремени становятся ещё одним параметром неустойчивости экономики. Вместе с тем регион столкнулся с неблагоприятной структурой обязательств корпоративного сектора, а также их секторального и фирменного содержания, что приводит к банкротству средних и малых предприятий. Обслуживание ипотечных и потребительских кредитов домашними хозяйствами при стагнации их доходов, растущее число банкротств фирм по продаже недвижимости также обозначили новые проблемные точки в долговой сфере на долгосрочный период.

По оценке автора, на азиатский регион (Восточная Азия, Юго-Восточная Азия и Южная Азия) приходится наиболее высокая доля задолженности нефинансовых корпораций и домохозяйств — выше одной четверти общего показателя. Долговая нагрузка развивающихся стран Азии по отношению к ВВП (188%) является одной из самых высоких в мире, что сопоставимо с Японией (184%) и еврозоной (175%) в 2022 году.

При ожидаемом снижении устойчивого притока финансовых ресурсов к азиатским компаниям в бизнес-среде усиливается важность мониторинга процессов финансирования и надзора над операциями. Ожидается, что введение правил, направленных на продвижение акционерного финансирования, снизит корпоративный леверидж и дифференцирует варианты предоставления денежных средств. Кроме того, для повышения эффективности распределения капитала необходимо в равной степени предоставлять конкурентные преимущества частным компаниям³⁹, имеющим значение для экономики, и улучшить корпоративные схемы банкротства [Engbith

2022: 164]. В отношении жилищной политики стимулирование предложения новых площадей проживания путём пересмотра правил землепользования может быть эффективно для ограничения чрезмерно быстрого роста цен на жильё. Таким образом, по мере увеличения частного долга требуются не только нормативные акты о финансовых институтах, но и широкий спектр инструментов регулирования, включая шаги, связанные с улучшением условий корпоративного финансирования и сделок на рынке недвижимости.

Одновременно с более масштабным использованием странами Азии облигационных ресурсов появляются новые ограничения этого источника. Среди эмитентов всё большее число средних и малых компаний участвует в привлечении облигационного финансирования [Adrian, Colla 2015: 160–164]. Они представляют собой группу, наиболее подверженную риску, что необходимо учитывать в политике управления долгом. Поскольку большинство данных фирм не имеют гарантий государства, они получают, как правило, только краткосрочные и среднесрочные облигационные займы. Положительная сторона этой тенденции заключается в предоставлении основной их части в национальной валюте. Между тем в случае массового дефолта на бюджет ложится большая нагрузка [Ding et al. 2022: 328–341].

Растущий интерес иностранных инвесторов к такого рода финансированию при обратной конверсии создаёт опасность существенной волатильности валютного рынка. При дальнейшем расширении рынков облигаций в местной валюте привлекаются большие массы иностранного капитала. Следовательно, происходит усиление интеграции в мировую финансовую систему, вследствие чего принимающая сторона более уязвима для неустойчивых и неравномерных потоков этих иностранных вложений [Chen et al. 2022: 601–613].

³⁸ Коэффициент фондоотдачи (КФО) — коэффициент, отражающий соотношение между уровнем выручки и величиной основных фондов, задействованных в процессе производства.

³⁹ Например, скрытые гарантии погашения долга для государственных предприятий.

Новым явлением стало повышение процентной ставки ФРС в 2022–2023 годах, что вызвало цепную реакцию на азиатских рынках капитала. Волатильность потока портфельных облигаций при ухудшении общей экономической ситуации приводит к растущему валютному долгу и может создать предпосылки финансового кризиса.

Пандемия COVID-19 и разрушительные действия стран Запада, пытающихся исключить Россию и ряд других стран из международной торговой и финансовой системы, вызывают далекоидущие экономические последствия для Азии, усиливая риски и вызовы, в первую очередь угрозу неплатёжеспособности. Помимо влияния внутреннего порядка, ведущего к увеличе-

нию производственных и бытовых издержек, азиатские страны сталкиваются с замедлением экономического роста из-за ухудшения геоэкономической ситуации, вызванной обострением конкурентной борьбы за рынки сбыта в условиях падения экспортных доходов, разрывом производственных и логистических цепочек, сильными колебаниями валютных курсов и оттоком капиталов. В этом плане развивающимся странам Азии необходимо опираться на региональные и межрегиональные связи, обеспечивающие дальнейшее усиление промышленного потенциала и финансовой интеграции, выдвижение их в новые крупные финансовые центры глобальной экономики.

Список литературы

- Андрианов В. Мировые системные дисбалансы: дисбаланс между объёмом мирового ВВП и размером глобального долга // Общество и экономика. 2020. № 12. С. 9–36.
- Балюк И. Внешний долг Китая: современное состояние и перспективы // Проблемы Дальнего Востока. 2020. №3. С. 80–93.
- Бусыгина И.А. Управление государственным долгом: теория, содержание и методы // Экономические науки. 2012. №. 88. С. 70–73.
- Желуденко Е.П. Внешняя задолженность стран БРИКС // Научные исследования экономического факультета. 2012. Т. 4. №1. С. 72–92.
- Криничанский К.В. Мировые тренды долга нефинансового сектора // Финансы и кредит. 2021. Т. 27. №1 С. 41–62.
- Платонова И. Мировая долговая проблема и устойчивое развитие глобальной экономики // Экономика. Налоги. Право. 2016. №2. С. 51–59.
- Худякова Л.С. Реформа глобальных финансов в контексте устойчивого развития // Мировая экономика и международные отношения. 2018. Т. 62. № 7. С. 38–47.
- Adrian T., Colla P. Which Financial Frictions? Parsing Evidence from the Financial Crisis of 2007–09 // NBER Macroeconomics Annual. 2015. Vol. 27. No. 1. P. 159–214. DOI 10.3386/w18335
- Akbar S. Credit supply constraints and financial policies of listed companies during the 2007–2009 financial crisis // Research in International Business and Finance. 2017. Vol. 42(C). P. 559–576. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.001>
- Azhari M. Capital Structure of Malaysian Companies: Are They Different During the COVID-19 Pandemic? // The Journal of Asian Finance, Economics and Business. 2022. Vol. 9. No. 4. P. 239–250.
- Bauer A., Craig R., Garrido J., Kang K., Kashiwase K., Kim S., Yan Liu, Rafiq S. Flattening the Insolvency Curve: Promoting Corporate Restructuring in Asia and the Pacific in the Post-C19 Recovery (January 2021). IMF Working Paper No. 2021/016, URL.: <https://ssrn.com/abstract=3799608> (accessed: 12.05.2023).
- Broner F.A., Ventura J. Rethinking the Effects of Financial Globalization // Quarterly Journal of Economics. 2016. Vol. 131. No. 3. P. 1497–1542. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw010>
- Chen K., Guo W., Kang Y., Wang J. Does the Deleveraging Policy Increase the Risk of Corporate Debt Default: Evidence from China // Emerging Markets Finance and Trade. 2022. Vol. 58. No. 3. P. 601–613. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.180936>
- Carvajal A.F., Bebczuk R. Capital markets development: causes, effects, and sequencing. World bank. 2019. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/701021588343376548/pdf/Capital-Markets-Development-Causes-Effects-and-Sequencing.pdf> (accessed 20.12.2023).
- Deng L. The Fall of a Giant: China Evergrande Group's Debt Crisis and the Bursting of China's Real Estate Bubble. CMC. Claremont Senior Theses. 3035. 2022. URL: https://scholarship.claremont.edu/cmc_theses/3035

- Ding Y., Xiong W., Zhang J. Issuance overpricing of China's corporate debt securities // *Journal of Financial Economics*. 2022. Vol. 144. No. 1. P. 328–346. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.06.010>
- Engbith L.S. South Korea: Corporate Liquidity Support Organization // *Journal of Financial Crises*. 2022. Vol. 4. No. 2. P. 1641–1662.
- Faulkender M. Does the Source of Capital Affect Capital Structure? // *The Review of Financial Studies*. 2006. Vol. 19. No. 1. P. 45–79.
- Gubareva M., Umar Z., Sokolova T., Vinh Vo X. Astonishing insights: emerging market debt spreads throughout the pandemic // *Applied Economics*. 2022. Vol. 54. No. 18. P. 2067–2076. <https://doi.org/10.1080/00036846.2021.1984383>
- Guscina A. Impact of Macroeconomic, Political, and Institutional Factors on the Structure of Government Debt in Emerging Market. IMF library. 2008. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Impact-of-Macroeconomic-Political-and-Institutional-Factors-on-the-Structure-of-Government-22307> (accessed: 25.12.2023).
- Heimberger P. Do higher public debt levels reduce economic growth? // *Journal of Economic Surveys*. 2023. Vol. 37. No. 4. P. 1061–1089.
- Huang C., Oehmke M., Zhong H. A theory of multiperiod debt structure // *The Review of Financial Studies*. 2019. Vol. 32. No. 11. P. 4447–4500.
- Jacobs J., Ogawa K., Sterken E., Tokutsu I. Public debt, economic growth and the real interest rate: A panel VAR Approach to EU and OECD countries // *Applied Economics*. 2020. Vol. 52. No. 12. P. 1377–1394.
- Mohsin M., Ullah H., Iqbal N., Iqbal W., Taghizadeh-Hesary F. How external debt led to economic growth in South Asia: A policy perspective analysis from quantile regression // *Economic Analysis and Policy*. 2021. Vol. 72(C). P. 423–437. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2021.09.012>
- Nguyen L., Nguyen C. Financial constraints, corporate debt maturity and firm performance: the case of firms in Southeast Asian countries // *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting, Interscience Enterprise*. 2020. Vol. 10. No. 1. P. 48–59.
- Paladino J.P., Pradelli J.J. Debt in Asia: anatomy, evolution, and prospects // *The Sustainability of Asia's Debt: Problems, Policies, and Practices* / ed. by B. Ferrarini, M. M. Giugale, J. J. Pradelli. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2022. P. 31–65.
- Reinhart C.M., Reinhart V.R., Rogoff K. Dealing with Debt // *Journal of International Economics*. 2015. Vol. 96. No. S1. P. 43–55. DOI:10.2139/ssrn.2577359
- Rogoff K. (2016). Debt supercycle, not secular stagnation // *Progress and confusion: the state of macroeconomic policy* / ed. by O. Blanchard, R. Rajan, K. Rogoff, L.H. Summers. Cambridge: MIT Press. P. 19–28.
- Samad K.A., Daud S.N. M., Dali N.R.S.M. Determinants of household debt in emerging economies: A macro panel analysis // *Cogent Business & Management*. 2020. Vol. 7. No. 1. P. 1–14. DOI: 10.1080/23311975.2020.1831765
- Yunchao C., Yusof S. A., Amin R. M., Arshad M. Household debt and household spending behavior: Evidence from Malaysia // *Jurnal Ekonomi Malaysia*. 2020. Vol. 54. No. 1. P. 111–120.

DEBT OF THE NON-FINANCIAL SECTOR AND ECONOMIC INSTABILITY IN ASIA

STANISLAV NOZDREV

Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations of the Russian Academy of Sciences, Moscow, 117997, Russia

Abstract

The article examines the situation in the area of debt of the non-financial sector in Asia. According to the main indicators, it occupies a leading place among developing economies. The author aims to prove the possibility of increasing instability in the development of the non-financial sector with a further uptick in the debt of Asian countries. The work determines the place of Asia in the global debt of the non-financial

sector, the degree of its external and internal debt dependence, conducts a comparative analysis by region and country, gives the ratio of various groups of debt and evaluates the prospects for its prolongation. Among the main risk groups posed by the formation of non-financial sector debt are corporate and household debts. It is emphasized that the period of declining economic growth and, accordingly, falling incomes weakens the resilience of Asian companies to financial shocks. The post-pandemic stage, which starts around 2022, is highlighted as the most difficult for the economies of Asian countries, as the vulnerability of companies, especially small and medium-sized businesses, increases. Government support programs are weakened as a result of deficit financing and are unable to provide guarantees on debts, a significant part of which is external. High growth rates of household debt for both mortgages and consumer loans in a number of Asian countries, exceeding GDP growth rates, also raise the uncertainty of economic forecasts. The recovery from the recession that accompanied the coronavirus pandemic is significantly delayed, which creates new, more difficult conditions for the activities of states and companies. The 2019–2022 recession fragmented the regional economy due to trade, investment and financial restrictions and different approaches to economic policies implemented by each country, which will require significant efforts to restore the financial integration of the region and usher in a new stage.

Keywords:

financial instability; default; restructuring; bond issues; non-financial corporations; corporate debt; household debt

References

- Adrian T., Colla P., Shin H.S. (2013). "Which Financial Frictions? Parsing Evidence from the Financial Crisis of 2007–09". *NBER Macroeconomics Annual*. Vol. 27. No. 1. P. 159–214. DOI 10.3386/w18335
- Andrianov V. (2020). Mirovye sistemnye disbalansy: disbalans mezhdu ob'emom mirovogo VVP i razmerom global'nogo dolga [Global systemic imbalances: the imbalance between the volume of global GDP and the size of global debt]. *Obshchestvo i ekonomika*. No. 12. P. 9–36.
- Akbar S. (2017). Credit supply constraints and financial policies of listed companies during the 2007–2009 financial crisis. *Research in International Business and Finance*. Vol. 42(C). P. 559–576. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.001>
- Azhari M. (2022). Capital Structure of Malaysian Companies: Are They Different During the COVID-19 Pandemic? *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*. Vol. 9. No. 4. P. 239–250.
- Balyuk I. (2020). Vneshnij dolg Kitaya: sovremennoe sostoyanie i perspektivy [China's external debt: modern status and prospects]. *Problemy Dal'nego Vostoka*. No. 3. P. 80–93.
- Bauer A., Craig R., Garrido J., Kang K., Kashiwase K., Kim S., Yan Liu, Rafiq S. (2021). Flattening the Insolvency Curve: Promoting Corporate Restructuring in Asia and the Pacific in the Post-C19 Recovery). IMF Working Paper No. 2021/016, URL: <https://ssrn.com/abstract=3799608> (accessed: 12.05.2023).
- Broner F.A., Ventura J. (2016). Rethinking the Effects of Financial Globalization. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 131. No. 3. P. 1497–1542.
- Busygina I.A. (2012). Upravlenie gosudarstvennym dolgom: teoriya, sodержanie i metody [Public debt management: theory, content and methods]. *Ekonomicheskie nauki*. No. 88. P. 70–76.
- Chen K., Guo W., Kang Y., Wang J. (2022). Does the Deleveraging Policy Increase the Risk of Corporate Debt Default: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*. Vol. 58. No. 3. P. 601–613. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1809376>
- Carvajal A.F., Bebczuk R. (2019). *Capital markets development: causes, effects, and sequencing*. World Bank. 2019. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/701021588343376548/pdf/Capital-Markets-Development-Causes-Effects-and-Sequencing.pdf>
- Deng L. (2022). The Fall of a Giant: China Evergrande Group's Debt Crisis and the Bursting of China's Real Estate Bubble. *CMC. Claremont Senior Theses*. 3035. URL: https://scholarship.claremont.edu/cmc_theses/3035
- Ding Y., Xiong W., Zhang J. (2022). Issuance overpricing of China's corporate debt securities. *Journal of Financial Economics*. Vol. 144. No. 1. P. 328–346. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.06.01> (accessed: 21.10.2023).
- Engblith L. (2022). South Korea: Corporate Liquidity Support Organization. *Journal of Financial Crises*. Vol. 4. No. 2. P. 1641–1662.
- Faulkender M. (2006). Does the Source of Capital Affect Capital Structure? *The Review of Financial*

- Studies*. Vol. 19. No. 1. P. 45–79.
- Gubareva M., Umar Z., Sokolova T., Vinh Vo X. (2022). Astonishing insights: emerging market debt spreads throughout the pandemic. *Applied Economics*. Vol. 54. No. 18. P. 2067–2076. <https://doi.org/10.1080/00036846.2021.1984383> (accessed: 12.10.2023).
- Guscina A. (2008). *Impact of Macroeconomic, Political, and Institutional Factors on the Structure of Government Debt in Emerging Market*. IMF library. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Impact-of-Macroeconomic-Political-and-Institutional-Factors-on-the-Structure-of-Government-22307> (accessed: 25.12.2023).
- Heimberger P. (2023). Do higher public debt levels reduce economic growth? *Journal of Economic Surveys*. Vol. 37. No. 4. P. 1061–1089.
- Huang C., Oehmke M., Zhong H. (2019). A theory of multiperiod debt structure. *The Review of Financial Studies*. Vol. 32. No. 11. P. 4447–4500.
- Jacobs J., Ogawa K., Sterken E., Tokutsu I. (2020). Public debt, economic growth and the real interest rate: A panel VAR Approach to EU and OECD countries. *Applied Economics*. Vol. 52. No. 12. P. 1377–1394.
- Khudyakova L.S. (2018). Reforma global'nykh finansov v kontekste ustojchivogo razvitiya [Reform of global finance in the context of sustainable development]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya*. Vol. 62. No. 7. P. 38–47.
- Krinichansky K.V. (2021). Mirovye trendy dolga nefinansovogo sektora [Global trends in non-financial sector debt]. *Phinansy i Kredit*. Vol. 27. No. 1. P. 41–62.
- Mohsin M., Ullah H., Iqbal N., Iqbal W., Taghizadeh-Hesary F. (2021). How external debt led to economic growth in South Asia: A policy perspective analysis from quantile regression. *Economic Analysis and Policy*. Vol. 72(C). P. 423–437. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2021.09.012>
- Nguyen L., Nguyen C. (2020). Financial constraints, corporate debt maturity and firm performance: the case of firms in Southeast Asian countries. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*. Vol. 10. No. 1. P. 48–59.
- Paladino J.P., Pradelli J.J. (2022). Debt in Asia: anatomy, evolution, and prospects. In Ferrarini B., Giugale M.M., Pradelli J.J. (eds) *The Sustainability of Asia's Debt*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing. P. 31–65.
- Platonova I. (2016). Mirovaya dolgovaya problema i ustoychivoe razvitie global'noy ekonomiki [World debt problem and sustainable development of the global economy]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo*. No. 2. P. 51–59.
- Reinhart C.M., Reinhart V.R., Rogoff K. (2015). Dealing with Debt. *Journal of International Economics*. Vol. 96. No. S1. P. 43–55. DOI:10.2139/ssrn.2577359
- Rogoff K. (2016). Debt supercycle, not secular stagnation. In: Blanchard O., Rajan R., Rogoff K., Summers L. H. (eds) *Progress and confusion: the state of macroeconomic policy*. Cambridge: MIT Press. P. 19–28.
- Samad K.A., Daud S.N.M., Dali N.R.S.M. (2020). Determinants of household debt in emerging economies: A macro panel analysis. *Cogent Business & Management*. Vol. 7. No. 1. P. 1–14. DOI: 10.1080/23311975.2020.1831765
- Yunchao C., Yusof S. A., Amin R.M., & Arshad M. (2020). Household debt and household spending behavior: Evidence from malaysia. *Jurnal Ekonomi Malaysia*. Vol. 54. No. 1. P. 111–120.
- Zheludenko E.P. (2012). Vneshnyaya zadolzhennost' stran BRIKS [External debt of countries BRICS]. *Nauchnye issledovaniya ekonomicheskogo fakulteta*. Vol. 4. No. 1. P. 72–92.