

Казахстанский институт
стратегических исследований
при Президенте Республики Казахстан

В.Ю. ДОДОНОВ

**НАРАЩИВАНИЕ
ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА
РАЗВИТЫХ СТРАН:
ТЕНДЕНЦИИ, ФАКТОРЫ, РИСКИ**

Алматы 2012

УДК 339.7
ББК 65.268
Д 55

*Рекомендовано к печати Ученым Советом
Казахстанского института стратегических исследований
при Президенте РК*

Автор: В.Ю. Додонов

Книга публикуется в редакции автора

Д 55 Додонов В.Ю. **Наращивание государственного долга развитых стран: тенденции, факторы, риски.** — Алматы: КИСИ при Президенте РК, 2012. — 164 с.

ISBN 978-601-7242-63-3

В монографии рассматриваются тенденции и факторы увеличения государственного долга развитых стран, анализируется его текущее состояние, рассматриваются риски аллокации резервных активов в долговые обязательства США и европейских государств, исследуются причины и фазы возникновения долгового кризиса в некоторых странах ЕС, предлагаются меры по реаллокации резервов.

Книга предназначена для специалистов в области мировой экономики и международных отношений, научных работников, аспирантов и студентов ВУЗов экономического профиля.

УДК 339.7
ББК 65.268

© КИСИ при Президенте РК, 2012
© Додонов В.Ю., 2012

ISBN 978-601-7242-63-3

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие	5
Раздел 1. Анализ динамики формирования государственного долга развитых стран	7
1.1. США	7
1.2. Европейские страны	20
1.3. Япония	30
Раздел 2. Факторы роста государственного долга в развитых странах	37
Раздел 3. Современное состояние государственного долга развитых стран: анализ основных качественных показателей	57
Раздел 4. Примеры влияния долговой проблемы на мировые финансовые рынки и глобальную экономику	76
4.1. Отказ США от золотого обеспечения доллара	77
4.2. Эскалация долговой проблемы Греции	85
Раздел 5. Возникновение долгового кризиса: предпосылки, триггеры, фазы	97
Раздел 6. Государственный долг развитых стран и проблема аллокации государственных резервов	120
6.1. Некоторые аспекты снижения привлекательности долговых обязательств развитых стран как средства аллокации резервов	120
6.2. Перспективные направления реаллокации резервных активов развивающихся стран	136

Сведения об авторе	153
ҚСЗИ туралы ақпарат	155
Информация о КИСИ.....	157
Information about the KAZISS	159

Предисловие

Нарастание кризисных явлений в мировой экономике в последние годы негативно отразилось на состоянии государственных финансов многих стран. Реализация крупномасштабных антикризисных мер, программ стимулирования экономики, спасения финансовых институтов и пр. вызвали резкое увеличение дефицитов государственных бюджетов и объемов государственного долга в США и европейских странах. Обостряющаяся проблема государственного долга в различных ее проявлениях (угроза дефолта Греции, увеличение потолка государственного долга США) остаются одним из ключевых факторов хронической нестабильности финансовых рынков и макроэкономической ситуации на протяжении последних трех лет.

Помимо проблем оперативного характера, в период после мирового кризиса 2008-2009 годов резко обострились фундаментальные вопросы, связанные с перспективами государственного долга развитых стран. В последние годы в ведущих экономиках мира — США, Японии, странах ЕС — соотношение долга и ВВП существенно превысило нормальные значения и приблизилось к рекордам XX века, отмеченным в ходе Второй мировой войны. Выход относительных параметров государственного долга развитых стран за пределы рациональных значений является крайне опасной тенденцией, поскольку именно долговые обязательства стран «первого мира» и их валюты являются в настоящее время базой всей глобальной финансовой системы и мировой экономики в целом. Нарастание же долга данных государств до нынешних значений вызывает серьезные опасения относительно возможности их обслуживания и погашения уже в среднесрочной перспективе, особенно учитывая тот факт, что тенденции роста задолженности постоянно усиливаются.

Раздел 1. Анализ динамики формирования государственного долга развитых стран

1.1. США

Процесс формирования государственного долга США, превысившего в начале 2012 года отметку в 15 триллионов долларов и 100 % ВВП, имеет длительную историю, начавшуюся в конце XVIII века, однако, если рассматривать его динамику в условиях современной экономики, можно ограничиться событиями XX века.

В первой половине XX века объемы долга США (как и других стран мира) обуславливались относительно объективными факторами – всплески роста задолженности были вызваны весьма серьезными причинами, такими, как мировые войны и Великая депрессия. Первый резкий взлет объема государственного долга произошел во время Первой мировой войны, к концу которой данный показатель превысил 25 млрд. долл., что соответствовало уровню более 30 % ВВП. После непродолжительной стабилизации и уменьшения соотношения объема долга и ВВП ниже уровня в 20 % началась Великая депрессия, в ходе борьбы с которой администрация Ф.Рузвельта реализовывала масштабные социальные программы, в том числе и за счет наращивания государственного долга. На момент прихода к власти Рузвельта в 1933 году объем государственного долга составлял около 20 млрд. долл. (порядка 20 % ВВП). В течение только первого срока его президентства это соотношение удвоилось – к 1936 году государственный долг достиг 40 % ВВП и 33,7 млрд. долл. в абсолютном выражении*. В целом же активные действия

* Также в качестве примера можно привести Европейский фонд финансовой стабильности – EFSF.

Особую актуальность проблема наращивания государственного долга развитых стран имеет для стран развивающихся, так как последние размещают свои резервы преимущественно в долговых обязательствах США и стран ЕС. Соответственно, в случае, если государственный долг в этих странах достигнет величин, делающих его обслуживание невозможным, и вероятного дефолта по данным обязательствам, развивающиеся страны, включая Казахстан и другие государства СНГ, рискуют потерять значительную часть своих резервов.

Актуальность данных проблем обусловила появление настоящего издания, в котором рассматриваются тенденции и факторы увеличения государственного долга развитых стран, анализируется его текущее состояние по ряду параметров, рассматриваются риски аллокации резервных активов в долговые обязательства США и европейских государств, исследуются причины и фазы возникновения долгового кризиса в некоторых странах ЕС, предлагаются меры по реаллокации резервов.

государства в экономике вкупе с последствиями Второй мировой войны в период пребывания у власти Рузвельта привели к тому, что абсолютный размер государственного долга США вырос в 16 раз за двадцатилетний период (с 16 до 270 млрд. к 1947 году), а соотношение долга и ВВП достигало более чем 120 %, увеличившись в шесть раз и установив абсолютный рекорд в американской истории.

Период президентства Рузвельта наглядно продемонстрировал обратную сторону политики активного государственного вмешательства в экономику и, в частности, цену принятия на себя государством чрезмерных патерналистских функций, которые позже аналогичным образом проявились и проявляются до сих пор в некоторых европейских странах. Но резкое увеличение объемов американского долга в 1930-х–1940-х годах было все же вызвано объективными потребностями экономики, столкнувшейся с крайне серьезными вызовами. Также можно отметить, что после завершения периода преодоления данных вызовов объем долга начал уменьшаться (рис. 1).

В абсолютном выражении это снижение было несущественным – с 270 млрд. долл. в пиковом 1946 году уменьшение объемов долга происходило вплоть до 1952 года, в котором после достижения послевоенного минимума в 255 млрд. долл., вновь начался рост. В относительном же выражении (в % к ВВП) был очень заметный прогресс, который длился вплоть до начала 80-х годов, когда соотношение объема долга и ВВП вновь начало расти с минимального за послевоенную историю показателя в 32,5 %, зафиксированного в 1981 году.

Период 70-х годов был достаточно благоприятным в плане ситуации с государственным долгом, несмотря на быстрое увеличение его абсолютных параметров – именно в этот период начался интенсивный рост объемов долга – с 366 мил-

лиардов долларов в 1969 году до 995 миллиардов в 1981 году. Однако в этот период примерно такими же темпами росла и американская экономика – в 1970 году ВВП США измерялся 1025 млрд. долл., а в 1980 году – уже 2768 млрд. долл.*. Поэтому относительные параметры государственного долга в этот период практически не менялись, оставаясь в пределах 32–38 % относительно ВВП.

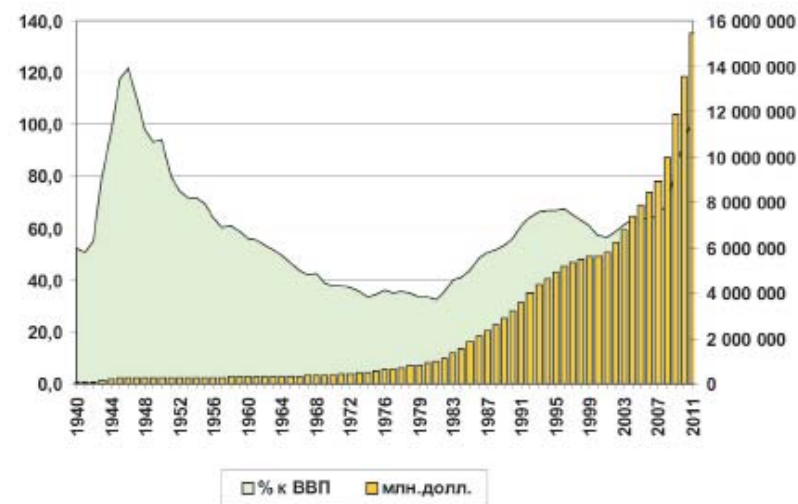


Рис. 1. Абсолютные и относительные параметры
федерального долга США в 1940 – 2011 гг.**

Выход за эти пределы вследствие опережающего роста задолженности начался в 80-е годы и с тех пор практически не прекращался, за исключением непродолжительного периода 1997–2001 годов, когда во время президентства Б.Клинтон проводилась очень взвешенная финансово-эко-

* Источник: National Account Main Aggregates Database. UN Statistical Division. <http://unstats.un.org/unsd/snaama/resQuery.asp>

** Источник: Данные официального сайта Белого дома – The White House. Office of management and budget. Historical tables. Table 7.1–FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2016. <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>

номическая политика, направленная на сокращение проблемных параметров американской экономики – долга, дефицита бюджета, торгового баланса. В этот период соотношение федерального долга и ВВП США в течение пяти лет снижалось, хотя абсолютный объем задолженности продолжал расти.

Наиболее же провальными в плане наращивания государственного долга стали последние несколько лет. В период президентства Б.Обамы как абсолютные, так и относительные параметры государственного долга вышли на беспрецедентный для мирного времени уровень. Всего за пять лет – с 2007 по 2011 год федеральный долг вырос на 6,5 трлн. долл. – с 8,95 до 15,5 трл. Соотношение долга и ВВП за эти же годы увеличилось с 64,4 до 102,6 %. Среднегодовые темпы роста объема федерального долга в эти пять лет составили 14,6 %. Скорость наращивания долга США в последние годы уступает только периоду Второй мировой войны, когда с 1942 по 1947 год средние темпы роста американского долга были равны 48 %. В результате экономической политики администрации Б.Обамы по относительным параметрам государственного долга США встали в один ряд с наиболее проблемными странами Европы (Грецией, Италией, Бельгией), у которых размер долга превышает ВВП.

Также впервые в истории США потеряли высший кредитный суверенный рейтинг по версии одного из агентств «большой тройки» – 5 августа 2011 года агентство Standard&Poors впервые снизило рейтинг США с отметки AAA до AAA-. До этого, 16 июля 2011 года аналогичное понижение рейтинга США произвело агентство Egan-Jones Ratings Co., не входящее в «большую тройку», но отличающееся гораздо большей точностью своих оценок. Это действие было предпринято в первую очередь по причине чрезмерно увеличившегося уровня государственного долга

относительно ВВП, а также в сравнении с другими странами*.

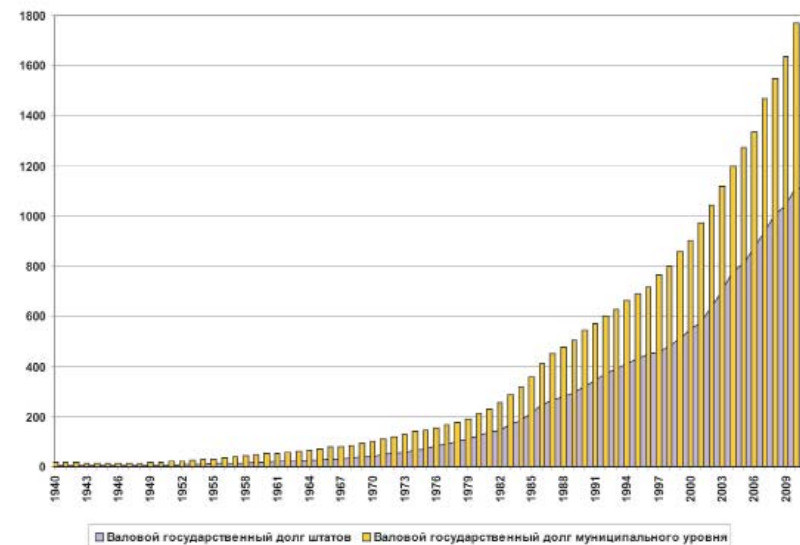


Рис. 2. Динамика объемов государственного долга штатов и муниципальных образований США в 1940–2011 гг., млрд. долл.**

Проблематичная ситуация с государственным долгом США усугубляется еще и тем, что во всех основных статистических источниках – как национального, так и международного характера (базы данных МВФ, Всемирного банка, ООН) под американским долгом понимается только его федеральная часть, то есть, государственные обязательства Казначейства. Между тем, существуют еще два уровня государственных обязательств – долги штатов и местных пра-

* John Detrixhe – Jul 19, 2011 Egan-Jones Cuts U.S. Rating to AA+ on Spending-Cut Concern. Bloomberg. <http://www.bloomberg.com/news/2011-07-18/egan-jones-cuts-u-s-rating-to-aa-on-spending-cut-concern-1-.html>.

** Источник: US Federal State Local Debt. http://www.usgovernmentsspending.com/federal_state_local_debt_chart.html.

вительств, которые также имеют внушительные объемы и исчислялись в 2011 году почти 3 трлн. долл. Динамика долгов штатов и местных правительств приведена на графиках рис. 2 и демонстрирует столь же бурный рост, как и основной компонент государственного долга США – его федеральная часть.

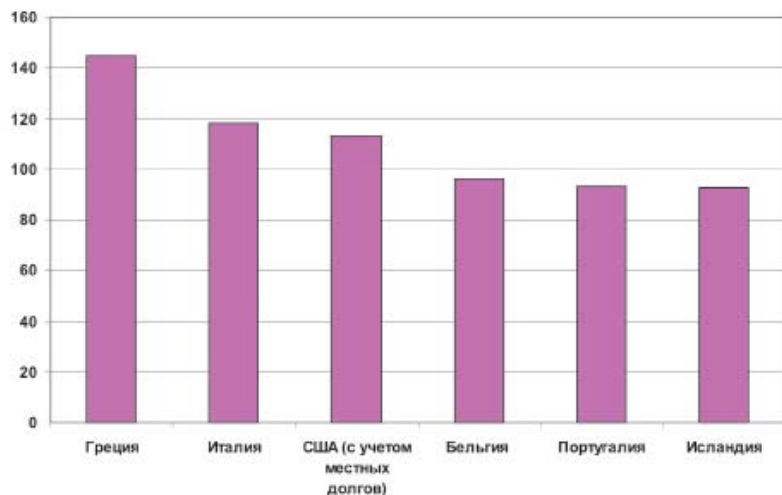


Рис. 3. Соотношение валового внешнего долга и ВВП наиболее проблемных стран ЕС и США с учетом местных долгов в 2010 году*

С учетом данных двух компонентов совокупный объем государственного долга США в 2011 году составлял 18,3 трлн долл. (15,5 трлн. федерального долга, 1,1 трлн. – долг штатов и 1,8 трлн. – долг местных правительств), что выводит США в число лидеров по соотношению госдолга и ВВП, прибли-

* Рассчитано по данным из следующих источников: General government gross debt. Eurostat. 16.12.2011. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb090>; The White House. Office of management and budget. Historical tables. Table 7.1—FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2016. <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>; US Federal State Local Debt. http://www.usgovernmentspending.com/federal_state_local_debt_chart.html.

жая страну с показателем в 122 % к таким признанным аутсайдером, как Греция, Италия, Бельгия и Япония (стоящая в данном ряду особняком из-за своих больших резервов). На рисунке 3 приведено сопоставление данного показателя для США и наиболее проблемных стран ЕС в 2010 году, которые были в последние годы источниками кризиса в еврозоне и даже перенесли реструктуризации своих обязательств. Как видно из представленных данных, соотношение долга и ВВП в США практически идентично.

Учет в валовом государственном долге США не только федеральной части, но и долгов штатов и муниципалитетов дает гораздо более неблагоприятную картину, которая вплотную приближает нынешние параметры задолженности к худшим для Америки послевоенным временам 1946-47 годов. Этот факт отмечают и многие американские исследователи. Так, В. Де Руги из университета George Mason, называет сложившуюся ситуацию «пузырем местного долга» и отмечает, что «с 2000 года общий объем долга штатов и муниципалитетов вырос с 1,5 до 2,8 триллионов долларов»*. Стивен Мафсон, обозреватель издания Washington Post, пишет: «После Второй мировой войны федеральный долг подскочил до 122 процентов ВВП, но муниципальные долги и долги штатов были тогда минимальны»**. Если быть точнее, в пиковый 1946 год, когда федеральный долг составлял 122 % ВВП, долги муниципального уровня были на уровне 6,1 %, а долги штатов – всего 1 % ВВП США. В настоящее время ситуация иная – по итогам 2010 года при размере федерального долга в 93 % ВВП, долги местных правительств составляли 12,2 %, а долги штатов – 7,7 %. Эволюция структуры долговых обязательств различных видов государственных заемщиков приведена на рис. 4.

* Veronique de Rugy. The Municipal Debt Bubble. <http://reason.com/archives/2010/12/14/the-municipal-debt-bubble>.

** Steven Mufson. Federal, state and local debt hits post-WWII levels. Washington Post. February 20, 2011.

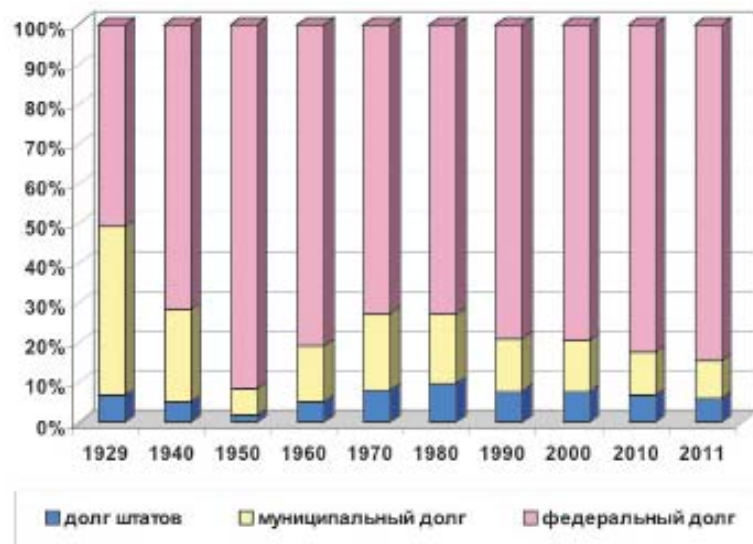


Рис. 4. Соотношение различных компонентов государственного долга США и ВВП, %*.

Как видно из данной диаграммы, несмотря на бурный рост задолженности местных правительств и штатов, основной вклад в наращивание государственного долга в последние годы вносила все же федеральная администрация. В целом же, можно сказать, что в течение последнего десятилетия все государственные заемщики проводили несбалансированную и безоглядную политику необоснованного увеличения своей задолженности, которая на текущем этапе развития американской экономики грозит гораздо большими проблемами, чем в конце 1940-х годов, когда наблюдался исторический рекорд соотношения объемов долга и ВВП. В тот период, как отмечает известный американский экономист К.Рогофф, США удалось быстро снизить этот параметр за счет таких факторов,

* Источник: US Federal State Local Debt. http://www.usgovernmentspending.com/federal_state_local_debt_chart.html

как молодые трудовые ресурсы, лидирующие в мире производители, высокий уровень личных сбережений населения, растущий спрос на товары после экономии военного времени, резкое снижение расходов бюджета на военные цели*. Все эти факторы позволили быстро наращивать ВВП при сокращении долгов или, в период 50-х и 60-х годов, стабилизации их абсолютных объемов. В настоящее же время ситуация в американской экономике радикально иная – трудовые ресурсы стареют, американские производители отстают от азиатских и европейских конкурентов, потребители не хотят тратить деньги. Соответственно, не приходится ожидать столь же успешного решения долговой проблемы, какое имело место в 50-е годы, когда соотношение долга и ВВП снизилось в два раза за десять лет.

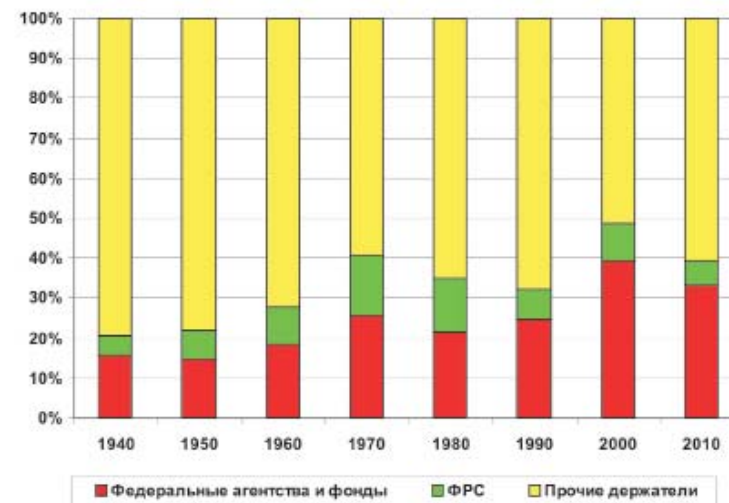


Рис. 5. Ключевые держатели валового государственного долга США, %**

* Steven Mufson. Federal, state and local debt hits post-WWII levels. Washington Post. February 20, 2011.

** Источник: Данные официального сайта Белого дома – The White House. Office of management and budget. Historical tables. Table 7.1—FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2016. <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historical>.

Частичным решением проблемы растущей задолженности США является тот факт, что весьма значительные объемы долговых обязательств скупаются государственными же учреждениями разного рода (рис. 5).

Даже по классификации самого Казначейства США, в структуре американского государственного долга выделяются два основных его компонента – обязательства перед внешними инвесторами (debt held by the public) и «внутриправительственный долг» (intragovernmental debt)*. В начале 2011 года «публичный» долг США составлял 9,6 трлн. долл., а внутриправительственный – 4,6 трлн. долл. Также различаются и виды финансовых обязательств, в которые оформлен американский долг – помимо наиболее известных ценных бумаг – облигаций и нот федерального Казначейства, представляющих так называемые «рыночные» обязательства, имеется еще и вне рыночная часть долга – правительственные счета («government account series»), которые отражают задолженность перед государственными организациями разного рода, преимущественно социальными и прочими фондами. Соотношение данных инструментов примерно такое же, как и по структуре долга – на рыночные инструменты в начале 2011 года приходилось около 9 трлн. долл., на вне рыночные – 5,2 трлн. долл. Среди наиболее крупных правительственных заемщиков фигурируют Трастовый фонд социального обеспечения (Social Security Trust Fund), на который приходится около 2,5 трлн. долл. федерального долга, и аналогичные фонды специализированной направленности – Federal Employees Trust Fund, Federal Hospital Insurance Trust Fund, Federal Disability Insurance Trust Fund, Unemployment Trust Fund и прочие, включая правительства штатов и местного уровня.

* MONTHLY STATEMENT OF THE PUBLIC DEBT OF THE UNITED STATES FEBRUARY 28, 2011. TABLE I -- SUMMARY OF TREASURY SECURITIES OUTSTANDING, FEBRUARY 28, 2011. <http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/mspd/2011/opds022011.pdf>.

Кроме правительственных фондов и агентств, существенная часть задолженности находится во владении федеральных резервных банков (ФРС). Если же рассматривать федеральный долг США по линии национальной принадлежности его держателей, то можно отметить, что иностранные инвесторы являются крупнейшей из основных групп инвесторов в американские обязательства (рис. 6).

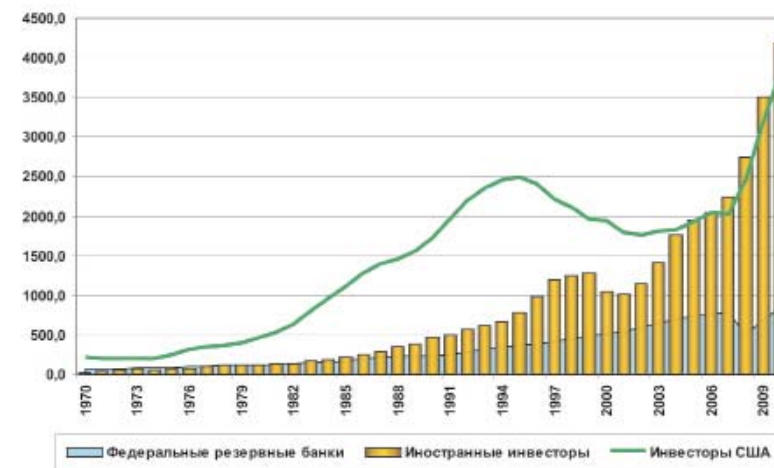


Рис. 6. Динамика объемов государственного долга США по основным типам держателей в 1970-2010 гг., млрд. долл.*

В соответствии с данными Казначейского департамента ФРС, общий объем федерального долга США во владении иностранных инвесторов в конце 2011 года составлял 4,75 трлн. долл., а крупнейшими иностранными держателями американских долговых обязательств были Китай и Япония (более 1 трлн. долл.), за которыми со значительным отрывом шли Великобритания, Бразилия и Тайвань (рис. 7).

* Рассчитано по данным Treasury Bulletin. Federal Reserve Bank of St. Louis. <http://research.stlouisfed.org/fred2/release?rid=80&soid=23>.

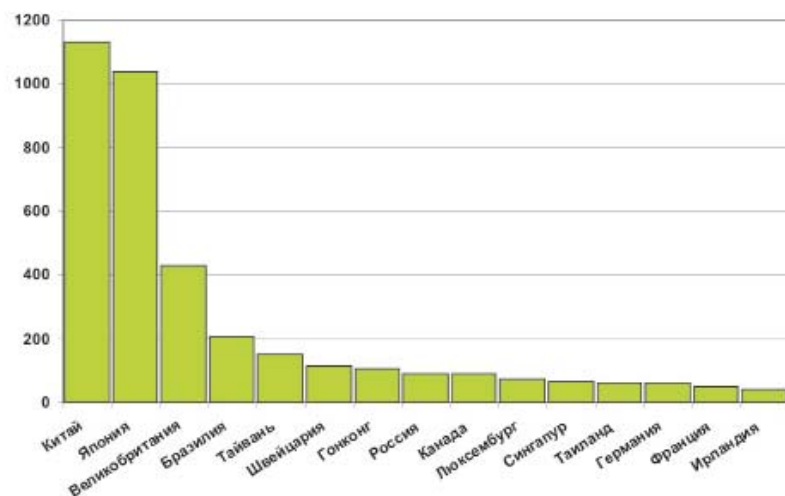


Рис. 7. Основные иностранные держатели государственных долговых обязательств Казначейства США в ноябре 2011 года, млрд. долл.*

Таким образом, крупнейшей группой держателей рыночной части государственного долга США являются иностранные инвесторы, львиную долю которых составляют центральные банки, хранящие в американских государственных ценных бумагах свои золотовалютные резервы. На эту группу держателей приходится более половины долга, представленного рыночными инструментами.

В связи с тем, что значительная часть государственного долга США представлена внутриправительственной задолженностью, иногда в статистике эта часть долга исключается из его общей величины, в результате чего ситуация с долговым бременем становится гораздо более позитивной – при таком исчислении соотношение долга и ВВП США составля-

* Источник: MAJOR FOREIGN HOLDERS OF TREASURY SECURITIES. Department of the Treasury/Federal Reserve Board. January 18, 2012. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>

ет немногим более 60 %. Однако, рассматривая объемы государственного долга США, следует учитывать еще несколько видов обязательств, которые статистикой монетарных властей США не учитываются как часть государственного долга, несмотря на фактическое обременение ими государственных финансов.

Так, в отличие от мировой практики, в США в объем валового государственного долга не входят гарантированные американским правительством облигации негосударственного сектора, в частности, большие объемы облигаций финансовых институтов, которые были гарантированы в ходе борьбы с финансовым кризисом в конце 2008 года. Также в процессе преодоления кризисных явлений был введен режим контроля или «опекунства» (conservatorship) над известными ипотечными институтами Fannie Mae и Freddie Mac, имеющими статус «спонсируемых правительством предприятий» (government sponsored enterprises) с совокупным объемом выпущенных ими облигаций около 5 трлн. долл., которые также стали объектом правительственных гарантий.

Кроме того, имеются гигантские объемы обязательств у государственных программ социального обеспечения – Medicare, Medicaid и Social Security. По действующему законодательству американское правительство обязано осуществлять выплаты по этим программам, однако данные обязательства также не учитываются в валовом государственном долге США. Между тем, в настоящее время дефицит финансирования по этим программам оценивается почти в 46 трлн. долларов – это средства, которые потребуется выплатить в период до 2084 года по не обеспеченным налоговыми и иными поступлениями обязательствам. Примерно 8 трлн. приходится на выплаты по программе Social Security, и более 32 трлн. – по программам Medicare и Medicaid. Вместе с этим объемом обязательств некоторые исследователи исчисляют

общий объем государственного долга США в сумму, превышающую 60 трлн. долл. *, что превышает объем ВВП страны более чем в четыре раза.

1.2. Европейские страны

История формирования государственного долга в европейских странах имеет сходные с США особенности, однако, в то же время, и существенно отличается от американской ситуации в части периода Второй мировой войны. Страны Европы были настолько истощены войной и непосильными для экономики расходами на нее, что у большинства крупных участников войны к ее окончанию размер государственного долга значительно превышал послевоенные показатели США. Во Франции, например, соотношение долга и ВВП превышало 250 %, в Великобритании было близко к этой величине.

Даже в странах, не принимавших активного участия во Второй мировой войне, ко времени ее завершения долги резко возросли. Так, в Нидерландах к концу войны соотношение государственного долга и ВВП превышало 130 % при довоенном уровне около 70 %, в Швеции этот показатель вырос лишь до 50 %, но рост по сравнению с довоенным уровнем в 20 % составил 2,5 раза. В Швейцарии также наблюдался рост в аналогичной пропорции – с довоенных 30-35 % до почти 80 % в пиковый 1942 год. Пожалуй, единственным исключением в части резкого увеличения долга в военное время стала Испания, сохранившая соотношение долга и ВВП на уровне в 60-70 % – почти таком же, как в довоенный период **.

Экономика континентальной Европы послевоенного периода делает не вполне корректным анализ и сопоставление

* Peter G. Peterson Foundation (April 2010). "Citizen's guide 2010: Figure 10", p. 30. Peter G. Peterson Foundation [website]. Retrieved February 5, 2011.

** Bryan Taylor. Paying off government debt. Two Centuries of Global Experience. Global Financial Data, 2011.

долговой динамики, так как в это время ее существенно искажали многие факторы форс-мажорного характера – такие как смены валют (в Германии), инфляция, которая позволяла резко снизить фактические объемы долгов (Франция, Италия) и пр. Единственной крупной европейской страной, которую в определенной мере можно сравнивать с общемировыми тенденциями, является Великобритания (рис. 8).

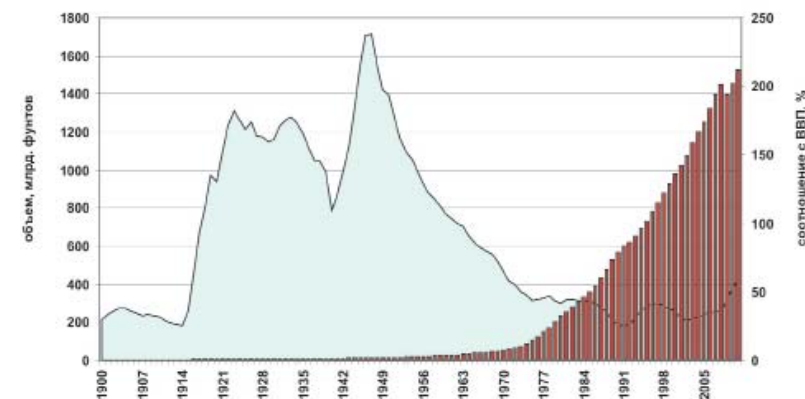


Рис. 8. Динамика абсолютных и относительных объемов чистого государственного долга Великобритании в 1900-2011 годах*

Эта страна была единственной из европейских участниц Второй мировой войны, которая не стала в послевоенный период решать проблему долгов, используя так называемый «инфляционный дефолт», то есть, резкое обесценение валюты и выраженных в ней государственных обязательств. В этом отношении история государственного долга Великобритании в XX веке сопоставима с ситуацией в США. Однако, в отличие от США, где высокие относительные показате-

* Источник: Public Net Debt Fiscal Years 1900 to 2011. Time Series Chart of UK Public Spending. http://www.ukpublicspending.co.uk/downchart_ukgs.php?chart=G0-total&year=1900_2011&units=p&state=UK.

ли послевоенного государственного долга были преодолены за счет быстрого роста экономики, в Великобритании эта проблема решалась в значительной мере за счет длительного периода (вплоть до 70-х годов) двузначной инфляции. Инфляция постепенно и медленно, в отличие от стран континентальной Европы, обесценивала долги и снижала соотношение долга и ВВП, но обратной ее стороной был медленный экономический рост.

Тем не менее, к середине 70-х годов относительные параметры британского государственного долга пришли к вполне здоровым уровням около 50 % ВВП, на которых оставались вплоть до конца 2000-х годов. Аналогичная ситуация наблюдалась и в большинстве других крупных европейских экономик. К 70-м годам были преодолены последствия войны в части резко выросшей задолженности, и в этот период у многих европейских стран отмечены самые низкие показатели соотношения государственного долга и ВВП. В Швеции в 70-е годы этот показатель находился в интервале 20-25 %, в Швейцарии – 5-15 %, в Испании – 10-20 %, в Нидерландах – 20-25 %, в Италии – 35-50 %, в Германии – 6-12 %, во Франции – 8 – 15 %*.

Однако в 80-е годы ситуация начала меняться – с этого периода до настоящего времени в большинстве индустриально развитых стран государственный долг как в абсолютном, так и в относительном выражении только рос. Причем темпы роста даже по относительному показателю соотношения долга и ВВП были очень интенсивными – всего за два десятилетия с середины 80-х до середины 2000-х годов это соотношение выросло в несколько раз – трехкратно во Франции, более чем в 2 раза – в Германии, двукратно в Италии, Швеции и Швейцарии, в 4 раза в Испании. Абсолютные же объемы го-

* Bryan Taylor. Paying off government debt. Two Centuries of Global Experience. Global Financial Data, 2011.

сударственного долга многократно возрастали повсеместно – например, в Великобритании объем чистого долга в стоимостном выражении вырос в 3,5 раза в период с 1985 по 2005 год при том, что соотношение долга и ВВП практически не менялось.

Несмотря на определенный интерес, который представляет длительная история формирования государственного долга европейских стран, в контексте текущих проблем в долговой сфере большего внимания заслуживают тенденции последних лет, в частности 90-х и 2000-х годов, когда набрали силу процессы глобализации, в том числе в финансовой сфере, а также получили гипертрофированное развитие инструменты финансовой инженерии, во многом сформировавшие современный облик глобальной финансовой архитектуры. Динамика европейского долга в этот период также характеризовалась поступательным ростом его объемов, как в крупнейших странах региона, так и в ЕС в целом (рис. 9).

Основной всплеск задолженности европейских стран пришелся на последние несколько лет – начиная с 2008 года прирост объемов государственного долга происходил темпами, в несколько раз опережающими среднегодовые показатели предыдущего десятилетия. Данный рост задолженности обусловлен широкомасштабными действиями правительств по купированию последствий мирового экономического кризиса 2007-2009 годов, когда для поддержки финансового сектора выделялись значительные средства, в том числе из государственных ресурсов, для пополнения которых странам ЕС приходилось наращивать заимствования. В результате большинство стран ЕС к 2010 году существенно превысили установленные Пактом о стабильности и экономическом росте (Stability and Growth Pact (SGP)) нормативы государственного долга в 60 % от ВВП.

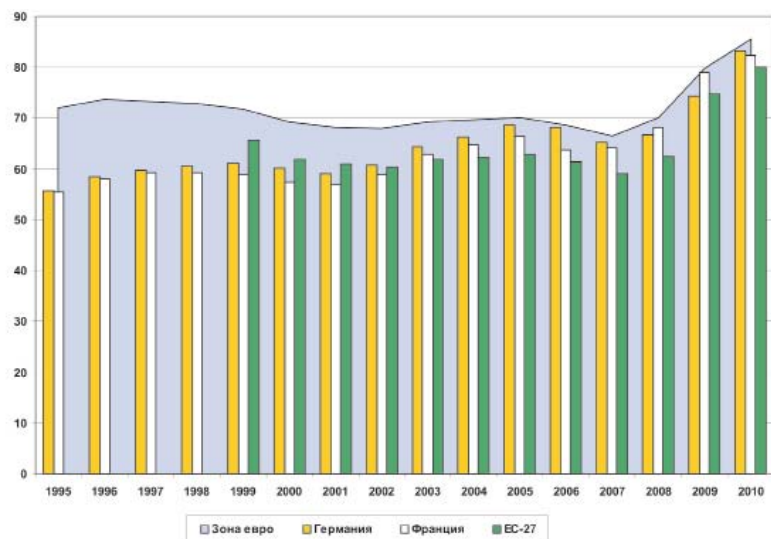


Рис. 9. Динамика государственного долга относительно ВВП в ЕС и ведущих европейских странах*.

Если в 2007 году этот норматив не выполняли только восемь стран (Греция, Италия, Бельгия, Венгрия, Франция, Португалия, Германия, Мальта), то по итогам 2010 года таких стран стало уже 15 – к перечисленным добавились Ирландия, Кипр, Нидерланды, Австрия, Великобритания, Испания и Исландия. При этом резко выросло соотношение долга и ВВП в крупнейших и наиболее стабильных экономиках Германии, Франции, Великобритании, которые до кризиса укладывались в 60-процентную норму (Великобритания) государственного долга или незначительно из нее выбивались (Германия и Франция). Так, во Франции в 2007 году это соотношение составляло 64,2 %, а в 2010 году оно выросло до 82,3 %, в Германии соответствующие показатели составляли 65,2 и 83,2 %, в Великобритании – 44,4 и 79,9 %.

* Источник: Данные Eurostat - <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb090>.

Табл. 1. Динамика соотношения государственного долга и ВВП в ведущих европейских странах в 1995-2010 гг, %*.

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ЕС-27	.	.	.	.	65,7	61,9	61	60,4	61,9	62,3	62,8	61,5	59	62,5	74,7	80,1
Зона евро	72	73,7	73,2	72,8	71,7	69,2	68,2	68	69,2	69,6	70,2	68,6	66,4	70,2	79,9	85,5
Бельгия	130,2	127,2	122,5	117,2	113,6	107,8	106,5	103,4	98,4	94	92	88	84,1	89,3	95,9	96,2
Дания	72,6	69,4	65,4	61,4	58,1	52,4	49,6	49,5	47,2	45,1	37,8	32,1	27,5	34,5	41,8	43,7
Германия	55,6	58,5	59,8	60,5	61,3	60,2	59,1	60,7	64,4	66,3	68,6	68,1	65,2	66,7	74,4	83,2
Ирландия	81,2	72,7	63,7	53	48	37,5	35,2	31,9	30,7	29,4	27,2	24,7	24,8	44,2	65,2	92,5
Греция	97	99,4	96,6	94,5	94	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100	106,1	107,4	113	129,3	144,9
Испания	63,3	67,4	66,1	64,1	62,4	59,4	55,6	52,6	48,8	46,3	43,1	39,6	36,2	40,1	53,8	61
Франция	55,5	58	59,2	59,4	58,9	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	64,2	68,2	79	82,3
Италия	120,9	120,2	117,4	114,2	113	108,5	108,2	105,1	103,9	103,4	105,4	106,1	103,1	105,8	115,5	118,4
Нидерланды	76,1	74,1	68,2	65,7	61,1	53,8	50,7	50,5	52	52,4	51,8	47,4	45,3	58,5	60,8	62,9
Австрия	68,2	68,1	64,1	64,4	66,8	66,2	66,8	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,5	71,8
Португалия	59,2	58,3	54,4	50,4	49,6	48,5	51,2	53,8	55,9	57,6	62,8	63,9	68,3	71,6	83	93,3
Швеция	72,8	73,3	71,2	69,9	64,3	53,9	54,7	52,5	51,7	50,3	50,4	45	40,2	38,8	42,7	39,7
Великобритания	51,2	51,3	49,8	46,7	43,7	41	37,7	37,5	39	40,9	42,5	43,4	44,4	54,8	69,6	79,9
Исландия	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	26	27,9	28,5	70,3	87,9	92,9

* Источник: Данные Eurostat - <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb090>.

По итогам 2010 года из старых членов ЕС в нормативы Пакта стабильности укладывались только Люксембург (19,1 %) и четыре скандинавские страны – Дания (43,7 %), Финляндия (48,3 %), Швеция (39,7 %) и Норвегия (44 %). Также ниже 60-процентного норматива были показатели у большинства новых членов ЕС из Восточной Европы. Более подробно динамика соотношения государственного долга и ВВП по старым членам ЕС в период 1995-2010 годов приведена в таблице 1.

Если рассмотреть приведенные в таблице 1 данные более детально, то можно сделать несколько дополнительных выводов относительно проблемы государственного долга европейских стран в последние десятилетия. Во-первых, по параметру соотношения долга и ВВП ни ЕС в целом, ни еврозона изначально не укладывались в требуемые 60 % – в 1999 году этот показатель составлял 65,7 и 71,7 % соответственно. Во-вторых, многие европейские страны имели огромные объемы государственного долга еще в 90-е годы (Бельгия, Италия, Греция, Ирландия) – задолго до появления аббревиатуры PIGS и акцентирования проблемы стран так называемой «европейской периферии». Эти факты свидетельствуют о том, что европейская долговая проблема возникла очень давно, носит для многих стран, включая основоположников ЕС, системный характер, и не решалась десятилетиями.

Другие выводы можно сделать, рассматривая динамику государственного долга таких стран, как Дания, Ирландия, Испания, Нидерланды и Швеция, представляющих разные регионы Европы и разные экономические модели. У всех этих стран в период с 1995 по предкризисный 2007 год происходило очень существенное снижение долгового бремени, которое в некоторых случаях уменьшалось в два-три раза. Эти тенденции свидетельствуют о том, что даже в период

финансовой глобализации, обеспечившей, среди прочего, и легкий доступ к дешевому фондированию для стран с высокими кредитными рейтингами, имеются возможности снижать, а не наращивать долги, что успешно демонстрировали страны как с севера, так и с юга Европы безотносительно особенностей их экономических систем. Следовательно, резкое увеличение долговой нагрузки в большей части европейских стран и в мире в целом продиктовано в первую очередь не столько экономической необходимостью, сколько политическими целями и реализацией необоснованных популистских программ, требующих неадекватного экономическим возможностям финансирования.

На наш взгляд, в первую очередь из-за такого рода проблем в последние годы наблюдался резкий рост задолженности в развитых странах, в частности, в Европе, который начался еще до кризиса 2007-2009 годов. В 1995 году ни в Германии, ни во Франции, ни в Великобритании соотношение долга и ВВП не превышало 60 %. Выход за этот норматив произошел в конце 90-х – начале 2000-х годов. Последний же кризис, по нашему мнению, стал просто очередным поводом использовать для решения фундаментальных экономических проблем простое решение в виде заливания экономики дешевой ликвидностью, даже ценой увеличения национального долгового бремени.

Из-за резкого увеличения задолженности в крупнейших европейских экономиках ухудшились и общие параметры по ЕС в целом и по зоне евро, которые в 2010 году достигли 80,1 и 85,5 % соответственно. В целом же объем совокупного государственного долга стран ЕС увеличился с 7,3 трлн. евро в 2007 году до 9,8 трлн. евро в 2010 году – на 34,2 %. Учитывая, что на конец 2010 года курс доллара к евро составлял около 1,35, объем общеевропейского государственного долга был практически равен объему федерального долга США – 13,3

трлн. долл. Таким образом, ЕС не намного отстает от США в части наращивания объема долгов, которые с каждым годом становятся все менее обеспеченными реальными активами и экономическим базисом. Особое беспокойство вызывает тот факт, что активно наращивают объемы долга крупнейшие страны – локомотивы европейской экономики – Германия и Франция. Германия в 2009 году стала крупнейшей в ЕС по объему задолженности, перехватив первенство у традиционно проблемной Италии, а по результатам 2010 года установила долговой рекорд – впервые в истории евро объем долга отдельной страны ЕС превысил 2 трлн. евро. С 2007 по 2010 год государственный долг Германии увеличился с 1,58 до 2,06 трлн. евро – на 30 %. Государственный долг Франции рос столь же впечатляющими темпами – за этот же период он увеличился с 1,21 до 1,59 трлн. евро – на 31 %. В целом же, на четыре крупнейшие европейские экономики – Германию, Италию, Францию и Великобританию – приходится более 2/3 совокупного долга ЕС (рис. 10).

Рассматривая ситуацию в Европе в сопоставлении с аналогичными американскими проблемами, можно отметить и некоторые другие аспекты. В частности, проблемы с долгом Греции, Ирландии или Португалии, которые лихорадят общеевропейскую экономику, не выглядят чрезмерно серьезными, если сравнить их с долговой ситуацией в крупнейших американских штатах, также испытывающих серьезные бюджетные проблемы. Например, как видно из диаграммы рисунка 10, доля долга Греции в общеевропейском объеме составляет около 3%, Португалии – 1,6% Ирландии – 1%. В абсолютном выражении объемы государственного долга этих стран по итогам 2010 года составляли соответственно 329, 161 и 144 млрд. евро*.

* Источник: Данные Eurostat - <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb090>.

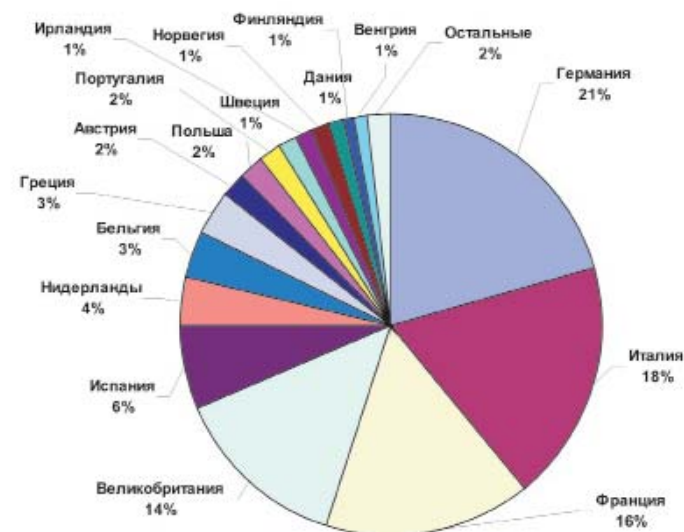


Рис. 10. Доли крупнейших стран-должников
в общем объеме государственного долга ЕС*.

Для сравнения, задолженность крупнейших американских штатов-должников составляет в настоящее время 379 (Калифорния), 315 (Нью-Йорк) и 238 (Техас) млрд. долл., включая долги муниципалитетов в этих штатах. Совокупная задолженность этих трех штатов составляет 5 % общего долга США (включая долг штатов, то есть, 18,3 трлн. долл.). Между тем, долговая ситуация в крупнейшем штате США Калифорнии, ВВП которого занимает восьмое место в ряду крупнейших экономик мира (размер ВВП – 1,9 трлн. долл.), почти столь же проблематична, как греческая. У Калифорнии самый низкий из всех американских штатов кредитный рейтинг (A- от Standard&Poor's), дефицит бюджета, исчисляемый десятками миллиардов долларов, что вынуждает про-

* Рассчитано по данным Eurostat: General government gross debt. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tsieb090&language=en>.

водить сокращения бюджетных расходов, и совокупный долг более 612 миллиардов долларов, включая обязательства штата по пенсионным и социальным программам*.

Общий же объем долгов Греции, Португалии и Ирландии измеряется величиной в 634 млрд. евро, что соответствует 6,5 % общего долга ЕС. Таким образом, проблемы европейских периферийных стран с точки зрения их значимости в общеевропейском масштабе практически не отличаются от аналогичных проблем крупнейших штатов США, однако европейская ситуация вызывает озабоченность глобального масштаба и рассматривается как причина кризиса, тогда как американские долги большего масштаба не провоцируют потрясения на финансовых рынках. Причины данного явления будут рассмотрены ниже.

1.3. Япония

Япония стоит особняком в ряду ведущих развитых стран мира, обремененных большим государственным долгом. По ряду особенностей японская ситуация существенно отличается от американской и европейской долговых проблем. В то же время, процесс формирования, а также текущее состояние государственного долга Японии представляют интерес, так как японские долговые обязательства, деноминированные в иенах, присутствуют в качестве резервных активов в портфелях центральных банков мира наряду с долговыми обязательствами США и европейских стран – в настоящее время около 4 % размещенных резервов приходится на активы в иенах**. Казначейские облигации Правительства Японии

* Источник: Andrew Guevara. Report reveals aggregate state debt exceeds \$4 trillion. State Budget Solutions. October 24, 2011. <http://www.statebudgetsolutions.org/publications/detail/report-reveals-aggregate-state-debt-exceeds-4-trillion-2>.

** Источник: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) IMF, 2012. <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>.

присутствуют в том числе и в портфелях центральных банков стран СНГ, в частности, в общем объеме зарубежных государственных облигаций в портфеле Национального банка РК доля таких бумаг на 1 января 2011 года составляла 8,9 % на общую сумму 253,3 млрд. тенге.* Таким образом, ситуация с долговым бременем Японии представляет непосредственный интерес для многих стран, принимая во внимание резервный статус японских долговых обязательств.

Что же касается особенностей японской долговой проблемы, то они достаточно многообразны. Во-первых, Япония имеет самый высокий из развитых стран уровень государственного долга относительно ВВП, который превышает 220 % (рис. 11). При этом, в отличие от большинства индустриально развитых стран, Япония преодолела планку в 100 % относительно ВВП достаточно давно – в 1996 году, еще до «эры регулярных мировых финансовых кризисов».

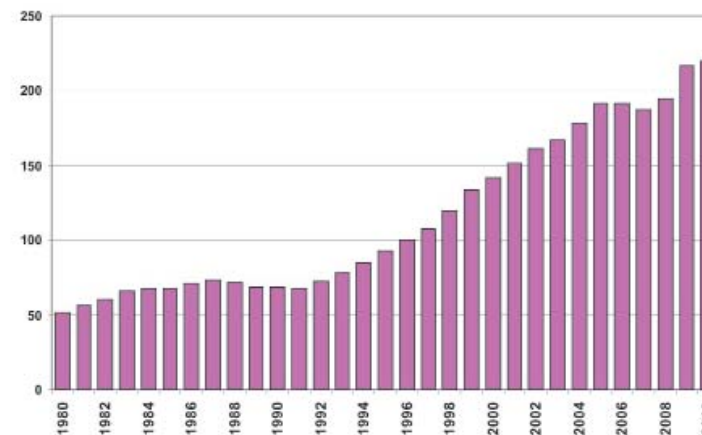


Рис. 11. Соотношение объема валового государственного долга Японии и ВВП, %**

* Источник: Национальный банк Республики Казахстан. Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2010 года. С. 38.

** Japan Public debt. Source: International Monetary Fund - 2011 World Economic Outlook. http://www.indexmundi.com/japan/public_debt.html

При этом быстрый и непрекращающийся рост государственного долга относительно ВВП начался в Японии задолго до того, как аналогичные тенденции возобладали в США и Европе – с 1991 года происходило ежегодное увеличение данного показателя на несколько процентных пунктов и эта тенденция практически не прерывалась на протяжении двадцати лет, в то время как другим развитым странам удавалось держать данное соотношение на относительно стабильном уровне около 60 % вплоть до конца 2000-х годов.

В абсолютном выражении японский государственный долг рос еще быстрее – за период с начала 1990 года по конец 2011 года его объем увеличился в 4,6 раза (рис. 12). Япония устойчиво занимает второе место в мире после США по абсолютному объему государственного долга, который вплотную приблизился к гигантской отметке в 1 квадриллион иен (около 12 трлн. долл.). Во многом рост долговой нагрузки на японскую экономику был обусловлен тем, что с начала 90-х годов резко замедлился рост ВВП – в период с 1992 по 2010 годы среднегодовые темпы роста составляли всего 1,06%*.

Однако, несмотря на столь неблагоприятную динамику роста как абсолютных, так и относительных параметров японского государственного долга, стоимость государственных заимствований сокращается, и это является второй особенностью японской ситуации. В большинстве стран мира прослеживается четкая корреляция между соотношением государственного долга и ВВП с одной стороны, и процентными ставками – с другой. То есть, чем выше относительный объем долга, тем больше становится ставка, включающая растущую премию за риск, которую приходится платить инвесторам, приобретающим долговые ценные бумаги. Это вполне логично и соответствует теории и практике рыночного ценообразования, так как при большей долговой на-

грузке на эмитента усиливается риск по его обязательствам, что отражается в понижении их цены и росте процентных ставок. Однако в Японии это классическое правило не работает – если в 80-е годы, когда соотношение долга и ВВП находилось на уровне около 60 % ставки по государственным бумагам колебались в пределах 3 – 3,6 % годовых, то к настоящему времени они упали до 1 – 1,5 % при 200-процентном соотношении долга и ВВП.

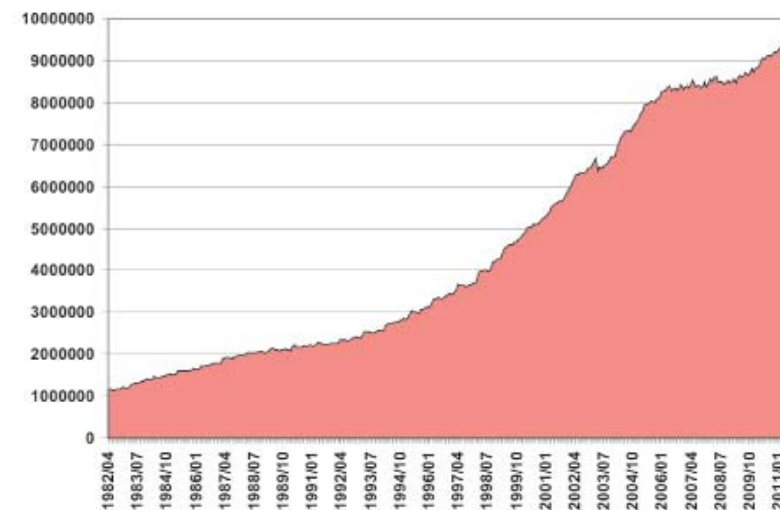


Рис. 12. Ежемесячная динамика объемов валового государственного долга Японии в 1982-2011 годах (100 млн. иен)*.

Данная аномалия объясняется третьей особенностью японской долговой ситуации – тем, что почти весь государственный долг страны находится во владении внутренних инвесторов, тогда как на иностранных держателей приходится всего около 5 % долговых обязательств (рис. 13).

* Источник: Bank of Japan Statistics. National Government Debt. <http://www.boj.or.jp/en/statistics/public/ngd/index.htm/#p01>.

* Рассчитано по данным МВФ – World Economic Outlook Database. October 2010.

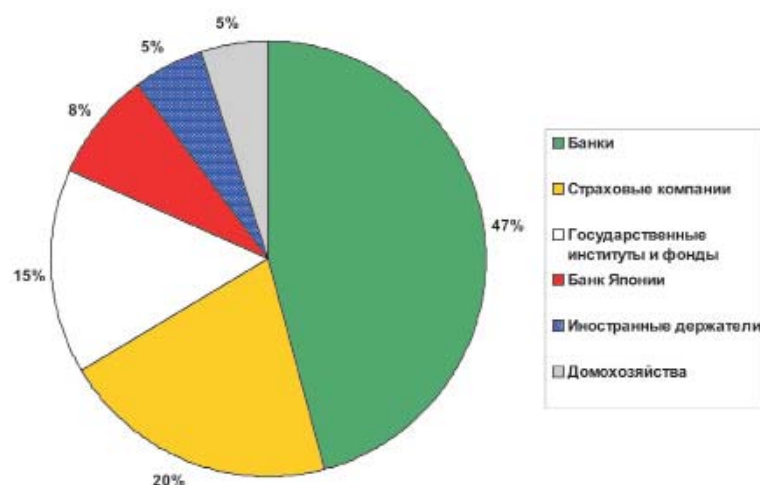


Рис. 13. Структура держателей государственных долговых обязательств Японии в 2010 году*.

При этом, так же, как и в США, весьма существенная доля государственного долга приходится на государственных же держателей, основными из которых выступают государственные учреждения и фонды, в том числе пенсионные, а также Банк Японии. Эти организации в целом владеют 23 процентами государственных обязательств. Учитывая, что в Японии финансовая сфера очень жестко регулируется государством, объяснима также высокая доля среди держателей долга банков и страховых компаний, в общей сложности составляющая 67 %. Иностранные же инвесторы, в отличие от США и европейских стран, держат лишь 5 % государственных обязательств, или около 0,5 трлн. долл., что существенно меньше, чем в США (4,75 трлн.) или ЕС, где в 2010 году «для большинства стран нерезиденты были крупнейшими держа-

* Stuart Staines. The Current Japanese Debt Situation and What We Can Learn From It. March 9, 2011. <http://seekingalpha.com/article/257182-the-current-japanese-debt-situation-and-what-we-can-learn-from-it>.

телями государственных облигаций с более чем 50-процентной долей»*.

Именно небольшой долей иностранных инвесторов на рынке японского долга можно объяснить устойчивость системы государственных финансов при постоянно растущих его объемах. Высокая управляемость параметрами долга, обеспечиваемая тем, что почти все облигации распределяются среди государственных организаций и подконтрольного государству финансового сектора, обеспечивают стабильный спрос и низкую стоимость заимствований.

Наконец, последней особенностью Японии, резко выделяющей ее из ряда стран с высокой государственной задолженностью, является очень значительный объем золотовалютных резервов. По данным МВФ, объем международных резервов Японии в декабре 2011 года достиг почти 1,3 трлн. долларов, что обеспечивает стране второе место в мире после Китая (3,2 трлн.). По объему резервов Япония превосходит крупнейшего в мире должника – США – в 9 раз, а уровень обеспеченности государственного долга резервами в Японии лучший из крупных развитых стран мира, составляя около 11 %. При этом резервы страны в несколько раз превосходят объем государственных облигаций у иностранных инвесторов, что также повышает надежность японских обязательств и выгодно отличает их от других развитых стран, обремененных большими долгами. Более подробно этот аспект будет рассмотрен ниже, в разделе 3 настоящего издания.

Выделенные четыре особенности ситуации с государственным долгом Японии во многом делают данную страну исключением из общего ряда проблемных развитых государств, однако продолжающееся ухудшение экономической

* STANISLAV EMINESCU. Structure of government debt in Europe in 2010. Eurostat. Statistics in Focus. № 68, 2011. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-SF-11-068/EN/KS-SF-11-068-EN.PDF.

ситуации, снижение конкурентоспособности, постоянно растущий курс иены могут обусловить и обострение японской долговой проблемы в среднесрочной перспективе.

Раздел 2. Факторы роста государственного долга в развитых странах

Ускоренное наращивание государственного долга в последние годы, рассмотренное выше, прошло под знаком борьбы с кризисом 2007-2009 годов и его последствиями. Необходимость нести дополнительные расходы для государства выливалась в разбалансирование бюджетов, увеличение их дефицита и, как следствие, рост объемов задолженности. Наличие жесткой взаимосвязи между показателями бюджетного дефицита (профицита) и государственного долга общеизвестно и подтверждается длительной историей бюджетного процесса в большинстве стран мира.

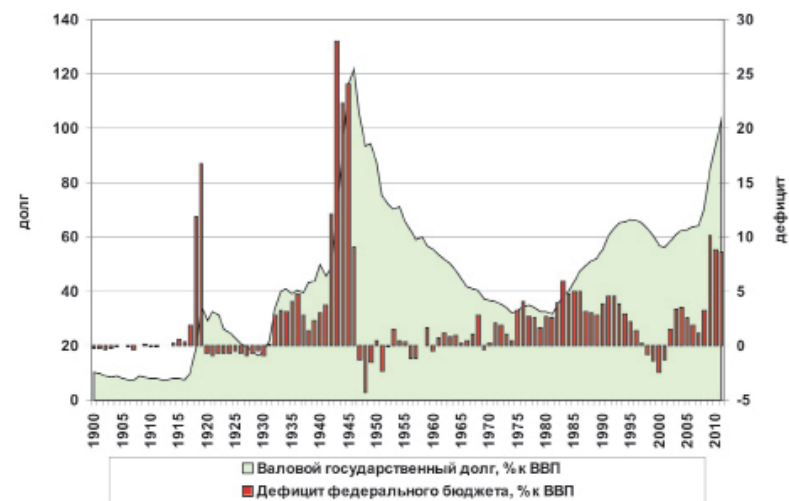


Рис. 1. Сравнительная динамика дефицита бюджета и государственного долга в США в 1900-2010 гг.*

* Рассчитано по данным из следующего источника: US Federal Deficits in the 20th Century. http://www.usgovernmentpending.com/federal_state_local_debt_chart.html

Так, в США резкие всплески дефицита бюджета на протяжении последних ста лет сопровождалась столь же резкими взлетами объемов государственного долга даже в относительном выражении (рис.1).

Такие всплески бюджетных дефицитов наблюдались в 1918-19 гг., 1942-45 гг. (рекордное значение дефицита федерального бюджета в 28 % ВВП зафиксировано в 1943 году), 1983-86 гг. и с 2009 года по настоящее время. Каждый из этих пиков бюджетного дефицита немедленно отражался на показателях государственной задолженности – так, соотношение долга и ВВП в период 1917-1919 гг. выросло в 3,5 раза, в период 1941-1946 гг. – в 2,7 раза, в период 2007-2011 гг. – в 1,6 раза.

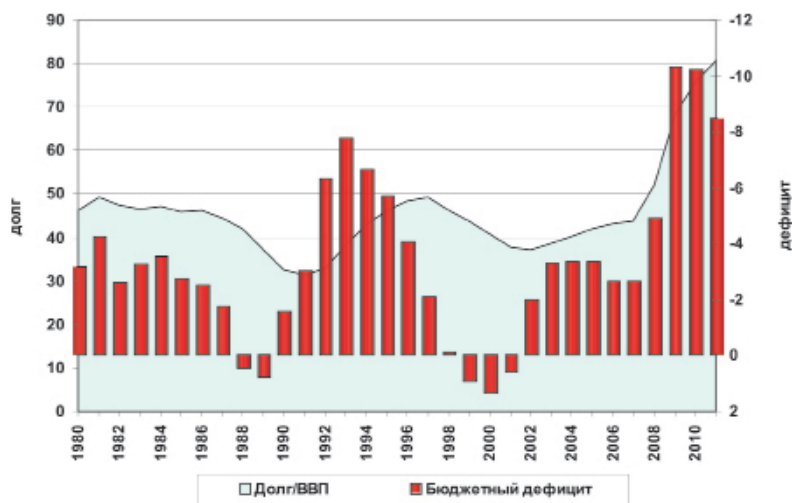


Рис. 2. Сравнительная динамика дефицита бюджета и государственного долга Великобритании в 1980-2011 гг.*

В европейских странах, за небольшим исключением, ситуация была аналогичной – в течение последних десятилетий

* Источник: International Monetary Fund - 2011 World Economic Outlook. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weo.html>

корреляция между объемами бюджетного дефицита и долга прослеживалась очень четко. Так, в Великобритании (рис.2) понижение размера дефицита в 80-е годы сопровождалось снижением соотношения долга и ВВП с 50 % в 1981 году до 31 % в 1992 году. Тенденции роста дефицита, возобладавшие в 90-е годы, привели к росту относительного объема государственного долга, вновь вернувшегося к уровню в почти 50 % ВВП в 1997 году. Профицит бюджета, наблюдавшийся в 1999-2001 годах, снизил объем долга до 37 % в 2002 году, что стало самым низким значением за два десятилетия, а начавшийся в 2000-х годах рост дефицита, резко ускорившийся в 2008 году, привел к увеличению относительного объема государственного долга в 2,2 раза.

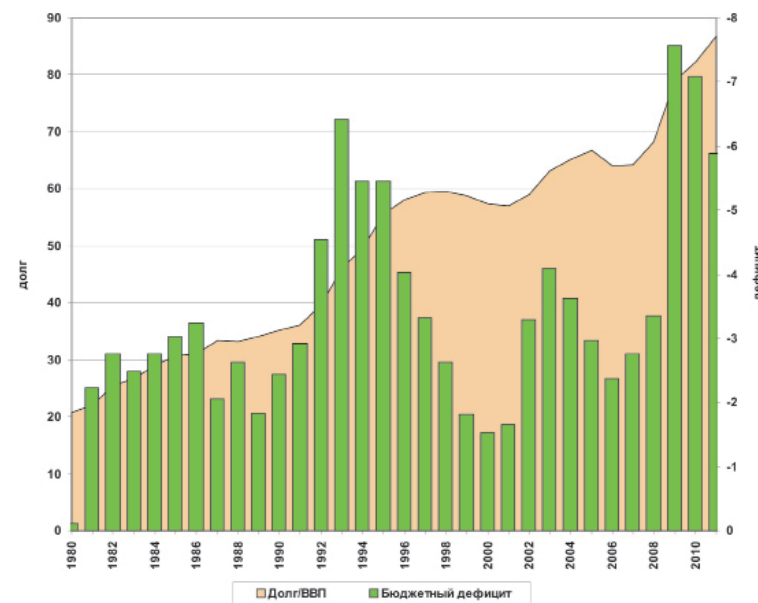


Рис. 3. Сравнительная динамика дефицита бюджета и государственного долга Франции в 1980-2011 гг.*

* Источник: International Monetary Fund - 2011 World Economic Outlook. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weo.html>

В странах-лидерах еврозоны ситуация в рассматриваемый период была аналогичной и отличалась от британской только тем, что ни во Франции (рис.3), ни в Германии (рис.4) практически не было периодов снижения относительных объемов государственного долга, который поступательно рос с 1980-х годов, в отличие от Великобритании, где соотношение долга и ВВП держалось в стабильном интервале 35-50 % достаточно долго, вплоть до 2008 года.

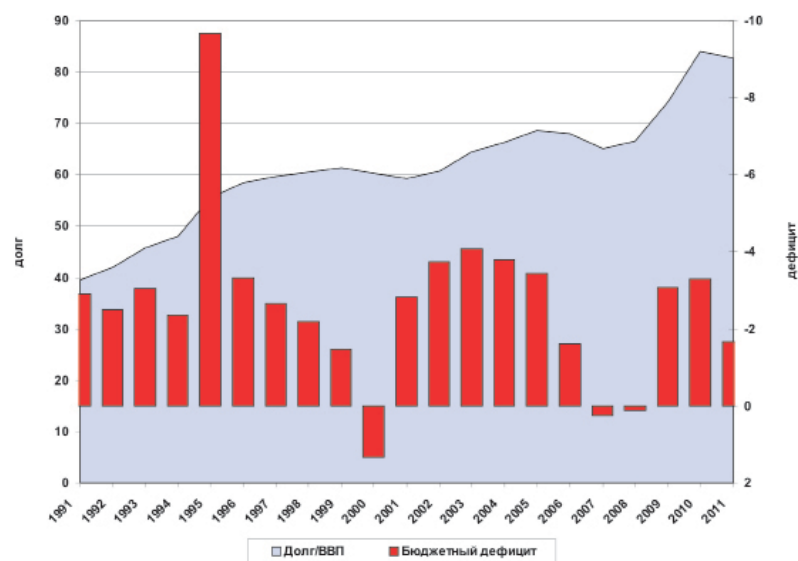


Рис. 4. Сравнительная динамика дефицита бюджета и государственного долга Германии в 1991-2011 гг.*

При этом ускорение роста происходило в периоды увеличения дефицитов, а снижение дефицитов тормозило процесс наращивания долга. Можно также отметить, что германская бюджетная система последних лет выглядела наиболее пред-

* Источник: International Monetary Fund - 2011 World Economic Outlook. http://www.indexmundi.com/japan/public_debt.html

почтительно по сравнению с другими развитыми странами – в середине 2000-х годов даже наблюдался профицит бюджета, а размеры дефицита в этот период были самыми низкими. Однако это бюджетное благополучие, сохранившееся даже в период кризиса, не предотвратило резкое увеличение государственного долга с 2008 года, который вырос с 65 % в 2007 году до 84 % в 2010 году. Таким образом, в процессе увеличения долга бюджетный дефицит является не единственным значимым фактором, что подтверждает и пример одной из наиболее проблемных европейских стран – Италии (рис. 5).

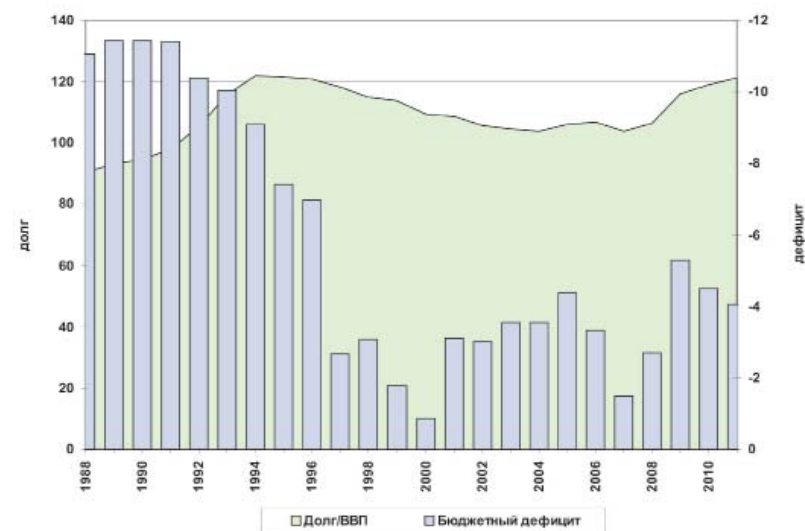


Рис. 5. Сравнительная динамика дефицита бюджета и государственного долга Италии в 1988-2011 гг.*

Италия в течение последних десятилетий была одной из немногих развитых стран, где взаимосвязь динамики показателей бюджетного дефицита и государственного долга не

* Источник: International Monetary Fund - 2011 World Economic Outlook. http://www.indexmundi.com/japan/public_debt.html

работала. В первой половине 90-х годов дефицит бюджета постоянно снижался, хотя и оставался на высоком уровне, тогда как соотношение долга и ВВП продолжало расти. В конце 90-х годов стране удалось снизить показатели бюджетного дефицита до минимальных значений в 0,5 – 2 % ВВП, однако объем государственного долга уменьшился при этом крайне незначительно – со 120 % ВВП в середине 90-х годов, когда дефицит составлял около 10 %, этот показатель снизился лишь до 109 % в 2000 году. Расхождения между динамикой этих двух параметров наблюдались и в 2000-е годы – при небольшом увеличении дефицита государственный долг незначительно сокращался. Впрочем, Италия не стала исключением в период кризиса и, начиная с 2008 года, ее государственный долг вновь увеличивается, превышая в настоящее время 120 % ВВП.

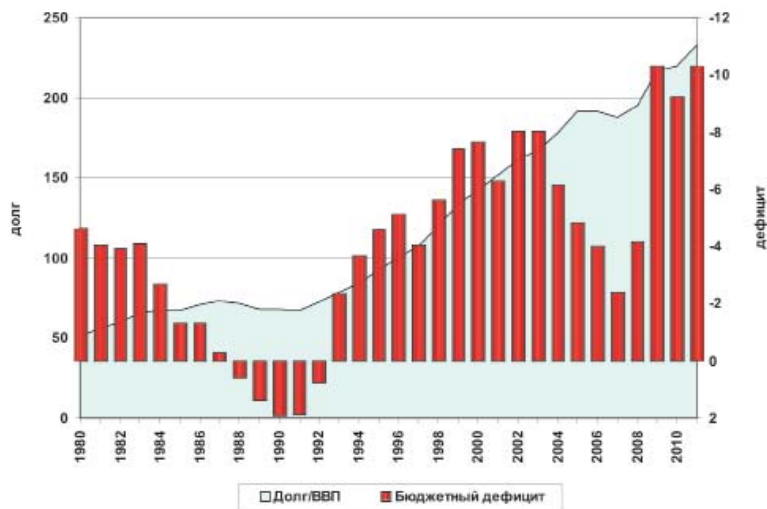


Рис. 6. Сравнительная динамика дефицита бюджета и государственного долга Японии в 1980-2011 гг.*

* Источник: International Monetary Fund - 2011 World Economic Outlook. http://www.indexmundi.com/japan/public_debt.html

Ситуация в Японии также в целом подтверждает наличие взаимосвязи между увеличением дефицита бюджета и государственного долга (рис.6). Быстрый рост дефицита в 90-е и 2000-е годы сопровождался столь же быстрым увеличением относительного объема государственного долга. В период с 1990 по 2002 год соотношение бюджетного дефицита и ВВП в Японии выросло на 10 процентных пунктов – от профицита в 1,9 % до дефицита в 8,03 %. За это же время соотношения долга и ВВП увеличилось в 2,4 раза – с 68 до 161 %. В периоды же сокращения дефицита или профицитные годы (вторая половина 80-х, 2005-2007 годы) государственный долг незначительно снижался в относительном выражении.

Очевидно, что увеличение дефицита государственного бюджета является следствием более глубоких факторов развития стран, которые на определенных этапах вынуждены реализовывать в силу различных причин меры, требующие повышенных расходов, что выражается в растущих величинах бюджетных дефицитов. Эти меры и вызывающие их причины могут быть как экономическими (осуществление болезненных структурных реформ, масштабные социальные программы), так и политическими (экспансия в третьи страны, военные операции, гонки вооружений). В связи с этим представляет интерес то, какие именно факторы – политические либо экономические – оказывают большее влияние на формирование государственного долга. Проиллюстрировать значимость данных факторов можно с помощью обзора динамики федерального долга США, который может быть выбран в качестве примера, так как имеет длительную историю, не прерывавшуюся форс-мажорными факторами смены политических систем, национальных валют и т.п., характерными для истории европейских стран в XX веке (рис.7).

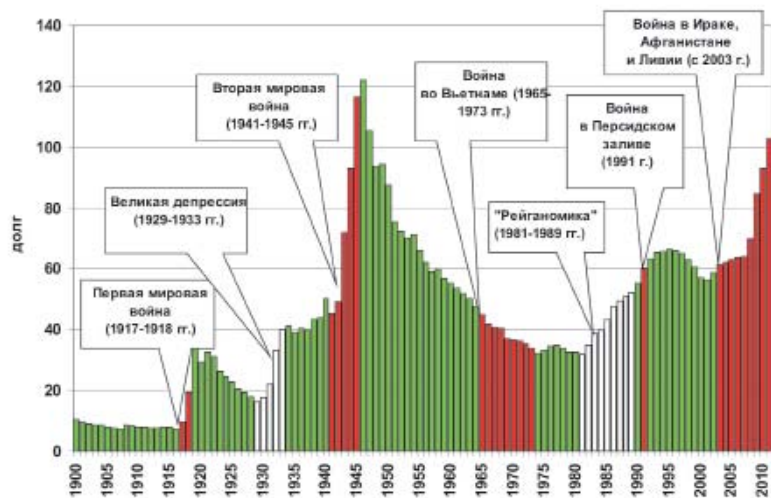


Рис. 7. Динамика соотношения государственного долга и ВВП США в 1900-2011 годах и ключевые события американской истории*.

В истории американского федерального долга XX-XXI веков наиболее проблемными были периоды 1917-19 гг., 1929-33 гг., 1941-46 гг., а также период с 2007 года по настоящее время. Кроме того, на диаграмме представлены такие значимые периоды истории США, как война во Вьетнаме, период «рейганомики», война в Персидском заливе 1991 года и идущие с 2003 года военные операции в Ираке, Афганистане и Ливии. Если рассмотреть отдельно динамику государственного долга в период военных кампаний, в которых участвовали США, получится следующая картина:

- В период участия в Первой мировой войне в 1917-1919 годах соотношение долга и ВВП увеличилось в 3,6 раза (с 9,6 до 35 %);

* Рассчитано по данным из следующего источника: US Federal Deficits in the 20th Century. http://www.usgovernmentspending.com/federal_state_local_debt_chart.html

- В период участия во Второй мировой войне 1941-1945 годов долг увеличился в 2,6 раза (с 45,4 до 116,7 %);
- В период Вьетнамской войны долг снизился в 1,3 раза (с 44,8 до 33,7 %);
- За 1991 год – год военной операции в Персидском заливе – долг вырос на 8 % (с 55,3 до 60 %);
- В период участия в военных кампаниях последнего времени, самой крупномасштабной и длительной из которых была война в Ираке, с 2003 по 2011 годы долг вырос в 1,7 раза (с 61 до 103 %).

Среднегодовые темпы роста федерального долга в период этих военных кампаний с учетом послевоенных «инерционных» лет составили более 20 %. Среднегодовые же темпы роста долга за весь период 1917-2011 годов были существенно ниже – 13,8 %.

Следует, однако, отметить, что в последнем рассматриваемом периоде с 2003 года по настоящее время наряду с фактором военных операций, которые, по экспертным оценкам, стоили США более 1 трлн. долл., на динамику государственного долга еще более существенное влияние оказывали антикризисные меры, проводимые администрацией Б.Обамы с 2009 года. Эти расходы заметно превышали траты на военные операции. Так, в феврале 2009 года был подписан Закон под названием American Recovery and Reinvestment Act, предусматривающий пакет экономических стимулов в размере 0,8 трлн. долл., который включал увеличение федеральных расходов на здравоохранение, инфраструктуру, образование, разнообразные налоговые льготы и прямую помощь физическим лицам, оказавшимся в условиях кризиса в тяжелых условиях. В декабре 2010 года Обама подписал еще один закон, направленный на стимулирование экономики – Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010 – который предусматривает пакет

стимулов общим объемом 0,86 трл. долл. Помимо мер, предусмотренных в данных законах, в период 2009-2011 годов на оперативной основе оказывалась помощь автопроизводителям, проводились меры по предоставлению ликвидности финансовым институтам по линии ФРС и т.д.

Таким образом, в период резкого роста американского государственного долга в 2009-2011 годах превалирующим фактором были все же не военные операции, а меры поддержки экономики и населения. Именно эти меры, направленные на преодоление последствий кризиса и, в частности, безработицы, достигшей в конце 2009 года 10 %, и стали основным фактором роста государственного долга. Резкое увеличение государственных расходов на социальные программы и поддержку экономики, становились причиной интенсивного роста федерального долга и в прошлом – в период Великой депрессии и преодоления ее последствий, и в 80-е годы – при президенте Р.Рейгане, также проводившем масштабные программы стимулирования спроса.

В период Великой депрессии, с 1929 по 1934 годы соотношение долга и ВВП выросло в 2,5 раза, причем основной всплеск пришелся на первые два года президентства Ф.Рузвельта и начало реализации его Нового курса – 1932 и 1933. Другим периодом экономически обоснованного наращивания государственного долга стали 80-е годы, в течение которых реализовалась политика «рейганомии». С 1981 по 1989 годы соотношение долга и ВВП увеличилось в 1,6 раза, что так же, как и в период Великой депрессии, было обусловлено программами поддержки экономики и занятости. В период реализации данной программы основной упор делался на снижение налогового бремени, что, в соответствии с теорией «экономики предложения», должно было высвободить дополнительные ресурсы для увеличения расходов, которые, в свою очередь, стимулировали бы рост производства. Администра-

ция Рейгана проводила данные меры в ответ на угнетенное состояние американской экономики – рецессию 1982 года, сопровождавшуюся ростом инфляции («стагфляцию»), рост безработицы, которая в отдельные кварталы 1982 года доходила почти до 11% – рекордный уровень со времен Великой депрессии. Кроме сокращения налогов, в период президентства Рейгана также активно наращивались военные расходы – с 1981 по 1985 годы расходы на оборону выросли на рекордные для мирного времени 40 %. Все эти факторы предопределили быстрый рост государственного долга, который, в то же время, сопровождался и улучшением макроэкономических показателей – ростом ВВП и снижением безработицы.

Таким образом, исходя из экономической ситуации накануне резкого увеличения бюджетных расходов и последующего роста государственного долга, можно сделать вывод, что основными драйверами такого рода экономической политики в истории США становились рецессии и существенное повышение уровня безработицы. Необходимость реагирования на экономические кризисы и обеспечивать повышение уровня занятости, как правило, и являлась основным фактором увеличения бюджетных расходов с последующим ростом государственного долга. При этом после наращивания объема стимулирующих пакетов, как правило, цели оживления экономики и снижения безработицы достигались, однако это улучшение происходило за счет наращивания долга. В таблице 1 приведены данные по обозначенным выше проблемным периодам в истории американской экономики последнего столетия, иллюстрирующие то, каким образом оживление экономики отражалось на параметрах федерального долга.

Как видно из приведенных в таблице данных, политика государственного стимулирования экономики в сложные периоды приносила результаты в виде повышения темпов роста

ВВП и обеспечения занятости, но при этом также происходило и сильное увеличение объемов государственного долга.

Табл. 1. Экономические показатели США в периоды крупных рецессий.*

Годы	Рост ВВП, %	Безработица, %	Долг/ВВП, %	Годы	Рост ВВП, %	Безработица, %	Долг/ВВП, %
Кризисные показатели				Посткризисные показатели			
Великая депрессия							
1930	- 8,6	8,7	17,8	1940	8,8	14,6	50,0
1931	- 6,5	18,5	22,0	1941	17,1	7,5	45,4
1932	- 13,1	23,6	33,2	1942	18,5	4,7	48,9
Рейганомика							
1980	- 0,3	7,2	32,6	1987	3,2	5,7	49,5
1981	2,5	8,5	31,8	1988	4,1	5,3	51,0
1982	- 1,9	10,8	35,0	1989	3,6	5,4	52,3
Президентство Обамы							
2007	1,9	5,0	64,0	2011	1,7	8,5	102,6
2008	- 0,4	7,3	70,0				
2009	- 3,5	9,9	84,7				

Помимо таких ключевых причин увеличения государственного долга, как необходимость борьбы с экономическими кризисами, ряд исследователей выявляли взаимосвязь объемов долга с другими макроэкономическими показателями. В частности, выявлена обратно пропорциональная зависимость между динамикой государственного долга и ценами на нефть в странах – экспортерах нефти. Влияние экспорта в целом на динамику государственного долга имело место не только для нефтедобывающих стран. Однако для крупных развитых экономик, как показывает опыт последних трех десятилетий, корреляции между государственным долгом и балансом текущего счета (в котором учитывается торговый баланс), не прослеживается.

* Основано на данных из следующих источников: U.S. Department of Labor: Bureau of Labor Statistics; UN Statistics Division: GDP, Annual Average Rate of Growth – Percentage; US Census Bureau: Gross Domestic Product Percent change from preceding period 1930-2011 и др.

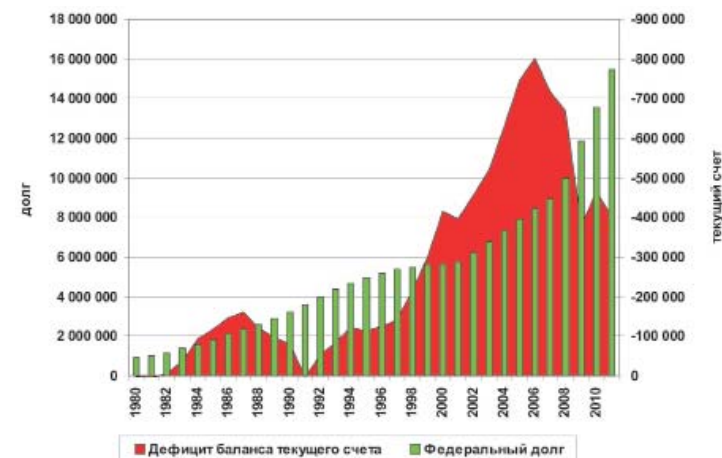


Рис. 8. Сравнительная динамика показателей баланса текущего счета и государственного долга США в 1980-2010 гг.*

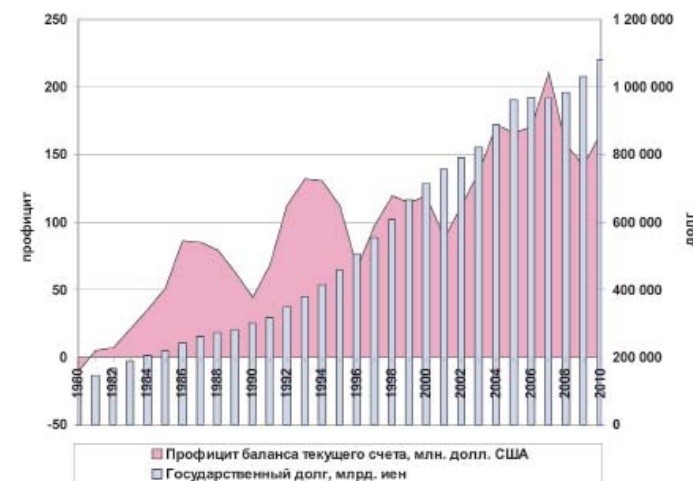


Рис. 9. Сравнительная динамика показателей баланса текущего счета и государственного долга Японии в 1980-2010 гг.**

* Рассчитано по данным: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2010.

** Рассчитано по данным: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2010.

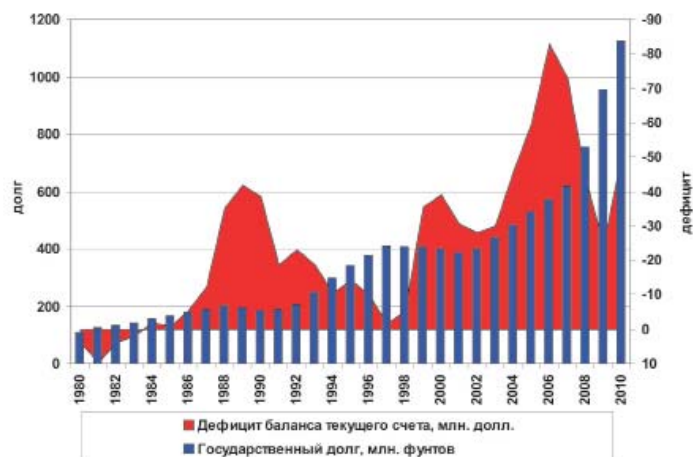


Рис. 10. Сравнительная динамика показателей баланса текущего счета и государственного долга Великобритании в 1980-2010 гг.*

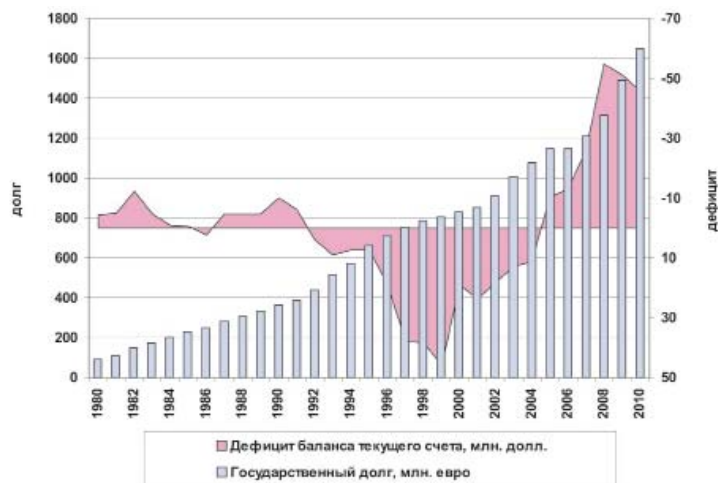


Рис. 11. Сравнительная динамика показателей баланса текущего счета и государственного долга Франции в 1980-2010 гг.**

* Рассчитано по данным: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2010.

** Рассчитано по данным: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2010.

На рисунках 8-11 приведена сравнительная динамика балансов текущего счета и абсолютных объемов государственного долга для США, Японии, Великобритании и Франции в период 1980-2010 годов, демонстрирующая отсутствие каких-либо закономерностей и взаимосвязи между данными параметрами.

Динамика баланса текущего счета (который во всех случаях, кроме Японии, был дефицитным в течение большей части периода) и объемов государственного долга свидетельствует о том, что взаимосвязи между данными показателями не наблюдается. Так, в США долг быстро рос на фоне почти постоянного дефицита текущего счета, а в Японии столь же быстрое наращивание долга происходило при стабильном увеличении профицита текущего счета. Во Франции в течение трех десятилетий наблюдались периоды как дефицитности, так и профицитности текущего счета, но это никак не отражалось на динамике государственного долга, который рос очень равномерными темпами, никак не связанными с основной статьей платежного баланса. Аналогичная картина сложилась и в США – в те немногочисленные промежутки времени, когда текущий счет складывался с профицитом, либо дефицит уменьшался, государственный долг продолжал расти, причем в конце 2000-х годов этот рост резко ускорился при том, что дефицит текущего счета сократился в два раза.

Единственной страной, где можно проследить некоторую слабую взаимосвязь между данными параметрами, является Великобритания. В период профицитного текущего счета в первой половине 80-х годов абсолютные объемы государственного долга почти не росли (а относительные даже снижались – см. рис. 2). Также определенная корреляция данных показателей наблюдалась в период с середины 90-х до середины 2000-х годов – увеличение дефицита текущего счета

сопровождалось ростом долга. Однако в конце 2000-х годов и в Великобритании проявилось характерное для США расхождение в динамике этих показателей – при сильном сокращении дефицита текущего счета резко вырос объем долга. Этот факт, на наш взгляд, свидетельствует о том, что приоритетными причинами наращивания долга являются в первую очередь кризисные явления (в частности, кризис 2007-2009 гг.), а не влияние внешнеэкономической деятельности на государственные финансы.

Помимо внутренних причин, вынуждающих национальные правительства идти на увеличение дефицита бюджета и наращивание государственного долга, в ряду факторов, обусловивших резкое обострение долговой проблемы в последние десятилетия, можно назвать также и внешние условия и предпосылки. Как указывалось выше, быстрое наращивание долгов развитыми странами началось в 80-е годы, а в 90-е годы к этому процессу присоединились постсоциалистические государства, закончившие экономические реформы и вышедшие на мировые рынки капиталов. На наш взгляд, основными предпосылками, сложившимися на глобальных финансовых рынках, и создавшими условия для быстрого наращивания долга этими странами стали активное развитие инструментов денежного рынка, заместившими традиционные формы займов – кредиты; формирование и быстрый рост крупных источников фондирования – институциональных инвесторов, ресурсы которых стали альтернативой банковским и межгосударственным кредитам; высокие суверенные кредитные рейтинги (данный фактор в большей мере характерен не для развитых, а для транзитных экономик).

В частности, для многих транзитных и развивающихся экономик в 90-е годы была характерна ситуация, когда на волне проводимых реформ, благосклонно воспринимаемых международным сообществом, происходило повыше-

ние суверенных кредитных рейтингов. В ряде случаев благоприятные рейтинговые условия для получения дешевых займов приводили к быстрому росту государственного долга (табл. 2).

Табл. 2. Сравнительная динамика суверенных кредитных рейтингов Fitch и объемов государственного долга в некоторых странах ЕС*.

	Чехия		Греция		Латвия		Румыния	
	Долг/ВВП	Рейтинг	Долг/ВВП	Рейтинг	Долг/ВВП	Рейтинг	Долг/ВВП	Рейтинг
1998	14,5	BBB+	94,5	BBB	9,6	BBB	16,8	B
1999	15,8	BBB+	94	BBB+	12,5	BBB	21,7	B-
2000	17,8	BBB+	103,4	A-	12,4	BBB	22,5	B-
2001	23,9	BBB+	103,7	A	14,1	BBB	25,7	B
2002	27,1	BBB+	101,7	A	13,6	BBB	24,9	B+
2003	28,6	A-	97,4	A+	14,7	BBB+	21,5	BB-
2004	28,9	A-	98,6	A+	15	A-	18,7	BB
2005	28,4	A	100	A	12,5	A-	15,8	BBB-
2006	28,3	A	106,1	A	10,7	A-	12,4	BBB
2007	27,9	A	107,4	A	9	A-	12,8	BBB
2008	28,7	A+	113	A	19,8	BBB+	13,4	BB+
2009	34,4	A+	129,3	A	36,7		23,6	BB+

Приведенные в таблице 2 страны по мере улучшения своих рейтингов наращивали заимствования, пользуясь снижающейся стоимостью их обслуживания – благоприятные внешние условия провоцировали новые займы, которые становились наиболее простым решением макроэкономических проблем, а рефинансирование старых займов за счет новых создавало иллюзию легкости использования данного инструмента и в будущем. В результате благоприятный внешний фон становился катализатором многократного увеличения

* Источники: Fitch - Complete Sovereign Rating History. 06.01.2012; General government gross debt. Percentage of GDP. Eurostat, 09 Jan 2012 10:51:02 MET. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb090>

долгов в течение всего лишь десятка лет и эффективные ранее государственные финансовые системы быстро деградировали, обремененные крупными долгами.

Внешние предпосылки, провоцирующие рост долгов, проявлялись в последние годы не только в повышении кредитных рейтингов и были актуальны не только для небольших развивающихся стран. На наш взгляд, значительно большую роль в глобальной проблеме роста долгов развитых стран сыграл такой фактор, как быстрое увеличение государственных резервов крупнейших развивающихся стран – экспортеров. Глобализация экономики и торговли в 1990-2000-х годах резко оживили экспортные потоки из развивающихся стран. В результате у этих стран сформировались огромные валютные резервы, по объему которых они в 2000-е годы превзошли развитые страны (рис. 12).

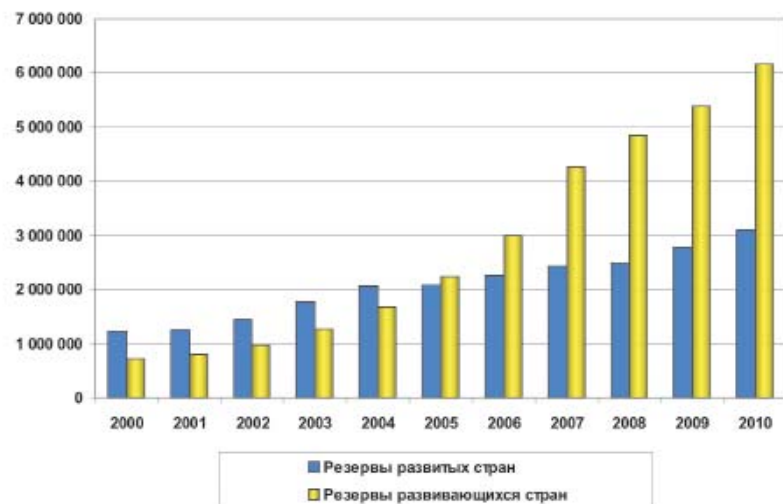


Рис. 12. Динамика размера международных резервов развитых и развивающихся стран в 2000-е годы, млн. долл. США*.

* Рассчитано автором по данным МВФ - Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

Десятикратно возросшим в течение 2000-х годов резервам требовалось приложение, причем в виде консервативных и надежных активов, в качестве которых на протяжении многих лет традиционно выступали долговые обязательства развитых стран. Соответственно, в эти же активы и направлялись в постоянно возрастающих объемах резервы развивающихся стран – центральных банков и суверенных фондов. Именно в период финансовой глобализации – с середины 90-х годов среди держателей долговых обязательств США начала быстро расти доля иностранных инвесторов (рис. 13), которая с 20 % в начале 1995 года выросла до почти 50 % к середине 2008 года.

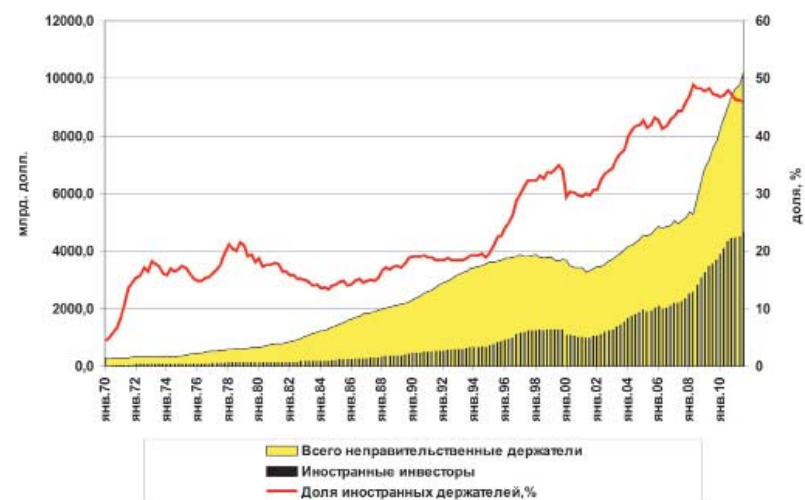


Рис. 13. Рост доли иностранных инвесторов на рынке государственных долговых обязательств США*.

Очевидно, что растущий спрос на долговые бумаги со стороны иностранных инвесторов также стал одним из фак-

* Рассчитано по данным Федерального банка Сент-Луиса - Federal Debt Held by Foreign & International Investors (FDHFIN), Billions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted. Federal Reserve Economic Data. <http://research.stlouisfed.org/fred2>

торов роста их эмиссии и, соответственно, задолженности развитых стран, которые за счет притока дешевых заемных средств могли решать многие острые экономические и социальные проблемы. Можно сказать, что именно иностранные инвесторы поглотили львиную долю эмиссий американских рыночных долговых обязательств: в период с 1.01.1995 года по 1.07.2011 года объем таких бумаг, принадлежащих иностранным инвесторам вырос почти на 4 трлн. долл. (с 0,7 до 4,66 трлн.), а общая величина американского «публичного» долга, принадлежащего неправительственным инвесторам, увеличилась на 6,5 трлн. То есть, 62 % увеличения государственного долга США в последние полтора десятилетия потребовали иностранные инвесторы, в первую очередь – развивающиеся страны – экспортеры.

Раздел 3. Современное состояние государственного долга развитых стран: анализ основных качественных показателей

Как отмечалось выше, в последние годы проблематика государственного долга развитых стран стала особо актуальной в связи с резким ростом его относительных параметров, в частности, соотношения объемов валового долга и ВВП, которое во многих странах перешло за уровень в 100 % или вплотную приблизилось к этому уровню. Данная тенденция является достаточно тревожной, однако для более полной оценки ситуации с долговой нагрузкой на государственные финансы развитых стран целесообразно проанализировать и некоторые другие показатели, привязанные к объему долга.

Начать обзор относительных параметров государственного долга можно с такого распространенного и часто приводимого в экономических дискуссиях показателя, как объем долга в расчете на душу населения (рис. 1).

Данный показатель демонстрирует достаточно низкий разброс значений по различным развитым экономикам – за исключением Японии, где его величина зашкаливает за 130 тысяч долларов, в большинстве стран объем валового государственного долга на душу населения колеблется в пределах 30 – 45 тысяч долларов. При этом величина данного показателя находится практически на одном уровне у таких разных с точки зрения стабильности государственных финансов стран, как Греция и Норвегия, Бельгия и Канада, Швейцария и Италия. В этом отношении ситуация гораздо ровней, чем при сопоставлении данных стран по соотношению долга и ВВП – если у Греции, Бельгии и Италии оно значительно выше среднего уровня (144, 96 и 118 % соответственно по данным за 2010 г.), то у Норвегии и Швейцарии напротив, су-

щественно ниже – 44 и 55 % соответственно. Однако по объему долга на душу населения большинство развитых стран имеет примерно одинаковые показатели.

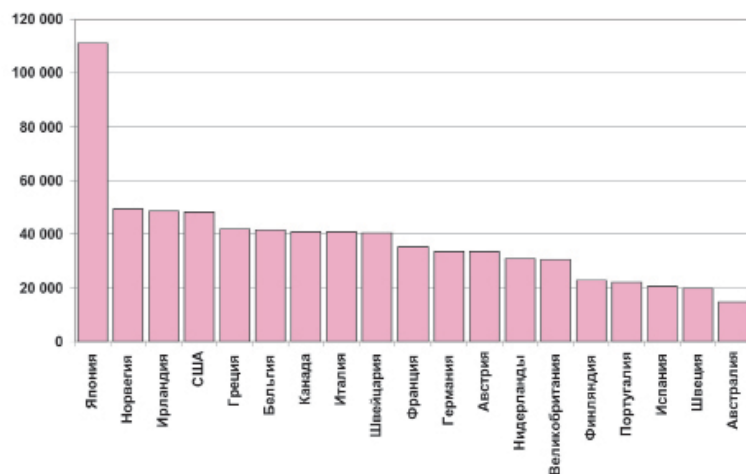


Рис. 1. Государственный долг крупных развитых стран на душу населения в 2011 году, долл. США*

Но отмеченная схожесть показателя долга в расчете на душу населения существенно меняется при рассмотрении не валового, а чистого долга. Под чистым государственным долгом, в соответствии с определением МВФ, понимается валовой долг за минусом таких финансовых активов государства, как монетарное золото, SDR (специальные права заимствования), валюта и депозиты, долговые ценные бумаги, ссуды, страховки и другие счета. Чистый долг, то есть, уменьшенный на сумму обязательств перед государством, в некоторых странах является отрицательным, а по другим странам эта величина существенно варьирует и разброс значений много-

* Рассчитано по данным: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011; FIBO Group.

кратен, в отличие от показателя объема валового долга на душу населения. Ранжирование крупных развитых стран по показателю чистого государственного долга на душу населения за последние три года приведено в таблице 1.

Табл. 1. Чистый государственный долг на душу населения, долл. США*

	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Япония	43972	54223	62254
Ирландия	21943	36487	43746
Швейцария	34632	40135	39094
Греция	38539	39373	38961
Бельгия	36064	35110	35111
США	27496	32025	34959
Италия	35400	34172	33972
Франция	31266	31470	32854
Великобритания	22128	24695	27618
Австрия	23371	23790	24225
Германия	23575	23409	23258
Португалия	17999	19295	21099
Испания	13876	15084	17039
Канада	12256	15371	17005
Нидерланды	11439	13126	14382
Австралия	-286	2711	5021
Швеция	-9230	-11358	-11528
Финляндия	-29137	-28979	-27326
Норвегия	-126568	-137196	-143783

Лидерами по показателю чистого государственного долга на душу населения являются те же страны: Япония, у которой этот показатель за последние три года увеличился в 1,5 раза; Ирландия, у которой рост был почти двукратным, что вывело эту страну на второе место с одиннадцатого, кото-

* Рассчитано по данным: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011; FIBO Group.

рое она занимала в 2009 году; традиционно проблемные в долговом отношении Греция, Бельгия, США, Италия. Относительно неожиданным можно считать высокое третье место (а по итогам 2010 года – даже второе) в данном рейтинге Швейцарии – страны с устойчивой финансовой системой и относительно далекой позицией по показателю валового государственного долга на душу населения, а также по соотношению долга и ВВП.

Странами же с наиболее здоровыми государственными финансами из числа рассмотренных в таблице являются североευропейские (скандинавские и Голландия) государства, а также Австралия и Канада. У трех скандинавских стран чистый государственный долг отрицателен, то есть, данные государства являются не должниками, а нетто-кредиторами. Лидером в этом отношении выступает Норвегия с показателем –144 тыс. долл. на душу населения, что, на наш взгляд, объясняется прежде всего наличием Государственного пенсионного фонда (включающего в себя и активы бывшего нефтяного фонда), который осуществляет крупномасштабные зарубежные инвестиции. Соответственно, у государства имеются значительные активы, многократно перекрывающие обязательства, что и отражается в показателях чистого государственного долга, в том числе на душу населения.

Также можно отметить тот факт, что в число крупных развитых экономик с относительно небольшим объемом чистого государственного долга на душу населения входит Испания, которую в последнее время принято отождествлять с проблемными европейскими странами PIGS (S в данной аббревиатуре означает Испанию). Однако проблемы этой страны в большей мере относятся к другим сферам экономики, тогда как в части государственного долга положение Испании лучше многих благополучных стран, таких, как Германия или Франция – по показателям валового и чистого долга

на душу населения страна располагается существенно ниже своих европейских соседей, так же, как и по соотношению государственного долга и ВВП, которое в 2010 году составляло лишь 60 %.

Размеры государственного долга на душу населения, несмотря на их удобство для сравнительного обзора различных стран, все же не вполне показательны для оценки стабильности национальных систем государственных финансов. В этом плане значительно больший интерес представляют показатели, соотносящие объемы государственного долга с активами, которыми этот долг обеспечен, так как именно уровень обеспеченности должника является приоритетным критерием оценки качества его долговых обязательств. Исходя из этого, рассмотрим подробнее ключевой, на наш взгляд, индикатор в плане анализа задолженности – соотношение государственного долга и международных резервов крупных развитых стран.

В таблице 2 представлены значения данного соотношения, а также объемы резервов и валового государственного долга для стран, долговые обязательства которых выступают в качестве международных резервных активов – США, Великобритании, ведущих европейских государств и Японии.

Приведенные в таблице 2 данные вызывают значительно большую озабоченность по сравнению с другими качественными параметрами государственного долга развитых стран, такими, как соотношение долга и ВВП или объем долга на душу населения. Особенно тревожно то, что безусловным лидером необеспеченности своих долговых обязательств выступает эмитент основной резервной валюты мира – США. Объем валового американского долга превосходит размер официальных резервов страны более чем в 100 раз, то есть, долги США обеспечены резервами менее чем на 1 %! На фоне такого показателя соотношение долгов и резервов са-

мых проблемных стран еврозоны, таких как Италия (15,5 раз) или Испания (27 раз), представляется достаточно стабильным. В целом же по еврозоне, долговые проблемы которой в течение последних трех лет были основным поводом для спекуляций относительно нового финансового кризиса, данное соотношение составляет весьма умеренные 13,3 раза, что лучше не только катастрофического уровня США, но и значительно превышает показатель Великобритании (почти 20 раз).

Табл. 2. Соотношение валового государственного долга и официальных резервов развитых стран на конец 2010 г.*

	Официальные резервы, млн. долл.	Валовой государственный долг, млн. долл.	Соотношение долга и официальных резервов, разы
США	132737	13528807	101,9
Испания	31942	860015	26,9
Великобритания	106567	2111114	19,8
Италия	158926	2469387	15,5
Еврозона	789963	10477090	13,3
Франция	166319	2132166	12,8
Германия	216598	2762805	12,8
Япония	1096185	12982636	11,8
Нидерланды	46241	495658	10,7
Австралия	42268	281667	6,7

Наилучший же показатель обеспеченности долга резервами демонстрирует Япония (11,8 раза), что вполне объяснимо, так как, несмотря на огромный размер валового долга, у этой страны нетипично большие по меркам других развитых государств резервы. Также в таблице 2 в качестве иллюстрации приведены данные по Австралии – крупной развитой эконо-

* Рассчитано по данным Principal Global Indicators - <http://www.principalglobalindicators.org/default.aspx>, Международного валютного фонда, Eurostat.

мике, не являющейся, в то же время, эмитентом резервной валюты. У Австралии соотношение долга и резервов самое низкое среди всех рассмотренных стран, что объясняется не только сбалансированной финансовой политикой, но и упомянутым фактом того, что австралийские доллары пока не играют заметной роли на рынке резервных валют.

В целях большей точности оценок уровня обеспеченности долга резервами следует рассмотреть соответствующие показатели не только на базе валового долга, но и на базе чистого долга. Соотношение объемов чистого государственного долга и резервов для ведущих развитых экономик мира приведено на рисунке 2 и демонстрирует примерно такую же ситуацию, как и при расчетах на базе валового долга.

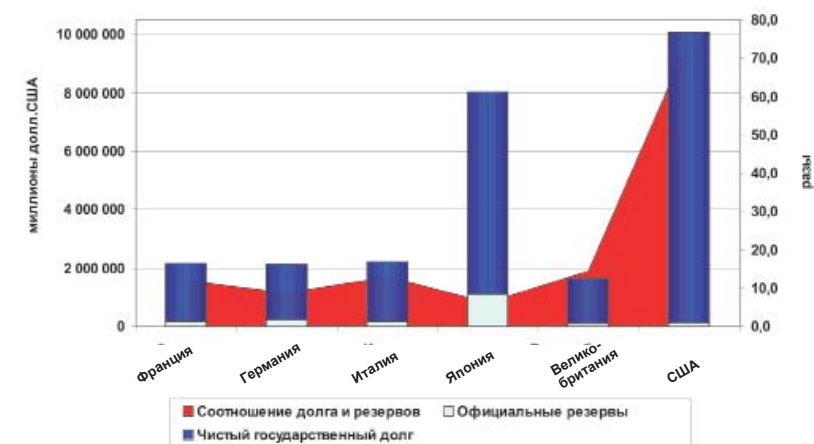


Рис. 2. Соотношение чистого государственного долга и резервов в крупнейших развитых странах на конец 2010 г.*

Показатель США и при учете чистого долга остается неадекватно высоким – долги превышают резервы в 75 раз. Сле-

* Рассчитано по данным Principal Global Indicators - <http://www.principalglobalindicators.org/default.aspx>, Международного валютного фонда, Eurostat.

дующий по убыванию показатель у Великобритании – 14,4 раза. Три ведущие экономики еврозоны – Франция, Германия и Италия, отличаются несущественно: худший показатель ожидаемо у Италии – 13 раз, лучший – у евролидера Германии – 9 раз, промежуточное положение занимает Франция – 12 раз. Таким образом, в отношении обеспеченности долга резервами традиционно считающаяся проблемной Италия (еще одна страна PIIGS) имеет практически такой же уровень, что и благополучная Франция, что еще раз подчеркивает необоснованность многих ярлыков и расхожих штампов, используемых при описании кризисных явлений в еврозоне.

Лучшей же страной по уровню обеспеченности чистого долга официальными резервами осталась Япония, у которой рассматриваемое соотношение составило лишь 6,3 раза. Этот показатель более чем десятикратно превышает американский аналог при том, что по соотношению валового долга и ВВП Япония более чем двукратно проигрывает США. Однако даже несомненный лидер «развитого мира» Япония выглядит по обеспеченности своего долга резервами гораздо хуже крупнейших развивающихся экономик. Данные по этим странам, включая Казахстан, приведены в таблице 3 для иллюстрации накопившихся к настоящему времени дисбалансов в мировой финансовой архитектуре. Даже с учетом валового, а не чистого, государственного долга, крупные развивающиеся экономики имеют многократно лучшие показатели, чем у «столпов мировой финансовой системы», что иллюстрирует неадекватность как самой этой системы, так и ее базиса в лице ведущих развитых стран и их государственных финансов.

Даже не у самых благополучных развивающихся стран, совсем недавно сталкивавшихся с крупномасштабными финансовыми кризисами, таких, как Аргентина, Бразилия, Ин-

донезия, обеспеченность валового государственного долга резервами в разы, а то и в десятки раз лучше, чем у США. А лидеры по наращиванию резервов, в число которых входит и Казахстан, опережают США в данном отношении в сотни раз.

Табл. 3. Соотношение валового государственного долга и официальных резервов крупных развивающихся стран на конец 2010 г.*

	Официальные резервы, млн. долл.	Валовой государственный долг, млн. долл.	Соотношение долга и резервов
Аргентина	52190	175210	3,36
Бразилия	288575	1479731	5,13
КНР	2875894	2039946	0,71
Индия	297334	1130250	3,80
Индонезия	110123	224756	2,04
Мексика	120587	453798	3,76
Россия	479379	172512	0,36
Казахстан	28275	15811	0,56

Справедливости ради необходимо отметить, что в последние годы резервы увеличивали не только развивающиеся, но и развитые страны, в том числе страны – эмитенты мировых резервных валют (рис. 3). Однако за редким исключением (Швейцария) темпы роста резервов отставали от темпов роста государственного долга, в результате чего обеспеченность долговых обязательств международными активами постоянно снижалась.

Несмотря на зачастую чисто символический уровень обеспечения долговых обязательств развитых стран реальными

* Рассчитано по данным Principal Global Indicators - <http://www.principalglobalindicators.org/default.aspx>, Международного валютного фонда, Eurostat.

активами, эти обязательства продолжают оставаться основным инструментом накопления для всего мира, что обуславливается фактической безальтернативностью данных активов. Однако вопрос о надежности действующей системы мировых валют и деноминированных в ней долговых обязательств становится все более актуальным по мере роста объемов государственного долга стран – эмитентов резервных валют и соответствующего снижения уровня их обеспеченности реальными активами. Этот растущий разрыв позволяет предполагать возможность негативного развития сценария в перспективе до 10 лет, который может быть связан с невозможностью дальнейшего обслуживания своих долгов развитыми странами.

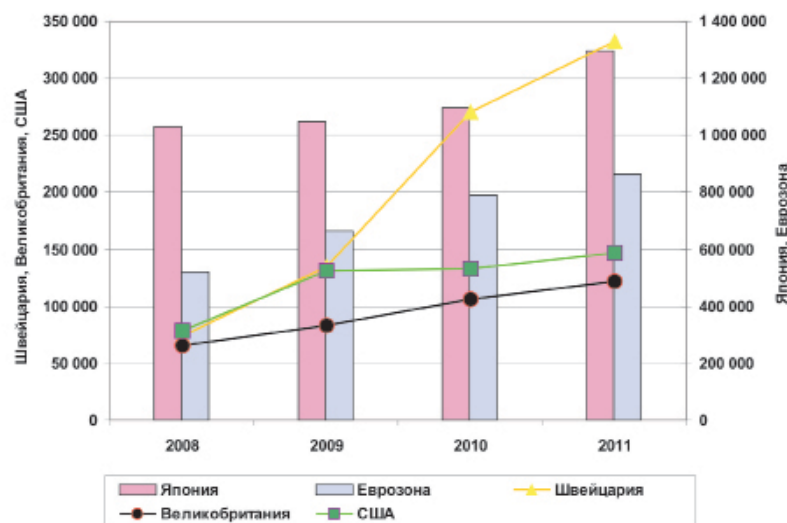


Рис. 3. Объемы официальных резервов стран – эмитентов мировых резервных валют в 2008-2011 гг.*

* Рассчитано по данным Международного валютного фонда - Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). IMF Statistics Department COFER database and International Financial Statistics.

В настоящее время вероятность отказа от обслуживания долгов странами с максимальными кредитными рейтингами кажется крайне низкой, но объективные предпосылки в виде растущих долгов и снижающегося их обеспечения делают такой сценарий не только вероятным, но вполне возможным. Прецеденты отказа этих стран от своих обязательств в не столь отдаленной истории уже были – можно в этой связи вспомнить историю отказа США от золотого обеспечения своей валюты в 70-е годы.

В рамках принятой в 1944 году Бреттон-Вудской системы были утверждены паритеты валют к золоту, в том числе была зафиксирована цена золота в долларах США – 35 долларов за унцию. Поскольку изначально существовали опасения относительно способности США поддерживать этот паритет, возможности для обмена долларов на золото были всячески ограничены: он мог осуществляться только на официальном уровне и только в одном месте — в Казначействе США. Однако давление на американский золотой запас, выросший за годы войны почти в два раза, шло постоянно, так как золото выкупалось за доллары и с 1949 по 1970 год объем золотого запаса США сократился с 21 800 до 9 838,2 тонны. Решающий удар по золотому обеспечению доллара, нанес, как известно, французский президент Шарль де Голль. В 1965-м году, на встрече с президентом США Линдоном Джонсоном, он сообщил, что намерен обменять 1,5 миллиарда бумажных долларов на золото по официальному курсу: 35 долларов за унцию. Несмотря на давление со стороны США, которое в конечном счете привело к резкому охлаждению отношений двух стран и выходу Франции из НАТО, США были вынуждены произвести обмен предъявленных де Голлем долларов на сумму 750 млрд. на золото по официальному курсу. Однако после этого прецедента последовали аналогичные запросы от других стран, в частности, от Германии, а с 1965 по

1967 год США были вынуждены обменять на доллары 3000 тонн золота. В результате 15 августа 1971 года президент США Никсон выступил по национальному телевидению и объявил об отмене золотого обеспечения доллара, что привело к завершению истории Бреттон-Вудской системы.

В связи с приведенным примером отказа США от своих обязательств, уместно рассмотреть еще один показатель обеспеченности государственного долга развитых стран – их резервы в золоте и соотношения золотых резервов и долгов. В таблице 4 приведены данные о первой двадцатке стран мира по объему резервов золота.

Табл. 4. Золото в резервах стран мира, на февраль 2012 года*.

	Золото, тонн	Доля золота в золотовалютных резервах (%)
США	8 133,50	74,5 %
Германия	3 396,30	71,4 %
Италия	2 451,80	71,0 %
Франция	2 435,40	71,1 %
КНР	1 054,10	1,6 %
Швейцария	1 040,10	16,3 %
Иран	907	15,90%
Россия	883,3	9,1 %
Япония	765,2	1,9 %
Нидерланды	612,5	59,8 %
Индия	557,7	9,2 %
ЕЦБ	502,1	31,5 %
Тайвань	423,6	5,0 %
Португалия	382,5	90,5 %
Венесуэла	372,9	72,4 %
Саудовская Аравия	322,9	2,9 %

* Рассчитано по данным: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011; FIBO Group.

Продолжение таблицы

Великобритания	310,3	16,2 %
Ливан	286,8	29,7 %
Испания	281,6	29,7 %

Крупнейшим держателем золота остаются США, хотя нынешний объем резервов почти втрое ниже послевоенного максимума. В то же время совокупные резервы европейских стран и Европейского центрального банка превышают запасы США, составляя более 10 тысяч тонн. Если же рассматривать соотношение государственного долга и золотых резервов страны, то и в данном случае традиционно худшие позиции имеют США, а лучшие – Швейцария (рис. 4). В США на одну тонну золотых запасов государства приходится более 18,5 млрд. долл. валового государственного долга, немногим лучше ситуация в Великобритании – как и по другим относительным параметрам долга она занимает второе после США место с показателем 6,2 млрд. долл. Лучшие позиции среди стран – эмитентов резервных валют имеет Швейцария с показателем 304 млн. долл. долга на тонну золотых резервов. Однако даже этот показатель очень далек от рыночной стоимости золота, которая в начале 2012 года составляла около 55 млн. долл. США за тонну.

Рассматривая данные, приведенные в таблице 4, можно обратить внимание еще на один важный аспект, а именно, тот факт, что у большинства развитых стран львиную долю их резервов составляет именно золото, а не долговые обязательства «коллег» по клубу развитых стран. Так, от 60 до 90 % резервов вложено в золото у таких стран, как США, Германия, Италия, Франция, Нидерланды, Португалия. Исключением в данном случае являются Великобритания, Швейцария и Япония, у которой доля золота минимальна и составляет лишь 2 %. Также невелики золотые запасы и

у развивающихся стран, в том числе крупнейших экономик КНР (1,6 %), России (9,1 %), Индии (9,2 %). То есть, эти экономики в качестве резервных активов используют долговые обязательства развитых стран – бумажные, а не реальные ценности, которыми сами страны, выпускающие их, пренебрегают в пользу золота.

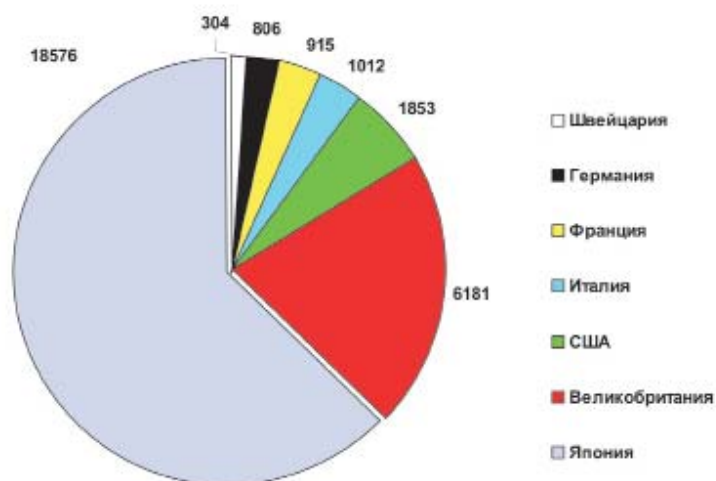


Рис. 4. Соотношение валового государственного долга и золотых резервов на начало 2012 г., млн.долл./тонна*

Вопрос о резервах является одним из наиболее острых в контексте рассматриваемой проблемы задолженности развитых стран, так как именно эта задолженность в настоящее время выступает в качестве основного средства аллокации международных резервов большинством стран мира. В то же время, сами страны – эмитенты долговых обязательств и резервных валют, в которые вкладываются резервы других стран, имеют очень небольшие собственные резервы. Таким

* Рассчитано по данным World Gold Council и МВФ.

образом, возникает вопрос о надежности данных активов как международного средства накопления, причем накопления государственных резервов фактически всего мира.

В таблице 5 приведены данные, характеризующие объемы собственных резервов государств, чьи долговые обязательства являются основой мировых резервов, и вложенных в эти обязательства средств других стран. В большинстве случаев эти два показателя несопоставимы, то есть, сложившаяся в настоящее время система мировых резервов крайне разбалансирована.

Табл. 5. Сравнительные объемы собственных резервов стран-эмитентов мировых резервных валют и размещенных в этих валютах международных резервов третьих стран*

Объем собственных резервов стран-эмитентов, млн. долл. США				
	2008	2009	2010	2011
Япония	1030647	1049397	1096185	1295840
Еврозона	520778	666087	789963	863171
Швейцария	74017	135001	270661	332047
Великобритания	65494	83264	106567	121926
США	78334	131174	132737	146665
Объем международных резервов, размещенных в валютах стран-эмитентов, млн. долл. США				
	2008	2009	2010	2011
иены	131 901	132 994	191 467	205 997
евро	1 112 317	1 257 458	1 329 763	1 400 796
франки	5 799	5 233	5 188	6 414
фунты	168 793	194 374	202 926	211 159
доллары	2 698 423	2 832 660	3 162 700	3 360 448

По состоянию на 2011 год только японские и швейцарские резервы превышают объемы вложенных другими странами

* Источники: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). IMF Statistics Department COFER database and International Financial Statistics; Principal Global Indicators - <http://www.principalglobalindicators.org/default.aspx>.

средств в активы, деноминированные в иенах и франках. По остальным же резервным валютам ситуацию с обеспеченностью таких вложений национальными резервами можно назвать либо разбалансированной (ЕС и Великобритания), либо, в случае с американскими активами – абсолютно неадекватной. Объем средств, размещенных в долларовых долговых инструментах, в 29 раз превышает объем официальных резервов США. По активам в евро это соотношение составляет 1,7 раза, по активам в британских фунтах – 1,9 раза (рис. 5). Благополучными и надежными в плане обеспеченности резервами страны-эмитента можно назвать только вложения в обязательства Японии и Швейцарии, которые в настоящее время значительно меньше объемов собственных резервов этих государств.

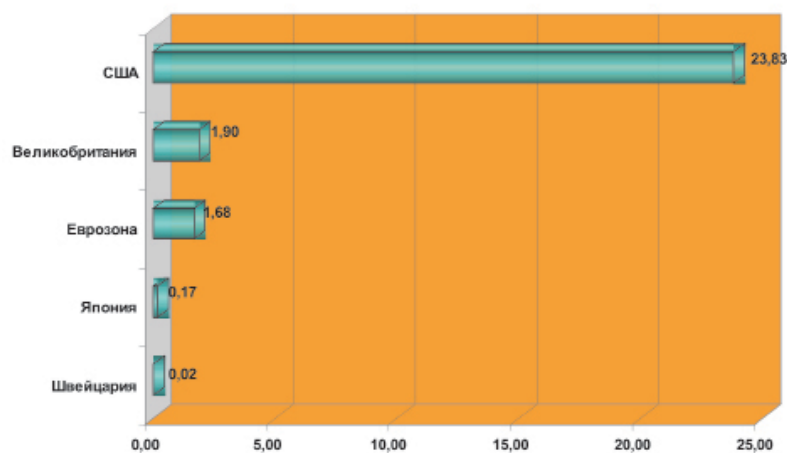


Рис. 5. Соотношение объемов международных резервов, размещенных в обязательствах стран-эмитентов резервных валют и собственных резервов этих стран*.

* Рассчитано по данным Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). IMF Statistics Department COFER database and International Financial Statistics; Principal Global Indicators - <http://www.principalglobalindicators.org/default.aspx>.

Данные, приведенные в таблице 5 и на рисунке 4, не вполне точны в плане оценки надежности государственных долговых обязательств развитых стран. Во-первых, база данных МВФ по международным резервам COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) не полностью охватывает все резервы, так как наряду с размещенными резервами, на основании данных о которых были составлены вышеприведенные материалы, в ней имеются и значительные объемы т.н. «неразмещенных» (unallocated) резервов, которые составляют примерно треть от объема размещенных. Во-вторых, не все активы, размещенные в резервных валютах, представляют государственный долг. Для более точной оценки надежности долговых обязательств развитых стран для иностранных держателей можно провести анализ именно долговой статистики по различным странам.

Данный анализ целесообразен с точки зрения того, насколько оправданны для иностранных инвесторов и, прежде всего, государственных институтов (центральных банков, суверенных фондов и пр.) растущие вложения во все менее обеспеченные долговые инструменты. Выше были рассмотрены такие относительные параметры государственного долга развитых стран, как соотношение долга и ВВП, долг на душу населения, соотношение долга и резервов, в том числе, запасов золота. Все эти соотношения в настоящее время крайне разбалансированы и почти для всех рассмотренных экономик демонстрируют очень низкую обеспеченность реальными активами – будь то официальные резервы, золото или макроэкономические показатели. В то же время, как было показано в предыдущих разделах, иностранные вложения в долговые обязательства развитых стран постоянно растут ввиду безальтернативности этих инструментов на рынке международных резервов. В связи с этим возникает вопрос о том, способны ли страны, эмитирующие такие обязатель-

ства, все более напоминая финансовую пирамиду, рассчитаться по ним, либо в случае предъявления долга к оплате иностранные инвесторы столкнутся с отказом, подобным отказу США от золотого обеспечения доллара в 1971 году.

Для анализа данной проблемы рассмотрим обеспеченность резервами ведущих развитых стран не всего долга, и даже не чистого долга, а только той его части, которая находится во владении иностранных инвесторов (основными из которых являются государственные институты). Соотношение этой части государственного долга и всех официальных резервов соответствующих стран приведено на диаграмме рисунка 6.

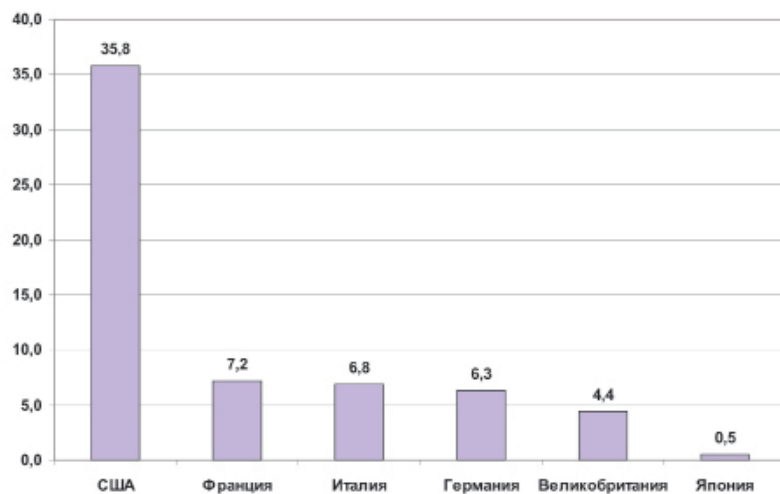


Рис. 6. Соотношение объемов долга у иностранных держателей и официальных резервов на конец 2010 года, разы*.

Как видно из данной диаграммы, единственной из крупных развитых стран, чьи резервы превышают объем государ-

* Рассчитано по данным МВФ, Eurostat и других источников.

ственного долга у иностранных держателей, является Япония. В Японии золотовалютные резервы превышают объем государственного долга у иностранных инвесторов примерно в два раза. По всем остальным странам ситуация крайне неблагоприятна для инвесторов, так как объем долгов многократно превышает объем резервов. Традиционным лидером по слабости обеспечения своих долгов (в данном случае – перед иностранцами) выступают США. При объеме долга у иностранных держателей более, чем в 4,5 триллиона долларов, резервы страны в 2010 году составляли лишь 133 млрд. долларов, то есть, долги только перед зарубежными инвесторами превышают объем официальных резервов США в 35 раз. Ситуация с обеспеченностью обязательств перед иностранными держателями в Европе значительно лучше, чем в США, однако и она не дает оснований для положительной характеристики состояния государственных финансов – во всех крупнейших европейских странах долги перед иностранцами превышают национальные резервы в 5 – 7 раз. На наш взгляд, данная ситуация весьма тревожна и грозит реальной перспективой мирового долгового кризиса в недалеком будущем, который может привести к потерям большей части средств, вложенных в настоящее время в государственные долговые обязательства развитых стран.

Раздел 4. Примеры влияния долговой проблемы на мировые финансовые рынки и глобальную экономику

Рассмотренные выше показатели задолженности развитых стран демонстрируют неблагоприятное положение в сфере государственных финансов большинства государств, активы которых являются в настоящее время основой мировой финансовой системы. Низкая обеспеченность государственного долга как резервами, так и экономическим фундаментом в целом, вызывают обоснованные сомнения в способности данных стран выполнять свои обязательства в средне- и долгосрочной перспективе. В связи с этим представляется целесообразным оценить потенциал негативного влияния возможных проблем с обслуживанием долгов данными странами.

Поскольку проблема чрезмерной задолженности развитых стран является относительно новым явлением, достаточно сложно делать выводы о том, как данная проблема может повлиять на мировую экономику и финансовые рынки ввиду отсутствия прецедентов такого рода в экономической истории последнего времени. Период функционирования развитых финансовых рынков в том виде, в котором они существуют сейчас, имеет относительно короткую историю, начавшуюся фактически в 60-х-70-х годах, а по ряду производных инструментов, играющих сегодня весьма значимую роль, эта история насчитывает буквально одно десятилетие. В этот период проблема государственного долга развитых стран не была актуальной, так как у большинства крупных развитых экономик относительные параметры государственного долга начали выходить в опасную зону только в последние несколько лет. Лишь в отдельных странах (Италия, Греция,

Бельгия) государственный долг имел чрезмерно высокие значения на протяжении долгого периода, но даже в этих государствах эти значения были стабильными и не росли. Кроме того, данные экономики никогда не играли существенной роли в мировой финансовой системе и их влияние на финансовые рынки или глобальные экономические процессы было несущественно.

Таким образом, ретроспективный анализ, который мог бы дать аналоги сложившейся сегодня ситуации с государственным долгом ведущих экономик мира, невозможен. В связи с этим целесообразно рассмотреть примеры влияния на мировую экономику и финансовые рынки из текущего долгового кризиса, а также отдельные эпизоды, случившиеся в более отдаленной истории.

4.1. Отказ США от золотого обеспечения доллара

В качестве одного из таких эпизодов можно рассматривать ситуацию с отказом США от золотого обеспечения доллара в 1971 году, которому предшествовало предъявление долларов к обмену на золото со стороны Франции и других стран в конце 60-х годов. Несмотря на то, что данный эпизод не был связан непосредственно с проблемой государственного долга США (который в 70-е годы оставался на стабильно низких уровнях), он заслуживает рассмотрения в контексте потенциально возможного отказа развитых стран от своих обязательств, в том числе по линии государственной задолженности.

Еще до отказа от золотого обеспечения доллара, о котором объявил президент Р.Никсон в августе 1971 года, на рынке золота начались подвижки. Так, в марте 1968 года был создан параллельный официальному частный рынок золота со свободным ценообразованием в соответствии со спросом

и предложением. При этом по официальным сделкам для центральных банков сохранялся официальный Бреттон-Вудский курс 35 долларов за унцию. После отказа от золотого обеспечения доллара на финансовых рынках и в экономике начали нарастать различные дисбалансы. В первую очередь турбулентность проявилась на рынке золота, которое начало стремительно дорожать – уже к концу 1971 года, менее чем за полгода после заявления Никсона цена золота увеличилась на 8 %, а в феврале 1973 года доллар обесценился до 42,2 долларов за унцию золота. В 1974 году цена золота уже вплотную подошла к отметке в 200 долларов, то есть, за три года после отказа США от золотого обеспечения своей валюты произошла ее фактическая девальвация примерно в 6 раз.



Рис. 1. Динамика цены золота в 70-е годы, долл. за тройскую унцию, среднемесячные цены*

* Рассчитано по данным World Gold Council. http://www.gold.org/investment/statistics/gold_price_chart/.

8 января 1976 года на Ямайской конференции в г. Кингстон было принято новое соглашение о международной валютной системе, которое имело вид поправок к уставу МВФ и предполагало модель свободных взаимных конвертаций, то есть, установление курсов валют на основе рыночных механизмов спроса и предложения. С этого времени твердые обменные курсы ушли в прошлое и началась эра колебаний и турбулентности на мировых финансовых рынках.

Турбулентность как следствие отмены ранее твердых обменных курсов и золотого обеспечения валют, не заставила себя ждать. Стоимость унции золота, и без того рекордно выросшая за несколько лет, еще больше поднялась после формирования новой валютной системы (рис.1).

С 1976 по 1980 годы золото поднялось в цене еще в шесть раз, а учитывая пиковые котировки в 850 долларов, достигнутые в 1980 году, общий рост данного актива с момента отмены золотого обеспечения доллара измерялся 24-кратной величиной. Конечно, у данного явления были и другие предпосылки, помимо отмены «золотого стандарта» – энергетический кризис 1973-74 годов и рост цен на нефть, которая тоже становилась объектом рыночного ценообразования. В этот же период нефтяные цены перестали быть стабильными – в феврале 1971 года страны ОПЕК добились повышения цен, которые ранее устанавливались нефтедобывающими компаниями и были стабильно низкими – около 2 долларов за баррель. 16 октября 1973 года шесть арабских стран – экспортеров объявили о решении впредь устанавливать цены на нефть самостоятельно или в рамках ОПЕК, но без консультации с добывающими компаниями. В результате в 70-е годы цены на нефть выросли многократно, что, так же, как и в случае с золотом, предопределило девальвацию ранее твердых валют. Однако во многом рост товарных цен и девальвация «бумажных» денег в рассматриваемый период изначально

были вызваны в первую очередь монетарной политикой ФРС США, которая отличалась чрезмерно активной эмиссионной деятельностью. Именно необоснованное печатание денег в 60-е годы стало триггером снижения обеспеченности доллара золотом и стремления других стран обменять на золото теряющие вес долларовые резервы, что, в свою очередь, привело к событиям 70-х годов с беспрецедентным ростом цен золота и нефти.



Рис. 2. Динамика индекса Доу-Джонса в 1971-75 гг.*

Если же рассмотреть последствия отмены золотого обеспечения доллара на других сегментах финансового рынка, то они были не столь однозначными. В частности, на американском фондовом рынке наблюдалась смешанная динамика (рис.2). Непосредственно после заявления Никсона в августе 1971 года индекс Доу-Джонса снижался примерно на 15 %

* Источник: DOW JONES HISTORICAL DATA. <http://mrxxo2tpnzsxgzdborqq.mjwgg6z3tobxx-iiitemu.dd34.ru/>.

до конца года. Однако в 1972-73 годах американские акции росли, что во многом было следствием девальвации доллара, которая происходила не только относительно золота, но и относительно других активов, в том числе и акций. С конца 1971 года до начала 1973 года индекс Доу-Джонса вырос на 27 %. В этот же период цена золота увеличилась примерно в 2,5 раза, то есть, рост на рынках был обусловлен прежде всего инфляционными факторами.

С пиковых значений начала 1973 года американский фондовый рынок упал почти в два раза к началу 1975 года, но в данном случае причиной падения послужил энергетический кризис и его последствия для американской экономики, а не собственно отмена золотого обеспечения, хотя нельзя не отметить, что и рост цен на нефть, организованный странами ОПЕК, был реакцией не только на политические факторы (арабо-израильская война), но и на обесценение доллара и рост цены золота. Эта цена, как известно, к 1974 году выросла в шесть раз и дальше мириться с традиционной ценой нефти в два шестикратно обесценившихся доллара страны – экспортеры нефти не могли.

К другим последствиям отказа от золотого обеспечения доллара, помимо его девальвации относительно золота, стало снижение курса американской валюты против других твердых валют. С 1970 года – последнего года функционирования твердых обменных курсов в рамках Бреттон-Вудской системы – в течение десятилетия курс доллара к ряду европейских валют снизился весьма существенно (табл. 1).

Наиболее сильным было падение доллара относительно швейцарского франка (в три раза), а также марки ФРГ и австрийского шиллинга (в 2 раза). Снижение происходило относительно большинства валют развитых стран мира, включая такие не самые сильные валюты, как испанская песета. Снижение курса доллара привело к проблемам и в макроэ-

кономической сфере США. Обесценивание валюты сделало импорт более дорогим, что предопределило формирование отрицательного сальдо торгового баланса в 70-е годы, которое впоследствии привело и хронически отрицательному балансу текущего счета. Если в 60-е годы торговый баланс США был стабильно положительным – экспорт товаров превышал импорт, то именно в 1971 году – году отмены золотого обеспечения и начала масштабной девальвации доллара – впервые импорт товаров превысил экспорт (рис.3).

Табл. 1. Обесценивание доллара США относительно других твердых валют в 70-е годы*.

	Марка ФРГ	Японская иена	Французский франк	Швейцарский франк	Австрийский шиллинг	Норвежская крона	Испанская песета
Курс относительно доллара в 1970 г.	3,66	360	5,55	4,37	26,0	7,14	70
Курс относительно доллара в 1979 г.	1,83	218,3	4,25	1,66	13,3	5,06	67
Процент девальвации доллара	50,0	27,2	23,4	62,0	48,8	29,1	4,3

С этого времени (не считая разового положительного сальдо в 1975 г.) баланс торговли товарами США постоянно был отрицательным, в настоящее время приближаясь к 0,8 трлн. долл. Баланс текущего счета еще около десяти лет оставался положительным за счет баланса услуг и доходов, но с 1982 года и этот важнейший макроэкономический показатель ушел в отрицательную зону, в которой пребывает до настоящего времени, составляя около 0,5 трлн. долл. (на конец 2011 г.).

* Рассчитано по данным из следующего источника: PACIFIC Exchange Rate Service. Foreign Currency Units per 1 U.S. Dollar, 1948-2009. <http://fx.sauder.ubc.ca>.

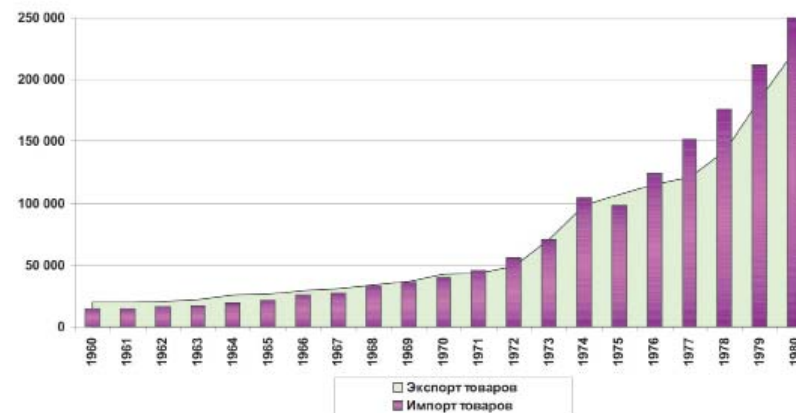


Рис. 3. Динамика объемов экспорта и импорта товаров США в 1960-70-е годы, млн. долл*.

Влияние же девальвации доллара на показатели роста американской экономики было не столь существенным, хотя в 70-е годы произошло снижение средних темпов роста ВВП относительно аналогичных показателей 60-х годов. Так, если в 60-е годы среднегодовые темпы роста ВВП США составляли 4,4 %, то в 70-е годы они измерялись 3,3 %, то есть, снизились на четверть. В первую очередь это снижение было вызвано рецессией середины 70-х годов – отрицательным ростом ВВП в 1974 и 1975 годах (рис.4), которая, в свою очередь, была обусловлена энергетическим кризисом. Однако, как упоминалось выше, рост цен на нефть в период этого кризиса был, по нашему мнению, во многом обусловлен девальвацией доллара после отмены его золотого обеспечения.

Что же касается влияния отмены золотого стандарта на мировую экономику, то она не оказала заметного воздействия на темпы роста мирового ВВП, которые оставались в интервале традиционных на тот период 4 – 6 процентных

* Рассчитано по данным Bureau of Economic Analysis U.S. Department of Commerce: U.S. International Transactions Accounts Data, <http://www.bea.gov/international/>.

пунктов, за исключением периода энергетического кризиса. Отсутствие сильного влияния на реальный сектор и мировую экономическую систему столь существенного события, как радикальное переформатирование мировой валютной системы объясняется, на наш взгляд, тем, что в 70-е годы еще не было существующего сегодня примата финансовых рынков в мировой экономике, сам финансовый сектор не играл столь существенной роли, как сейчас, а также относительной замкнутостью отдельных экономик и отсутствием глобализации в ее современном понимании. В связи с этим реструктуризация мировой валютной системы ограничилась последствиями преимущественно в рамках самой этой системы – изменением обменных курсов валют, а также изменениями цен на товарных рынках, не вызвав потрясений глобального масштаба.

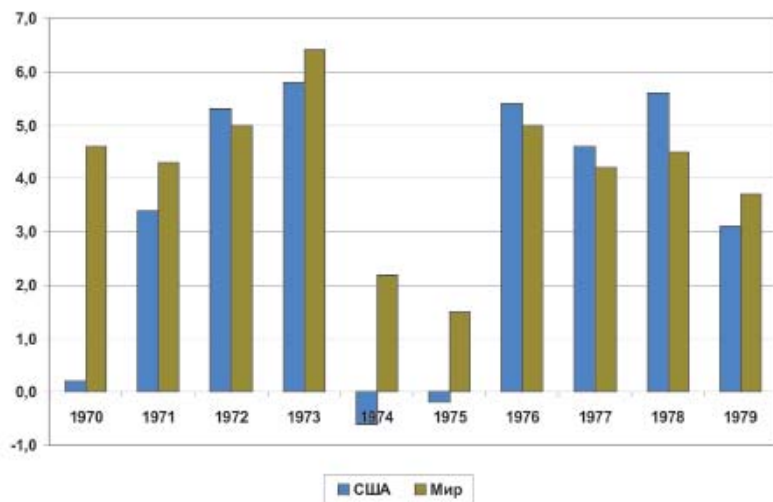


Рис. 4. Темпы роста американской и мировой экономики в 70-е годы*.

* Рассчитано по данным МВФ и Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

В настоящее же время ситуация в мировой экономике радикально отличается – глобализация финансовой сферы делает практически мгновенным распространение шоков из отдельных экономик и секторов рынка в другие сферы и страны, а доминирование финансового сектора над остальной экономикой обуславливает быструю трансформацию отдельных проблем у финансовых институтов в замедление роста реального сектора и общеэкономических показателей. Примером современного влияния частного случая долговой проблемы на мировую экономику и финансовые рынки является ситуация с государственным долгом Греции, которая с 2010 года обуславливает неустойчивость финансовых рынков в мировом масштабе и нестабильность крупнейшей в мире экономики Европейского союза.

4.2. Эскалация долговой проблемы Греции

Происхождение проблемы обострения долговой ситуации в Греции не имеет принципиального значения, но можно вкратце остановиться на причинах данного явления. Ситуация с государственным долгом в Греции никогда не была благополучной – соотношение долга и ВВП на протяжении многих лет колебалось вокруг отметки 100 %. Однако сама по себе данная величина не являлась чем-то чрезвычайным по меркам развитых европейских экономик – многие страны ЕС имели сходные параметры долга, иногда даже превышающие греческие показатели (например, Италия). Обострение долговой проблемы и резкий взлет государственной задолженности произошли на фоне мирового кризиса 2007-2009 годов. В 2008 году в Греции прекратился рост экономики, но при этом из-за потерь, вызванных кризисом (рост безработицы, стагнация деловой активности) и мер поддержки экономики резко вырос дефицит бюджета. В 2007 году дефицит

измерялся 6,5 % ВВП, в 2008 – уже 9,8 %, в 2009 он достиг максимума в 15,8 % ВВП. При этом экономический рост в 2009 и 2010 годах был отрицательным – падение ВВП составило 3,3 и 3,5 % (рис. 5).

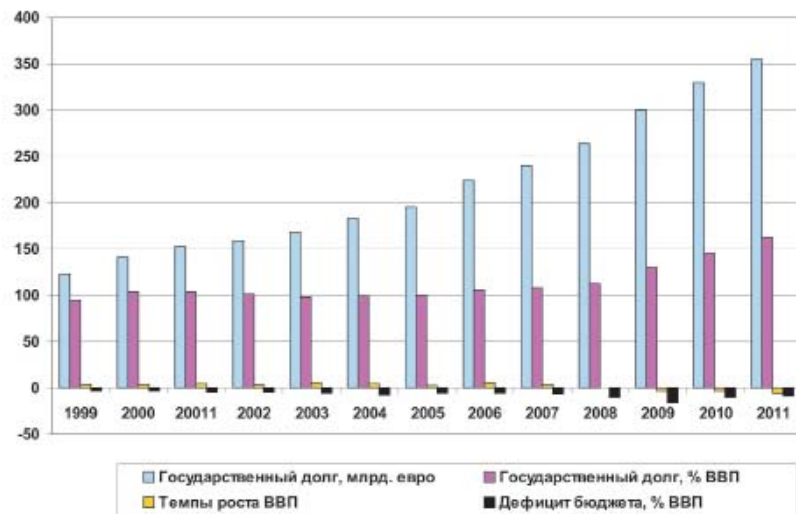


Рис. 5. Государственный долг и ключевые макроэкономические показатели Греции в 1999 – 2011 гг.*

Рост бюджетных расходов сам по себе был мощным фактором роста государственного долга, в этом отношении Греция следовала традиционным рецептам, применявшимся и многими другими странами, пытаясь спасти экономику за счет бюджетных вливаний и роста государственного долга**. Однако у Греции, в отличие от крупных и устойчивых экономик, не было столь же надежной инвестиционной репутации, но зато был очень высокий относительный уровень государственного долга. Поэтому когда на фоне растущих

бюджетных дисбалансов начал быстро увеличиваться и без того большой государственный долг, рейтинговые агентства стали снижать суверенный рейтинг Греции. Эти понижения начались в мае 2009 года и примерно за год рейтинги государственных обязательств Греции снизились до почти «мусорного» уровня. Так, агентство Standard&Poor’s снизило рейтинг Греции до уровня ВВ+ 27 апреля 2010 года, агентство Fitch менее чем за год (с мая 2009 по апрель 2010 года) провело снижение рейтинга с уровня А до ВВВ-.

Эти действия рейтинговых агентств привели к резкому взлету стоимости новых займов греческого правительства. В течение нескольких месяцев 2010 года процентная ставка по греческим облигациям на вторичном рынке выросла почти в три раза, также произошел рост ставок и при первичном размещении бумаг новых выпусков. В 2011 и 2012 годах на фоне дальнейшего понижения рейтингов до преддефолтных и дефолтных уровней произошел взрывной рост ставок, которые на вторичном рынке по двухлетним облигациям доходили до 12 % в 2011 году и превысили 100 % в 2012 году (после объявления о списании долгов). Как следствие, резкий рост стоимости новых займов привел к увеличению общего долга как в абсолютном выражении (около 350 млрд. евро по итогам 2011 года против 224 млрд. в предкризисном 2006 году), так и относительно ВВП – 163 % на конец 2011 года.

Сами по себе долги Греции не являлись существенной проблемой в масштабах ЕС. На первоначальных этапах обострения ситуации с греческим долгом ее разрешение оценивалось величиной порядка 100 млрд. евро, что в масштабах общеевропейской экономики не было существенной суммой. Однако быстрое разрастание проблемы, зачастую переходящее в биржевую панику, было обусловлено опасениями инвесторов и экспертного сообщества относительно возможности возникновения «эффекта домино» – перенесе-

* По данным Eurostat, El.Stat. и др. источников.

** См. раздел 2 настоящего издания.

ния греческих проблем по аналогичному сценарию на другие европейские экономики с высокими показателями долга. Таких экономик в зоне евро насчитывается еще четыре (рис. 6) – Италия (одна из ведущих стран ЕС), Португалия, Ирландия и Бельгия, а также давно причисляемая к проблемным странам PIIGS Испания. В отдельные периоды развития греческого долгового кризиса некоторые аналитики предрекали даже развитие аналогичных проблем в странах-лидерах ЕС – Германии и Франции, долг которых также существенно увеличился в последние годы.

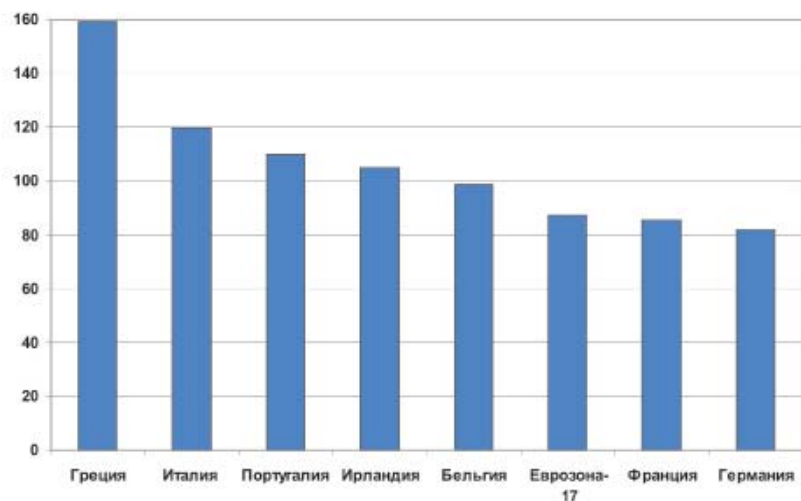


Рис. 6. Соотношение государственного долга и ВВП в странах еврозоны с максимальной задолженностью по итогам 3 квартала 2011 года*

Опасения относительно негативных сценариев развития греческого долгового кризиса, среди которых фигурирова-

* Источник: Euro area government debt down to 87.4% of GDP. Eurostat news release. 20/2012 - 6 February 2012. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-06022012-AP/EN/2-06022012-AP-EN.PDF.

ли «эффект домино» и неспособность обслуживания своих долгов другими странам, распад еврозоны, дефолт Греции и других стран, а также постоянно происходивший в 2010-2011 годах прессинг рынков со стороны рейтинговых агентств, снижавших суверенные рейтинги различных стран ЕС, привели к существенному снижению цен на фондовых рынках. Потери в этой части были достаточно велики. Так, капитализация только греческого фондового рынка (акций в листинге Афинской фондовой биржи) за 2010-2011 годы снизилась примерно на 65 млрд. долл. (рис. 7). Порядка 200 млрд. долл. потеряла капитализация испанского фондового рынка, что же касается других европейских фондовых площадок, в том числе благополучных в макроэкономическом отношении стран, то они, хотя и не просели под влиянием греческого негатива, тем не менее, и не смогли реализовать потенциал роста, существенно отставая в этом отношении от других рынков, в первую очередь американского. То есть, недополученный по причине греческих проблем рост фондовых рынков здоровых европейских стран также был очень велик и измерялся сотнями миллиардов долларов капитализации.

Однако еще более существенное влияние на фондовые рынки мира оказала острая фаза греческого кризиса, начавшаяся в апреле 2011 года с заявления Еврокомиссии о том, что дефицит бюджета страны хуже ожидавшегося (13,6 % ВВП), что породило новые опасения у инвесторов. В июне того же года агентство Standard&Poors понизило суверенный рейтинг Греции до дефолтного уровня CCC, а в феврале 2012 года началась реструктуризация греческого долга, в результате которой инвесторы потеряли три четверти стоимости греческих долговых обязательств. На протяжении этого периода греческого кризиса произошло снижение фондовых рынков по всему миру, включая США, Японию, Китай, ведущие европей-

ские биржи (рис.8). Суммарная потеря капитализации всех мировых фондовых бирж с апреля 2011 года, когда началась острая фаза греческого кризиса, по ноябрь того же года, когда мощный удар по рынкам нанес Премьер-министр Папандреу (заявивший о необходимости референдума по соглашению с ЕС и МВФ, достигнутому днем ранее), составила почти 11 триллионов долларов, сократившись с 59 до 48,3 трлн.

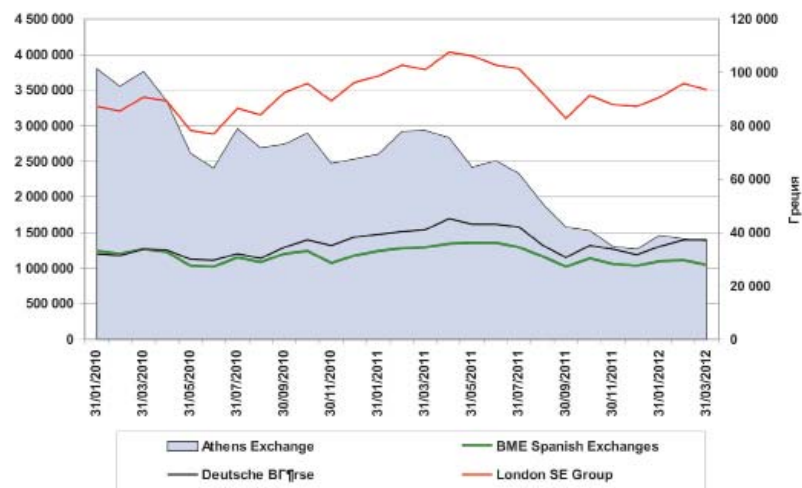


Рис. 7. Капитализация фондовых бирж Греции, Германии, Великобритании и Испании в период развития греческого долгового кризиса*

Таким образом, последствия греческого долгового кризиса для мировых финансовых рынков были весьма существенными и заметно превосходили масштаб и роль греческой экономики в мире. Данный факт обусловлен глобализацией и тесными взаимосвязями экономических процессов, в первую очередь, в финансовой сфере. Эта взаимосвязь предопределяет развитие любого современного

* Рассчитано по данным The World Federation of Exchanges. <http://www.world-exchanges.org/statistics/query-tool>.

кризиса, даже в отдельно взятой стране или сфере, по сценарию «снежного кома», когда из локальной по сути проблемы через взаимное влияние по линии финансовых рынков вырастают проблемы в смежных сферах или странах, которое затем ширятся, охватывая новые зоны, не связанные с первоисточником кризиса, до тех пор, пока не примут глобальный масштаб.

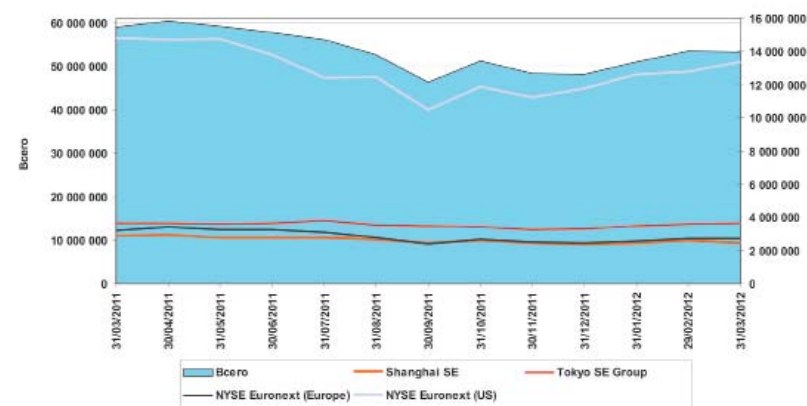


Рис. 8. Капитализация ведущих фондовых бирж мира в период острой фазы греческого долгового кризиса

Помимо влияния на капитализацию фондовых рынков (показатель достаточно условный в плане оценки реальных последствий для экономики), о масштабе воздействия греческого кризиса можно судить и по таким финансовым показателям, как масштабы принимавшихся в ЕС мер по его нейтрализации. Данные меры были направлены как непосредственно на решение проблемы греческого долга, так и на создание механизмов финансовой стабильности в целом в ЕС. Если рассматривать первое направление, то в его рамках Греции предоставлялась финансовая помощь различного рода. Решение о первом займе от стран еврозоны было при-

нято 2 мая 2010 года, а его размер составил 110 млрд. евро. 31 октября было озвучено решение о новом пакете помощи в размере уже 130 млрд. евро. Принятие данного решение затянулось из-за политических проблем в Греции до февраля 2012 года, когда к этому пакету добавилось также и списание 75 % стоимости государственных облигаций. Это списание в стоимостном выражении должно составить примерно 100 млрд. евро. Таким образом, в целом стоимость решения греческой долговой проблемы по состоянию на начало 2012 года составила около 330 млрд. евро. Кроме того, к этой величине можно добавить и средства, тратящиеся Европейским центральным банком на выкуп на вторичном рынке государственных облигаций проблемных стран еврозоны.

На фоне обострения греческих проблем и спекуляций о возможном «эффекте домино» в 2011 году начали резко расти доходности по займам других стран ЕС, что иногда делало эмиссии таких бумаг слишком дорогими. Для стабилизации рынка государственных ценных бумаг ЕЦБ ввел покупки гособлигаций стран еврозоны на вторичном рынке с весны 2010 года для сокращения их рыночной доходности в рамках программы SMP (Securities Markets Programme). ЕЦБ регулярно совершал сделки с августа 2011 года до февраля 2012 года. В результате к февралю 2012 года объем суверенных облигаций еврозоны на балансе ЕЦБ составил 219,5 млрд евро, что также можно отнести к стоимости преодоления греческого кризиса.

Если же рассматривать механизмы стабилизации финансовой ситуации в целом, не только в привязке к греческим проблемам, то к таким мерам относится прежде всего создание Европейского фонда финансовой стабильности (European Financial Stability Facility) и, позднее – Европейского механизма финансовой стабильности. Так же, как и в случае с помощью Греции, потребность в средствах EFSF

постоянно росла, а его объемы увеличивались. На момент создания в июне 2010 года объем фонда составлял 440 млрд. евро, но уже через год, в июле 2011 года было принято решение о его увеличении до 780 млрд. EFSF изначально планировался как временный инструмент для решения долговых проблем, со сроком действия до 2013 года, однако по мере осознания масштабов долговой проблемы еврозоны было принято решение о создании постоянно действующего Европейского механизма финансовой стабильности. На саммите ЕС в декабре 2011 года было принято решение о запуске этого механизма в середине 2012 года с тем, чтобы в 2013 году он заменил ныне действующий EFSF. Согласно решениям, принятым по состоянию на март 2012 года, размер данного фонда планируется в объеме 500 млрд. евро, а совокупный объем двух институтов будет составлять 940 млрд. евро.

Расходы на формирование фондов финансовой стабильности в ЕС, вкуче с затратами ЕБЦ на операции на открытом рынке и финансовую помощь Греции в общей сложности составляют порядка 1,5 трлн. евро и данная величина также может быть отнесена к цене греческого долгового кризиса. Еще одной важнейшей составляющей влияния долгового кризиса Греции и других стран ЕС на экономические процессы является негативный эффект по линии макроэкономических показателей. Увеличение объема государственного долга в ходе борьбы с мировым кризисом в 2008-2009 годах привело страны ЕС к необходимости сокращения как собственно объемов долга, так и размеров бюджетных дефицитов, вышедших далеко за рамки предельных параметров, установленных Пактом о стабильности. Как следствие, начиная с 2010 и особенно – в 2011 году во многих странах ЕС начали проводиться масштабные сокращения государственных расходов. Бюджетная экономия закономерно привела к

существенному снижению деловой активности, сокращению совокупного спроса в европейских экономиках, повлекшему замедление темпов роста ВВП, а также к увеличению безработицы.

Наиболее тяжело проводящаяся бюджетная экономия ударила по экономике Греции, хотя и в общеевропейских масштабах последствия принимаемых в рамках борьбы с долговым кризисом мер были весьма заметны. Так, в Греции за два года мер жесткой экономии (предусматривавших, среди прочего, сокращение на 22% минимальной зарплаты, на 15 % – пенсий и сокращение 15000 рабочих мест в государственном секторе) произошел рост безработицы в два раза – с 10,3 % в конце 2009 года до 20,7 % в четвертом квартале 2011 года, а численность безработных увеличилась более чем на полмиллиона человек. Сокращение ВВП страны за два года измерилось 16,5 млрд. евро.

Табл. 2. Макроэкономические последствия
долгового кризиса в еврозоне, на конец года*

	2009 г.	2011 г.	«Цена кризиса»
Греция			
ВВП, млн. евро	231642	215088	-16554
Безработица, %	10,3	20,7	+ 10,4
Безработица, тыс. человек	514,4	1025,9	+ 511,5
Еврозона – 17			
ВВП, млн. евро	8922880	9414259	
ВВП, квартальные темпы роста, %	0,4	- 0,3	- 0,7
Безработица, %	10,0	10,7	+ 0,7
Безработица, тыс. человек	15785	16783	+ 1008
Государственные расходы, млрд. евро	405,2	403,5	- 1,7

* По данным Hellenic Statistical Authority. <http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE>, Eurostat - http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/euroindicators/national_accounts/database..

Жесткая экономия в проблемных странах как следствие борьбы с долговым кризисом также отразилась и на агрегированных показателях еврозоны. В 2010-2011 годах число безработных в 17 странах еврозоны выросло более чем на 1 миллион человек, государственные расходы сократились на 1,7 млрд. евро, произошло замедление темпов роста ВВП, которые в квартальном исчислении к четвертому кварталу 2011 года ушли на отрицательную территорию, составив -0,3 %. Потери за счет давления программ бюджетной экономии в течение 2011 года можно оценить величиной порядка 100-150 млрд. евро недополученного ВВП – до проявления эффекта от данных программ, в частности, в 2010 году, ВВП еврозоны рос среднеквартальными темпами около 0,5 %, тогда как в 2011 году этот рост замедлился до 0,17 %. В годовом выражении ВВП еврозоны вырос в 2011 году на 0,7 процента против 1,9 % роста в 2010 году – разница между данными показателями в стоимостном выражении составляет около 100 млрд. евро, а с учетом нереализованного потенциала роста может оцениваться в 150 млрд.

Таким образом, влияние греческого долгового кризиса только в рамках еврозоны по таким направлениям, как макроэкономическая дестабилизация, расходы на поддержку греческой финансовой системы и формирование стабилизационных механизмов, причем только в течение одного-двух годов, можно оценить величиной порядка 1,6-1,7 трлн. евро или около 2 трлн. долл. США. При этом масштаб изначальной проблемы, запустившей деструктивные экономические процессы, был в десятки раз меньше – проблемой-триггером стала необходимость осуществления регулярных выплат по греческому государственному долгу в размере двух-трех десятков миллиардов долларов. Соотношение исходной проблемы и средств, потребовавшихся в конечном итоге для ее решения, измеряемое сотнями раз, наглядно характеризует

дисбалансы и перекосы сложившейся в настоящее время мировой финансовой архитектуры, имеющей ряд системных кризисообразующих элементов и постоянно провоцирующей новые потрясения через механизмы глобальных финансовых рынков.

Раздел 5. Возникновение долгового кризиса: предпосылки, триггеры, фазы

Пример последнего по времени греческого долгового кризиса, рассмотренного в предыдущем разделе, показывает несопоставимость масштабов исходной проблемы и вызванных ей последствий, выражающихся, в том числе, в стоимости ее решения. Нарастание проблем по типу «снежного кома» в примере с греческим долгом и быстрое приобретение глобального масштаба по сути рядовым техническим вопросом о выплате десятка-двух миллиардов долларов одной из малых экономик ЕС, свидетельствует о том, что в современных условиях существует опасность эволюции в глобальный кризис практически любой сколько-нибудь значимой проблемы, связанной с финансовой сферой. В связи с этим представляется весьма актуальным выяснение условий и предпосылок, при которых такая проблема постепенно приобретает характер кризиса и распространяется в глобальном масштабе, а также фаз процесса возникновения кризиса и его движущих сил.

В первую очередь необходимо рассмотреть предпосылки возникновения долгового кризиса, к числу которых, по нашему мнению, относятся следующие:

1. Рыночный характер долга. Финансовый кризис возникает и сопровождается биржевой паникой – именно таковы были сценарии последних кризисных явлений, как глобальных, так и локальных. Биржевая паника, в свою очередь, может возникнуть только в том случае, если долг оформлен в рыночные инструменты и по этим инструментам имеется вторичный рынок. Поэтому долговой кризис может развиваться на базе именно рыночных долговых инструментов, подверженных влиянию настроений участников рынка и рыноч-

ных спекуляций. Задолженность же нерыночного характера имеет гораздо меньше шансов стать предметом спекуляций и вызвать кризис, так как не передается по каналам финансовых рынков – примером такого рода являются гигантские объемы вне рыночных обязательств США (см. раздел 1), которые зачастую даже не учитываются статистикой государственного долга.

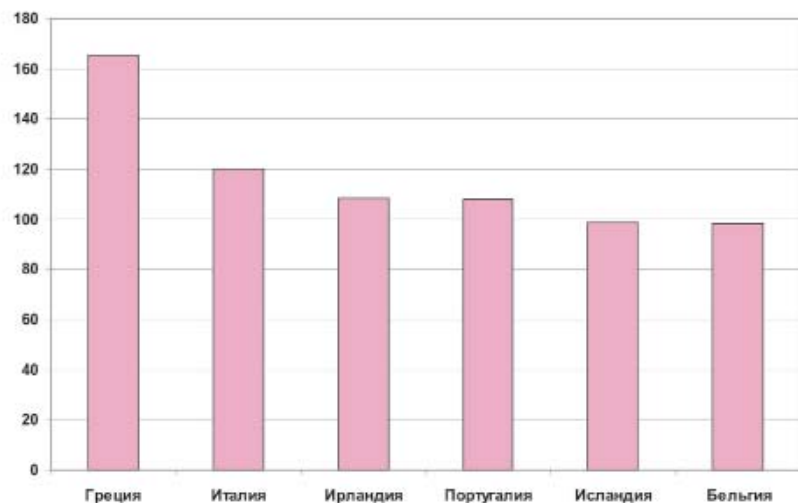


Рис. 1. Соотношение государственного долга и ВВП в проблемных странах ЕС по итогам 2011 года.*

2. Объективные параметры высокого уровня задолженности. Как показал греческий кризис, а также опыт других европейских стран, в частности, Исландии, к числу основных предпосылок возникновения кризиса задолженности относится высокий относительный уровень долга. У всех проблемных стран ЕС, государственный долг которых в течение последних лет становился поводом для биржевой турбулент-

ности, объективно очень высокий уровень задолженности относительно ВВП (рис.1). Такие объемы долга выходят далеко за рамки возможностей должника рассчитываться по своим обязательствам на основе текущих финансовых потоков от экономической деятельности и предполагают погашение прежних обязательств за счет новых. Данная схема, по сути пирамидальная, ставит возможности выплат долга в зависимость от внешних обстоятельств (рыночной конъюнктуры, настроений инвесторов и т.д.), а не от экономического базиса должника, что предопределяет высокую уязвимость долговых обязательств и их «условную надежность».

3. Высокая степень интеграции должника в глобальные или значимые региональные финансовые рынки. Данный фактор также является необходимым условием превращения локальной долговой проблемы отдельного государства в мировой или региональный финансовый кризис. В мире существует очень много стран, особенно развивающихся, со столь же большими объемами долга, как в проблемных странах ЕС, однако их роль как источника мировых финансовых потрясений равна нулю (таб. 1). Это объясняется не только небольшими размерами экономик данных, преимущественно африканских, стран – такие экономики, как Ямайка, Макао, Ирак сопоставимы своими размерами с Грецией и превосходят Исландию. Главным фактором их незначительного влияния на мировые финансовые процессы является изолированность данных стран от глобальных организованных рынков капитала.

В ситуации же с Грецией или Исландией и другими проблемными европейскими странами одним из ключевых кризисообразующих факторов стала их высокая степень интегрированности в финансовое пространство ЕС и еврозоны. В частности, это выразилось в высокой доле иностранных держателей государственных долговых обязательств. Так, в

* Источник: General government gross debt. Percentage of GDP. Eurostat Government statistics. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

2011 году из общего объема государственного долга Греции на национальных держателей приходилось только 23 % - 15 % на банки и 8 % - на небанковские институты. Остальной долг был распределен между иностранными держателями в следующих пропорциях: 23 % - небанковские держатели, по 15 % - ЕЦБ и Европейский фонд финансовой стабильности, 10 % - европейские банки, 8 % - неевропейские банки, 6 % - МВФ*.

Табл. 1. Страны с крупнейшими размерами
государственного долга относительно ВВП в 2010 году**.

Страна	Соотношение государственного долга и ВВП
Япония	220.282 %
Сент-Киттс и Невис	200.431 %
Эритрея	144.761 %
Греция	142.024 %
Ямайка	139.729 %
Макао	136.692 %
Италия	119.009 %
Либерия	118.746 %
Гренада	114.618 %
Гуам	113.669 %
Ирак	112.321 %
Сингапур	97.179 %
Бельгия	97.135 %

* Mats Persson. In 2015, 85% of Greece's debt will be owned by European taxpayers. The Telegraph, 25 April 2012. <http://blogs.telegraph.co.uk/finance/matspersson/100015389/in-2015-85-of-greeces-debt-will-be-owned-by-european-taxpayers/>.

** Источник: Total Government Gross Debt (% of GDP) Data for All Countries. Economy Watch. http://www.economywatch.com/economic-statistics/economic-indicators/General_Government_Gross_Debt_Percentage_GDP/.

Продолжение таблицы

Исландия	96.595 %
Ирландия	96.149 %
Антигуа и Барбуда	93.332 %
США	91.552 %
Гвинея	88.702 %
Мавритания	85.595 %
Доминика	85.507 %
Франция	84.252 %
Канада	84.046 %
Португалия	83.316 %
Сейшеллы	83.002 %
Никарагуа	82.29 %
Белиз	81.651 %
Венгрия	80.376 %
Кабо-Верде	80.324 %

При этом ключевым звеном реальной или гипотетической передачи греческого кризиса в европейскую, а затем – и в мировую финансовую систему, были банки, владеющие греческими облигациями на крупные суммы. Общий объем государственных долговых бумаг у банков по итогам первого полугодия 2011 года составлял, по данным Bank for International Settlements (BIS), 54,2 млрд. долл., при этом крупнейшими держателями проблемных греческих активов были банки из стран-лидеров еврозоны (рис. 2).

Именно высокой завязанностью ведущих европейских банков на проблемные греческие бумаги была обусловлена

нервная реакция рынков на обостряющиеся проблемы Греции. Растущая вероятность дефолта, и даже просто падение стоимости греческих долговых обязательств означали во-первых, ограничение кредитных возможностей европейского банковского сектора (так как при ухудшении кредитного портфеля банки вынуждены формировать больше провизий и, как следствие, уменьшать кредитную активность) и, во-вторых, угрозу стабильности банковского сектора. А поскольку именно банковский сектор с его кредитной активностью в современной модели экономики является ключевым двигателем всей экономической активности, то и проблемы у банков отражаются на экономике в целом, что и вызывало озабоченность участников финансовых рынков, выражающуюся в растущей их турбулентности.

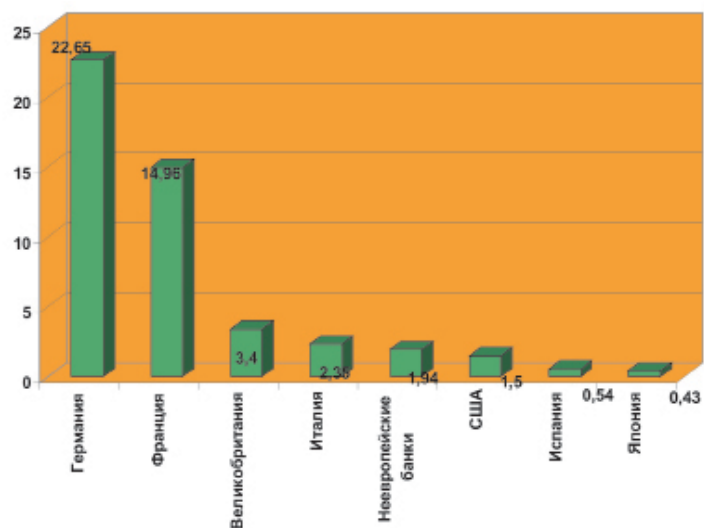


Рис. 2. Объемы государственных долговых обязательств Греции у банков отдельных стран в первом полугодии 2011 года, млрд. долл.*

* The countries most exposed to Greek debt. The Telegraph. 25 April 2012. <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/8578337/The-countries-most-exposed-to-Greek-debt.html>.

4. Субъективные факторы отношения к должнику участников рынка. Данные факторы могут перевесить все приведенные выше объективные предпосылки возникновения кризиса, поскольку кризис также является следствием субъективного отношения людей, управляющих финансами, к тому или иному явлению. Поскольку, как указывалось выше, в настоящее время большинство развитых стран имеют долги, выплаты по которым невозможно осуществлять за счет текущей экономической деятельности и эти выплаты делаются посредством новых займов, то к любому из эмитентов таких обязательств отношение формируется на основе субъективных критериев доверия. Очевидно, что такой субъективизм означает неустойчивость равновесия в отношении тех или иных инструментов – в условиях пренебрежения объективными критериями любое событие может нарушить баланс мнений и отношений инвесторов к данным активам, что неизбежно приведет к возникновению резких движений на рынке вплоть до паники.

Субъективный консенсус участников рынка по отношению к долговым обязательствам разных стран может быть нарушен различными факторами, зачастую столь же субъективными. Например, только в течение 2011 года было много примеров политического влияния на долговые процессы в проблемных странах – от межпартийных конфликтов в США по вопросу увеличения потолка государственного долга, до серии политических пертурбаций и противоречивых заявлений политиков в Греции, каждое из которых сильно отражалось на рыночных котировках.

Помимо политических событий, существуют также такие субъективные факторы, как традиции отношения инвесторов к той или иной стране как эмитенту долговых обязательств. Например, отношение к США, как к эмитенту основной резервной валюты, совершенно иное, чем отношение к той же

Греции, хотя по объективным показателям государственной задолженности эти страны весьма близки. То же самое относится и к внутриевропейской иерархии стран в плане отношения к ним инвесторов – например, Испания была зачислена в страны PIIGS в 2008 году, когда ее государственный долг составлял всего 40 % ВВП – в 1,7 раза меньше, чем в среднем по еврозоне и в два с лишним раза меньше, чем у других проблемных в долговом отношении государств. При этом Бельгия, имевшая в том же 2008 году государственный долг в размере почти 90 %, не входит в число стран-аутсайдеров, так же, как не входила в это число и Исландия с долгом в 70 % ВВП и некоторые другие более проблемные страны. Даже сам греческий кризис демонстрировал субъективизм в возникновении и эскалации. Греческая экономика играет в экономике ЕС (с долей в 2,5 % от ВВП еврозоны) значительно меньшую роль, чем не менее проблемная Калифорния в США, доля которой в американском ВВП составляет 13 %, однако именно греческий долг стал причиной европейского кризиса, тогда как проблемы Калифорнии и других американских штатов, обремененных чрезмерными долгами, для инвесторов не существует.

Во многом недостаточно объективное отношение инвесторов к различным долговым инструментам обуславливается несовершенными инвестиционными критериями, прежде всего - кредитными рейтингами, присваиваемыми тремя рейтинговыми агентствами – Standard&Poor's, Moody's и Fitch. Поскольку данные агентства базируются в США, очевидно, что и рейтинги этой страны также несут в себе определенную долю субъективизма. Также очевидно, что находясь в США, данные агентства находятся под давлением с целью сохранения высоких рейтингов, о чем свидетельствуют начатые в августе 2011 года властями расследования в отношении агентства Standard&Poor's – после того, как 5 августа

оно понизило суверенный рейтинг США с AAA до AAA-. В том же месяце Министерство юстиции начало расследование в отношении роли агентства в предкризисных событиях 2008 года, а Комиссия по ценным бумагам и биржам - расследование по поводу торговли инсайдерской информацией. После этих мер 23 августа руководитель S&P Дивен Шарма принял решение об отставке. Многие аналитики связали как начавшиеся расследования, так и уход главы агентства со своего поста именно с негативным рейтинговым действием в отношении США, предпринятым впервые в истории.

Рейтинги данных агентств, определяющие доверие инвесторов и направления инвестиционных потоков, в том числе, в части государственных долговых обязательств, устанавливаются зачастую без пропорционального учета макроэкономической базы тех или иных эмитентов. В результате развитые страны, обремененные очень большими долгами, но имеющие более высокую, с точки зрения агентств, репутацию, получают суверенные рейтинги на десятки ступеней выше, чем развивающиеся страны с минимальными долгами (таб. 2).

Табл. 2. Сопоставление долговой нагрузки и суверенных кредитных рейтингов развитых и развивающихся государств в 2010 году*.

Страна	Соотношение государственного долга и ВВП	Суверенный рейтинг Fitch
<i>Развитые страны с высоким государственным долгом</i>		
Япония	220,3 %	AA
Греция	142,0 %	BBB-
Италия	119,0 %	AA-

* Составлено по данным из следующих источников: Total Government Gross Debt (% of GDP) Data for All Countries. Economy Watch. http://www.economywatch.com/economic-statistics/economic-indicators/General_Government_Gross_Debt_Percentage_GDP/; Fitch - Complete Sovereign Rating History. <http://www.fitchratings.com>.

Продолжение таблицы

Бельгия	97,1 %	AA+
Исландия	96,6 %	BB+
Ирландия	96,1 %	BBB+
США	91,5 %	AAA
Франция	84,3 %	AAA
Канада	84,0 %	AAA
Португалия	83,3 %	AA-
Развивающиеся страны с низким государственным долгом		
Чили	8,8 %	A
Россия	9,9 %	BBB
Азербайджан	10,8 %	BBB-
Казахстан	11,4 %	BBB-
Камерун	12,9 %	B
Нигерия	16,4 %	BB-
Китай	17,7 %	A+
Эквадор	20,4	B-
Перу	24,3	BBB-
Индонезия	26,9 %	BB+

Данная ситуация, на наш взгляд, во многом объясняется тем, что развивающиеся страны начали выходить на мировые рынки капитала со своими долговыми обязательствами относительно недавно – в 80-90-е годы, когда рейтинговая иерархия уже устоялась, в том числе и в части лидеров рейтингов. Хотя у стран с максимальными рейтингами к этому времени уже были весьма значительные долги, особенно по сравнению с теми развивающимися государствами, которые делали первые шаги в части эмиссии долговых бумаг, агентства не стали пересматривать устоявшуюся иерархию. Однако к настоящему времени многие страны, традиционно воспринимающиеся как надежные должники, уже де-факто

не являются таковыми, что подтвердили и последние события в Европе (фактическое банкротство Исландии, создание специальных фондов для помощи Греции, Ирландии, Португалии). Но даже эти факты не способны преодолеть доминирующего субъективного подхода к присвоению кредитных рейтингов, в соответствии с которым страны из числа развитых экономик по-прежнему упорно отождествляются с надежностью долговых обязательств, а развивающиеся сохраняют архаичные низкие рейтинги, хотя их долговая нагрузка в десятки раз ниже.

Приведенные в таблице 2 данные по рейтингам развитых стран свидетельствуют о практически отсутствующей взаимосвязи между ними и уровнем долговой обремененности государства. Странам с рейтингами ниже уровня А (Греция, Исландия, Ирландия) было проведено снижение данных оценок после того, как произошли существенные ухудшения в их экономическом и финансовом положении, но даже длящаяся не первый год серьезная напряженность в зоне евро не отразилась существенно на рейтингах таких проблемных стран, как Италия, Бельгия, США, Португалия, долговая ситуация в которых была источником турбулентности на рынках в том же 2010 году. Это не удивительно, учитывая, что агентства на протяжении многих лет никак не реагировали на постоянно увеличивающуюся задолженность большинства развитых стран. Устойчивость рейтинга США, как эмитента основной мировой резервной валюты, еще хоть как-то может быть оправдана, несмотря на рост государственного долга в сотни раз в абсолютном и в десятки раз – в относительном выражении с 1917 года, когда агентство Moody's впервые присвоило его стране. Но непоколебимость рейтингов других стран, не имеющих таких дополнительных преимуществ, вызывает серьезные сомнения в адекватности рейтинговых оценок «большой тройки». Например, долг той же Греции в период

с 1995 по 2009 годы увеличился в 1,4 раза (в относительном выражении), но рейтинг от агентства Fitch для этой страны при этом парадоксальным образом вырос на три ступени - с BBB- до A (май 2009 г.). Долги Германии, Франции и Великобритании в период с 1995 по 2010 год увеличились примерно в 1,5 раза, но все эти страны сохраняют максимальные рейтинги AAA. Долг Японии относительно ВВП за этот же период увеличился в три раза, но рейтинг Fitch, впервые присвоенный этой стране в 1994 году, был за это время понижен лишь на две ступени и остается на чрезвычайно высоком уровне AA, несмотря на рекордный показатель в 240 %.

Фактически рейтинговые агентства (что отмечается большинством аналитиков) действуют постфактум, реагируя на уже произошедшие события, а не предупреждая о них заранее инвесторов, что является основной функцией рейтингования. Отставание агентств от событий является еще одной предпосылкой возникновения кризисов, так как они начинают свои рейтинговые действия в тот момент, когда негатив уже оформился, некие события уже произошли, создав напряженность в экономической сфере и давление на рынки. После этого добавление новой порции нервозности по линии снижающихся рейтингов усиливает данную нервозность и может привести даже к панике среди участников рынка. Таким образом, рейтинговые действия становятся очень мощным триггером развивающегося кризиса.

Механизм влияния рейтинговых действий на рыночную конъюнктуру достаточно прост – поскольку во многих странах рейтинги агентств «большой тройки» являются нормативно установленными инвестиционными критериями для вложений средств институциональных инвесторов в те или иные инструменты, снижение рейтингов означает необходимость вывода денег из активов, переставших соответствовать данным критериям. Вывод средств сопровождается про-

дажей соответствующих активов, что закономерно влечет снижение цены как самих этих активов, так и финансовых рынков в целом. Проследить влияние рейтинговых действий, являющихся одним из наиболее сильных триггеров нарастания кризисных явлений, можно на примере котировок греческих долговых бумаг (рис. 3).

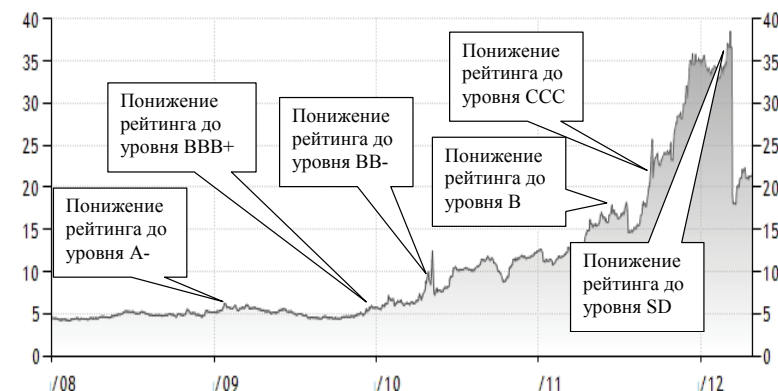


Рис. 3. Доходность на вторичном рынке 10-летних государственных облигаций Греции и влияние на нее рейтинговых действий агентства Standard&Poor's, % годовых *.

На графике приведена динамика доходности государственных 10-летних облигаций Греции в период 2009-2012 годов в сопоставлении с предприняемыми в отношении суверенного рейтинга страны действиями агентства Standard&Poor's. Как видно из этого графика, каждое такое действие вызывало рост доходности, то есть, соответствующее снижение цены данных обязательств. Первый всплеск доходности произошел после первого снижения рейтинга на одну ступень в январе 2009 года с уровня A. После этого каждое снижение рейтинга также вызывало рост доходности

* Составлено по данным агентства Standard&Poor's и сайта Trading Economics - GREECE GOVERNMENT BOND 10Y. <http://www.tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>.

и снижение цены данных облигаций – в декабре 2009 года, марте 2010 года, мае и июне 2011 года. Последнее снижение рейтинга в феврале 2012 года до уровня SD (selective default – выборочный дефолт) уже не оказало влияние на рынок, так как было проведено после решения о реструктуризации долга путем списания большей его части.

Действия агентств (Moody's и Fitch также проводили соответствующие снижения рейтингов параллельно со Standard&Poor's) стали очень серьезной движущей силой в раскручивании европейского долгового кризиса. Во многом, именно действия агентств предопределили фактический дефолт Греции в начале 2012 года. После того, как греческие облигации были выведены из категории инструментов инвестиционного уровня, что произошло с понижением рейтинга до уровня ВВ- в марте 2010 года, инвесторы с консервативными стратегиями были вынуждены избавляться от данных активов, что вызвало резкий спад цен и рост доходности. После этого образовался замкнутый круг – из-за выросшей в разы доходности новые займы стали крайне обременительны для и без того нездорового и высокодефицитного бюджета, а необходимость выплат долга по выросшим ставкам вела к быстрому увеличению долга и еще более ухудшала ситуацию, провоцируя новые снижения рейтингов, отток инвесторов и новые всплески доходности, которые, в конечном итоге привели к полной неспособности Греции выплачивать долг, так как эти выплаты за счет новых эмиссий стали невозможны.

Рассматривая другие триггеры раскручивания долговых кризисов, можно отметить и факторы макроэкономического характера, связанные с объективными проблемами экономик стран-должников. При этом следует отметить, что по нашему мнению, ключевую роль в раскручивании кризисных процессов играют финансовые рынки и их участники, однако

данные субъекты (включая рейтинговые агентства) принимают во внимание экономические процессы, происходящие в странах – эмитентах долговых обязательств, в том числе и макроэкономическую динамику. Для иллюстрации этой взаимосвязи рассмотрим динамику квартального роста ВВП (в годовом исчислении) стран ЕС с большими размерами государственного долга относительно ВВП (рис. 4).

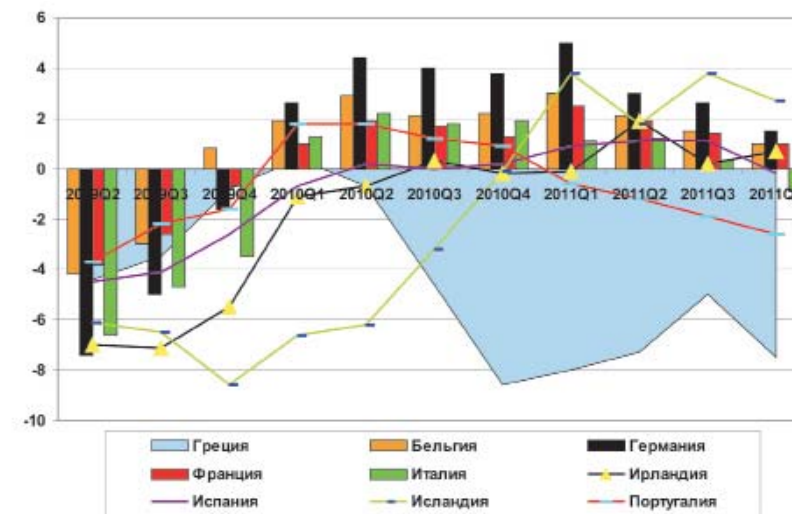


Рис. 4. Квартальный ВВП стран ЕС с высоким уровнем государственного долга, % к соответствующему кварталу прошлого года.*

На представленных графиках динамика ВВП самой проблемной страны еврозоны – Греции – заметно выбивается из общего тренда, демонстрируя отрицательные темпы роста ВВП почти на всем протяжении 2009-2011 годов. Очевидно, что столь серьезные проблемы в экономике, накладываясь на очень большие и при этом быстро растущие объемы государ-

* Источник: Gross domestic product, volumes. Percentage changes Percentage change q/q-4 (NSA). Eurostat., <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=teina011&language=en>.

ственные долга, также способствуют усилению негативного восприятия страны как эмитента долговых обязательств - как участниками финансовых рынков, так и рейтинговыми агентствами. И те, и другие по мере ухудшения всех показателей греческой экономики и финансов испытывали все большее недоверие к долговым обязательствам, обремененным нарастающими проблемами, что во многом предопределило негативное развитие событий вокруг этих инструментов.

На рисунке 4 графики ВВП стран с проблемными финансами и низкими рейтингами оформлены в виде линий, а стран с высокими рейтингами – столбиковыми диаграммами. Эта дифференциация дает более наглядное представление о связи макроэкономики и оценок долговых обязательств инвестиционным сообществом благополучных и проблемных стран. Как видно из данных графиков, помимо высокого долгового бремени, страны, расцениваемые инвесторами и аналитиками как проблемные, имеют и макроэкономические сложности – у Исландии, Ирландии, Португалии и Испании рост ВВП существенно отставал от показателей стран-лидеров, причем у некоторых из этих государств экономика длительное время находилась в состоянии рецессии в то время, как общеевропейские показатели росли. При этом иногда восприятие инвесторами и аналитиками надежности той или иной экономики как эмитента долговых бумаг в большей степени обуславливается не показателями уже имеющейся задолженности, а именно макроэкономическими показателями. Таков, например, случай Испании, имеющей один из самых низких среди развитых стран показателей соотношения государственного долга и ВВП (61 % по итогам 2010 года), но при этом низкие кредитные рейтинги (BBB+ от Standard&Poog's) и репутацию евроаутсайдера из группы PIGS. В то же время такая проблемная в долговом и даже политическом отношении страна, как Бельгия (соотношение

долга и ВВП в 96 %), сохраняет высокие кредитные рейтинги AA+ и никогда не фигурировала в «черных списках» аналитиков как потенциальный источник нового кризиса – во многом в силу позитивных макроэкономических показателей – стабильно положительного роста ВВП в 2010-2011 гг. и относительно низкого уровня безработицы и бюджетного дефицита.

Ситуация на рынке труда и состояние государственного бюджета, отражаемые последними показателями, также являются важными факторами макроэкономического характера, способными существенно влиять на эволюцию долговых кризисов. Негативная динамика уровня безработицы, как было показано выше (см. раздел 2) вынуждает правительства принимать программы стимулирования экономики в целях создания новых рабочих мест. Однако в условиях экономической стагнации это требует не покрываемого текущими поступлениями роста бюджетных расходов, что в итоге обуславливает рост дефицита государственного бюджета и, как следствие – наращивание государственного долга. С другой стороны, увеличение безработицы означает также и уменьшение экономического роста, производственного потенциала экономики и, следовательно – доходной части бюджета, то есть, опять же обострение бюджетных проблем. Поэтому ситуация на рынке труда является одним из наиболее важных для финансовых рынков индикаторов, которая также влияет на котировки долговых бумаг, их цены и доходность. Это влияние носит двусторонний характер – ухудшение макроэкономических показателей означает снижение цен долговых обязательств и соответствующий рост их доходности, а последний фактор обуславливает необходимость бюджетных сокращений, которые вызывают еще больший спад экономики и ключевых показателей, таких, как рост ВВП, безработица и бюджетных дефицит. На рисунках 5 и 6 приведена

динамика уровня безработицы и бюджетного дефицита для ряда стран в динамике с 2008 года, когда кризисные явления еще не достигли реального сектора, по 2011 год, в котором на посткризисные проблемы в некоторых европейских государствах наложились долговые проблемы.

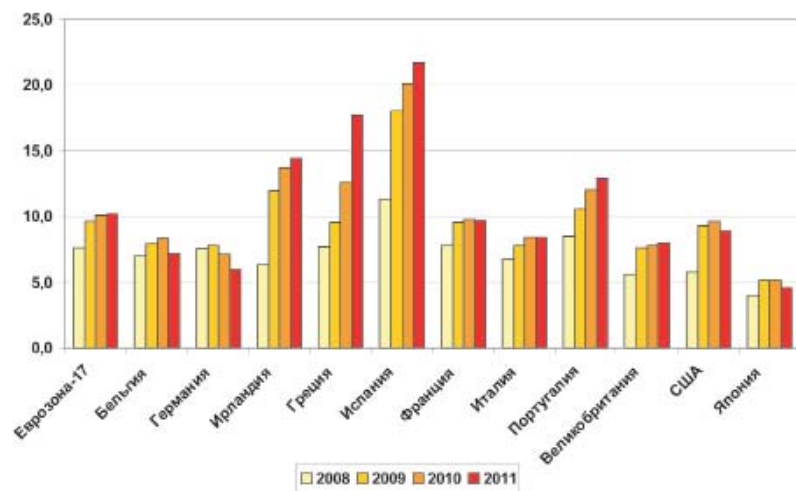


Рис. 5. Динамика уровня безработицы в странах с высокой долговой нагрузкой в 2008-2012 гг, %.*

Динамика данных показателей также дает представление о влиянии макроэкономической ситуации на оценку инвесторами состояния стран-эмитентов и возможность эскалации кризисных явлений в долговой сфере. Так, наиболее проблемными в части состояния рынка труда и нарастающей безработицы странами в 2009-2011 годах были именно те страны, которые до настоящего времени выступают в качестве дестабилизирующего фактора – Ирландия, Греция, Испания и Португалия. Если в 2008 году уровень безработицы

* Источник: Unemployment rate, annual average, by sex and age groups (%). Eurostat, 2012. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

в этих странах не отличался от среднеевропейского (7,6 % по еврозоне), составляя 6-7 %, то по итогам 2011 года он вырос в разы – до 14,4 % в Ирландии, 17,7 % в Греции, 21,7 % в Испании, 12,9 % в Португалии. При этом другие проблемные в долговом отношении страны – Бельгия, Италия, Япония не допустили существенного увеличения безработицы, либо оно было не критичным (Великобритания, Франция).

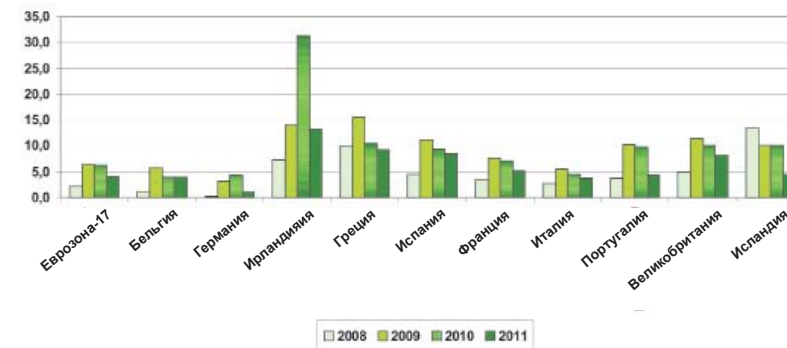


Рис. 6. Динамика показателей бюджетного дефицита стран ЕС в 2008-2012 гг, % от ВВП.*

Выросший уровень безработицы, усугубляющий экономические проблемы, затрудняющий выплаты долга и ухудшающий восприятие эмитентов рынками, в свою очередь зачастую является следствием бюджетной экономии и попыток сократить госдолг. Данная причинно-следственная связь достаточно хорошо заметна при сопоставлении динамики безработицы и бюджетного дефицита на рисунках 4 и 5. Максимальные величины бюджетного дефицита в большинстве стран ЕС отмечались в 2009 году (исключение составила Ирландия с дефицитом в 31 % ВВП в 2010 г.), после чего под давлением властей ЕС большинство стран было вынуж-

* Источник: Government revenue, expenditure and main aggregates. Eurostat, 2012. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

дено снижать бюджетные расходы. Это снижение закономерно отражалось на ухудшении состояния рынка труда – как напрямую за счет сокращения рабочих мест в бюджетной сфере, так и косвенно – через стагнацию деловой активности и сокращение численности занятых в частном секторе, обусловленное сокращением совокупного спроса. Как следствие проводимых с 2010 года мер бюджетной экономии, в большинстве стран ЕС с разбалансированными государственными финансами происходил рост безработицы, пиковые значения которой в этих государствах пришлось на 2011 год, в котором произошло также и уменьшение дефицитов государственных бюджетов.

Таким образом, в процессе оздоровления государственных финансов в проблемных странах существует опасность заикливания кризисных явлений, возникновения замкнутого круга, в котором меры по борьбе с кризисом приводят к новым проблемам, которые, в свою очередь, ухудшают восприятие инвесторами экономической ситуации и ведут к росту стоимости долга, еще больше разбалансируя государственные финансы. Рассмотрим подробнее этапы возникновения и эскалации долговых кризисов на примере последних событий в еврозоне. На наш взгляд, в этом процессе можно выделить следующие основные фазы.

1 фаза. Отправной точкой возникновения долгового кризиса является, как правило, быстрое увеличение дефицита государственного бюджета в странах с неблагоприятными макроэкономическими показателями и высоким уровнем государственного долга. Этот рост дефицита происходил из-за необходимости проведения мер по поддержке экономики и социальной сферы на фоне борьбы с последствиями кризиса 2008-2009 годов, поэтому в большинстве стран ЕС увеличение бюджетных дефицитов отмечалось в 2009 году.

2 фаза. Рост бюджетных расходов и дефицита бюджета в условиях кризиса не мог быть компенсирован доходами бюджета, которые, как правило, снижались. Поэтому для покрытия бюджетного дефицита выпускались в большем, чем обычно, количестве долговые обязательства, что вело к резкому увеличению объема государственного долга и выходу показателей долговой нагрузки за рамки не только нормативов Пакта о стабильности (60 % ВВП), но и за обычные даже для проблемных стран параметры (более 100 % ВВП в Греции и Италии), либо к очень быстрому росту долга, который ранее был в пределах нормативных значений (трехкратный рост в Исландии и Ирландии).

3 фаза. Быстрое разбалансирование государственных финансов на фоне сохраняющихся макроэкономических проблем обуславливало понижение суверенных кредитных рейтингов. Это означало снижение курсов долговых ценных бумаг данных стран и соответствующий рост их доходности, то есть, стоимости обслуживания и без того аномально большого государственного долга. Как следствие, новые займы для покрытия ранее сделанных долгов должны были осуществляться по заметно выросшим процентным ставкам, что, в свою очередь, еще больше увеличивало размер долга и бюджетный дефицит.

4 фаза. Поскольку в рамках ЕС действуют нормы Пакта стабильности, ограничивающие размер бюджетного дефицита 3 процентами ВВП, слишком сильный рост данного показателя, даже в условиях его невыполнения почти всеми странами ЕС, все-таки должен был вынуждать правительства проводить политику ограничения государственных расходов. Также оздоровление государственных финансов требовалось для нормализации отношения инвесторов и рейтинговых агентств к долговым обязательствам. Поэтому начинали проводиться программы бюджетной экономии и сокращения

государственных расходов, что било по многим социально уязвимым слоям населения и вызывало в обществе сильные протестные настроения. Иногда социальные протесты и политические разногласия между крупными партиями не позволяли проводить требующиеся меры (Греция), что вызывало у инвесторов еще более негативные настроения, а рейтинговые агентства продолжали снижать рейтинги, еще сильнее обостряя проблемы с текущим финансированием государственных расходов.

5 фаза. Программы бюджетной экономии замедляли развитие экономики, снижали доходы населения и, как следствие, совокупный спрос, что вело к новым макроэкономическим проблемам – росту безработицы и замедлению, вплоть до отрицательных значений, темпов роста ВВП. В настоящее время страны ЕС находятся на этой фазе долгового кризиса. Попытки любой ценой остановить увеличение бюджетных дефицитов и государственного долга приводит к угрозе рецессии, которая в наиболее проблемных странах уже началась.

6 фаза. Долговой кризис перерастает в общеэкономический – падают и уходят в минус темпы роста ВВП, стабильно высока безработица, сокращаются доходы домохозяйств, что снижает внутренний спрос и объемы производства товаров и услуг. Единственными позитивными явлениями на этой фазе могут быть стабилизация показателей государственного долга и сокращение размеров бюджетного дефицита, а также прекращение снижения кредитных рейтингов. На этой же фазе у правительств возникает дилемма относительно дальнейших действий – первый сценарий предполагает долгий период стагнации экономики и жизни населения в условиях «затянутых поясов» - до того момента, пока государственные финансы не оздоровятся и экономика не начнет развиваться естественным путем на более здоровой основе.

Но в условиях электоральной демократии и предвыборного давления избирателей, не желающих мириться с жесткой экономией, этот сценарий практически невозможен. Второй вариант поведения предполагает быстрый возврат к политике накачивания экономики деньгами после кратковременной стабилизации. Такая накачка может происходить как традиционным способом – путем наращивания выпуска долговых обязательств и роста государственного долга, так и с помощью новых механизмов и инструментов, позволяющих формально обойти ограничения по росту долгов на национальном уровне – например, с помощью Европейского фонда финансовой стабильности, который может быть «замещающим должником» для проблемных стран. Но и этот сценарий требует некоторого периода стабилизации на финансовых рынках, в течение которого, во-первых, успокоятся инвесторы и, во-вторых, вернуться к обычным уровням суверенные кредитные рейтинги, что позволит вновь делать долги под небольшие проценты.

На наш взгляд, в ходе текущего долгового кризиса именно последний сценарий наиболее вероятен. Но выбор такого пути преодоления долгового кризиса означает не решение проблемы, а ее откладывание на несколько лет с помощью косметических мер. А это значит, что наращивание долгов развитыми странами продолжится и вскоре выйдет на неприемлемые для инвесторов уровни, что приведет к новому, еще более масштабному кризису в перспективе порядка десяти лет.

Раздел 6. Государственный долг развитых стран и проблема аллокации государственных резервов

6.1. Некоторые аспекты снижения привлекательности долговых обязательств развитых стран как средства аллокации резервов

Как было показано в предыдущих разделах, современное состояние государственного долга развитых стран, обязательства которых выступают в качестве резервных активов, вызывает серьезные опасения относительно платежеспособности эмитентов данных обязательств. Выход относительных параметров государственного долга США, Великобритании, стран ЕС, Японии за пределы приемлемых значений ставит под вопрос сохранность размещаемых в данных активах сбережений, в том числе – национальных резервов развивающихся стран, включая Казахстан. Кроме того, в последние годы появились новые риски вложения резервных средств в активы западных стран – политические.

События так называемой «Арабской весны» показали, что в решении политических конфликтов между западными и развивающимися странами все чаще начинает применяться такой инструмент давления, как блокирование активов неудобных стран, размещенных в финансовые инструменты эмитентов из развитых стран. Причем, это относится не только к средствам отдельных чиновников или бизнесменов, в отношении которых имеются подозрения в противоправной деятельности, но и к государственным средствам, включая активы центральных банков и суверенных фондов. Такие меры к отдельным странам, грубо нарушающим международное право, применялись и ранее (например, во время нападения Ирака на Кувейт), однако, как правило, для такого

рода действий требовались резолюции Совета Безопасности ООН. В случае же давления на те или иные «режимы», резолюции Совета Безопасности ограничивались замораживанием активов только руководителей и крупных чиновников. Например, в соответствии с резолюцией № 1970, принятой в феврале 2011 года, предусматривалось замораживание активов Муаммара Каддафи и еще пяти его ближайших сподвижников*. Однако в последние годы практику замораживания активов суверенных государств именно в части общегосударственных средств, таких как резервы центральных банков и суверенных фондов, все чаще используют отдельные западные страны без столь веских оснований, как резолюции ООН.

Так, в отношении той же Ливии США, ЕС и Великобританией были проведены операции по замораживанию средств Центрального банка и суверенного фонда (Libyan Investment Authority – LIA) без каких-либо международных санкций. Крупнейшим «заморозкам» подверглись активы LIA, так как именно в этом институте была сосредоточена большая часть государственных средств Ливии. Так, в феврале 2011 года Казначейство США заморозило несколько десятков миллиардов долларов, депонированных в банках США ливийским суверенным фондом. По официальному заявлению американской администрации, речь шла о «самой крупной сумме, когда-либо заблокированной в США, которую Вашингтон сохранит на депозите ради будущего Ливии»**. В начале марта страны Европейского союза решили ввести дополнительные финансовые санкции в отношении ливийского правительства. Новые ограничения предусматривали, в частности, заморозку средств государственных финансовых организаций

* Резолюция 1970 (2011), принятая Советом Безопасности на его 6491-м заседании 26 февраля 2011 года. Организация Объединенных Наций.

** Ирина Лебедева. Ограбление Ливии: есть ли защита от глобального рейдерства? (II) <http://www.warandpeace.ru/ru/commentaries/view/58085/>.

Ливии – суверенного фонда и центрального банка страны. 3 марта 2011 года Великобритания заморозила активы Ливийского суверенного инвестфонда (LIA) объемом в 2 млрд. фунтов на счетах банка HSBC. 10 марта были заморожены активы Центрального банка Ливии и LIA в Германии, а также ливийского инвестиционного фонда Libya Africa Investment Portfolio и банка Foreign Bank. По некоторым оценкам, в странах ЕС были заморожены государственные активы Ливии на общую сумму около 45 млрд. евро, а общий объем замороженных западной коалицией государственных средств Ливии оценивается величиной до 150 млрд. долл.

Такое поведение западных государств в отношении суверенных активов Ливии дало основание многим исследователям сделать вывод о том, что военная операция и вся кампания по смене власти в этой стране были продиктованы в первую очередь интересом к средствам, аккумулированным в LIA, которые включали крупные пакеты акций во многих европейских компаниях и банках. Так, итальянский эксперт М.Динуччи писал: «Интерес к ливийской нефти (запасы оцениваются в 60 миллиардов баррелей и являются крупнейшими в Африке при наименьших в мире затратах на добычу) или природному газу с резервами в 1500 миллиардов кубических метров, не были первостепенной целью агрессии в Триполи. В прицеле “добровольцев” операции “Объединенный защитник” – суверенные фонды, капиталы, которые Ливия инвестировала за границу»*. Отдельные эксперты даже выводили персонифицированные линии интересов в тех или иных компаниях, акциями которых владел LIA, связанные с конкретными западными лидерами, принимавшими решения о военной операции. Вне зависимости от достоверности таких предположений, ливийский сценарий указывает на абсолютную незащищенность инвестиций развивающихся стран

* Manlio Dinucci, Réseau Voltaire, 22 avril 2011. www.voltarenet.org.

в западные активы, в том числе и в долговые обязательства, в которые размещаются резервы центральных банков и суверенных фондов.

Ливия является отнюдь не единственным примером вольного обращения эмитентов с интересами держателей их обязательств из «неправильных» развивающихся стран. 23 января Совет ЕС утвердил пакет санкций против Ирана, включающий, среди прочего, «замораживание активов Центрального банка Ирана на территории ЕС»*. 5 февраля 2012 года Президент США Б.Обама подписал указ о замораживании всего иранского имущества в США, включая активы иранского государственного банка. При этом в рамках анти-иранских действий данный указ предусматривает возможность применения санкций также к американским счетам других иностранных центральных банков, которые вовлечены в сделки по торговле нефтью или нефтепродуктами с Ираном. Великобритания также активно поддерживала анти-иранские действия США, в частности, еще в ноябре 2011 года были запрещены все финансовые операции с иранскими банками, включая центральный банк Ирана. 27 февраля 2012 года министры иностранных дел ЕС утвердили 12-й пакет санкций против сирийских властей, предусматривающий замораживание на территории ЕС активов центрального банка Сирии.

Помимо стран традиционной «оси зла», западные государства начинают распространять практику замораживания активов и на другие развивающиеся экономики. В частности, в марте 2012 года Совет ЕС принял решение об очередном расширении санкций в отношении Белоруссии. В соответствии с этим решением, ограничения (запрет на посещение ЕС и замораживание активов на территории Европейского

* Iran: New EU sanctions target sources of finance for nuclear programme. COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. Brussels, 23 January 2012. 5457/12, PRESSE 10.

союза) были наложены на ряд крупных белорусских бизнесменов, близких к руководству республики. Поводом для таких действий является «наличие в Белоруссии политических заключенных и многочисленных фактов нарушений прав человека». Учитывая, что в случаях с ближневосточными странами за блокированием счетов отдельных чиновников следовала полная заморозка всех государственных активов, нельзя исключать, что в дальнейшем такие же меры будут приняты и к резервам Центрального банка Белоруссии.

Тенденция самовольного распоряжения средствами центральных банков и суверенных фондов, распространяющаяся среди развитых стран в последние годы, создает дополнительные, политические риски для инвестирования средств в долговые обязательства данных государств. Отдельные случаи фактического присвоения денег «неправильных режимов» с последующим их возвратом «демократическим властям» на неизвестных условиях (очевидно, предусматривающих соблюдение интересов для возвращающих) должны снижать привлекательность вложений национальных резервов в западные активы. Возможность потери этих средств в любой момент в рамках внезапно объявляемой борьбы с «антинародными режимами» является еще одним минусом существующей системы международных резервов, построенной на долговых обязательствах развитых стран.

Кроме того, имеется еще один политический аспект, снижающий привлекательность западных долговых обязательств как резервного актива. Интересы стран, эмитирующих данные обязательства, в международной политике зачастую противоречат интересам развивающихся стран, вкладывающих свои резервы в эти обязательства. Но такое инвестирование со стороны развивающихся стран фактически означает финансирование кампаний, направленных против их собственных интересов, не говоря уже о том, что

зачастую эти кампании носят антигуманный характер военных операций. В частности, известно, что расходы США на войны в Ираке, Афганистане и Ливии за последние несколько лет превысили 1 трлн. долл. Эти расходы финансировались путем наращивания федерального долга США, который только за последние три года вырос примерно на три триллиона долл. А финансировали это наращивание долга развивающиеся страны – в первую очередь Китай, но также Россия и другие страны СНГ, покупая в свои резервы американские долговые бумаги. Налицо парадокс – голосуя в Совете безопасности ООН против военных операций США, Россия и Китай фактически финансируют американские войны против своих собственных интересов.

Еще одним минусом долговых обязательств развитых стран является их крайне низкая доходность, которая существенно меньше показателей инфляции, причем не только в странах-инвесторах, но даже в развитых странах. Например, в соответствии с отчетом Национального банка РК по итогам 2011 года «доходность инвестиционного портфеля золотовалютных активов, выраженная в долларах США, за 2011 год составила 0,82%»*. Доходность долларового портфеля резервов Банка России в период с сентября 2010 по сентябрь 2011 года составила 0,69 %**. Такая доходность вложений не позволяет осуществлять сберегательную функцию, поскольку инвестированные средства уменьшаются вследствие инфляции.

Низкая доходность государственных обязательств развитых стран, выступающих в качестве резервных активов и, в первую очередь, американских казначейских векселей, также является относительно недавней тенденцией. Еще в 80-е

* ГОДОВОЙ ОТЧЕТ Национального Банка Республики Казахстан за 2011 год. Алматы, 2012 год. С. 25.

** Центральный Банк Российской Федерации. Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. Выпуск 1 (22). Москва, 2012. с. 11.

годы доходность американских обязательств была весьма высока, что позволяло инвесторам получать реальную положительную доходность, перекрывая инфляцию (рис.1). Но эта доходность постоянно падала и в настоящее время составляет менее 2 % годовых по 10-летним обязательствам, что актуализирует вопрос о качестве данного актива как средства аллокации резервов. На наш взгляд, снижение доходности долларовых активов сыграло заметную роль в снижении доли резервов, размещаемых в американских активах.



Рис. 1. Рыночная доходность 10-летних казначейских обязательств США в 1980-2012 гг., % годовых*

Следует отметить, что в течение последних лет (с 2010 года) некоторые из крупнейших развивающихся стран, инвестирующих в американские долговые обязательства, пытаются сокращать, или, как минимум, не наращивать свои вложения в данные инструменты (рис.2). Так, российские

* Источник: USA Data. Interest rates. <http://www.EconStats.com>.

инвестиции в американские долговые обязательства с июля 2010 по февраль 2012 года сократились на 35 млрд. долл., или на 20 % (при общем росте резервов примерно на 40 млрд.). С середины того же 2010 года почти не увеличились вложения в американские долговые бумаги Китая, также на фоне роста общего объема резервов. Аналогичные тенденции наблюдаются с вложениями Индии и Кореи, инвестиции которых в американские государственные долги остановились на уровне около 30-40 млрд. долларов с 2009 года. Рост же такого рода вложений демонстрируют страны, тесно связанные (причем, скорее политически, чем экономически) с США – Тайвань, Бразилия, арабские монархии Персидского залива.

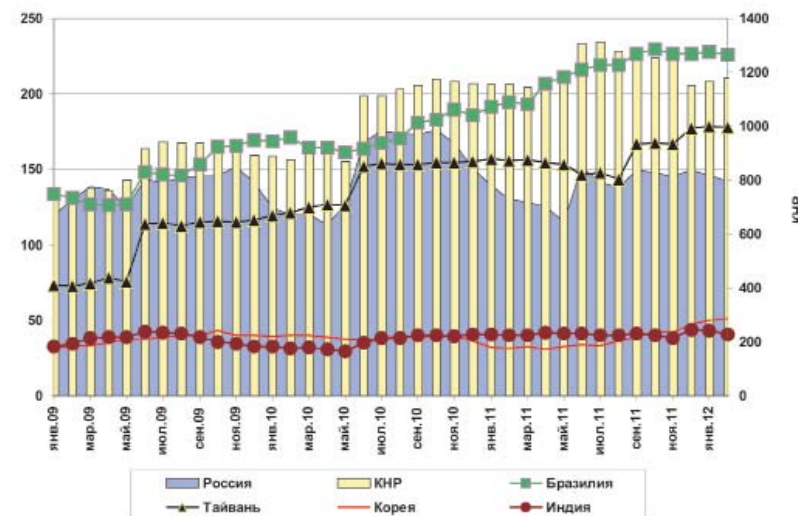


Рис. 2. Динамика вложений крупнейших развивающихся экономик в долговые обязательства США в 2009-2012 гг., млрд. долл.*

* MAJOR FOREIGN HOLDERS OF TREASURY SECURITIES. HOLDINGS 1/ AT END OF PERIOD. Department of the Treasury/Federal Reserve Board, April 30, 2012. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>.

Прекращение вложений в долговые обязательства США со стороны некоторых крупнейших развивающихся экономик можно рассматривать в различных аспектах, вплоть до попыток влияния на американскую администрацию через экономические инструменты. Однако, с точки зрения обеспечения сохранности национальных сбережений такая практика не слишком эффективна, так как альтернативой американским бумагам являются обязательства стран со столь же нездоровыми системами государственных финансов – ЕС, Великобритании, Японии. Тенденция по сокращению размещения резервов в долларовых активах развивающимися странами проявилась в 2000-е годы (рис.3), однако уход из долларов привел лишь к переводу части резервов в европейские и японские активы.

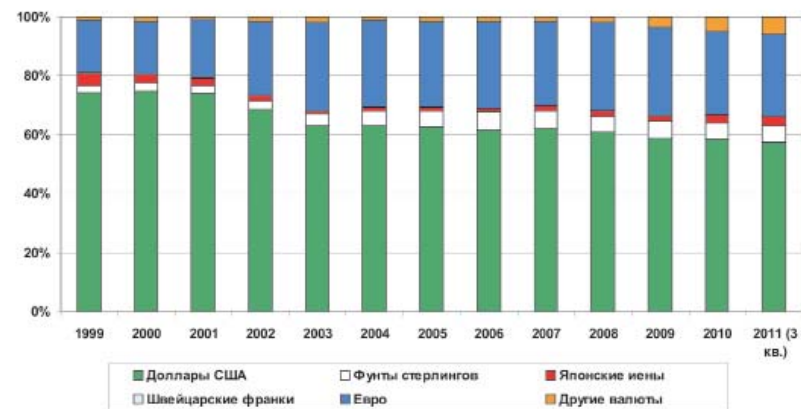


Рис. 3. Структура размещенных резервов развивающихся стран по отдельным резервным валютам, %.*

Необходимо также отметить, что в течение последних трех лет проявилась тенденция быстрого роста доли «других

* Рассчитано по данным МВФ: Source: IMF Statistics Department COFER database and International Financial Statistics. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

валют», которая к концу 2011 года увеличилась почти до 6 % – больше, чем вложения в японские и швейцарские активы, вместе взятые. Очевидно, данная тенденция отражает озабоченность развивающихся стран качеством традиционных резервных инструментов и их попытки найти данным инструментам альтернативу. Хотя возможности диверсификации размещения резервов все же остаются ограниченными, поскольку выбор среди других валют все равно предполагает инвестирование в активы развитых стран или международных финансовых институтов. Например, в валютных активах Банка России в конце 2011 года из таких нетрадиционных активов, были представлены финансовые инструменты международных финансовых институтов (2 %), Канады, Дании (по 0,7 %) и Норвегии (0,5 %). Национальный банк РК в 2011 году имел вложения в долговые обязательства таких стран, не входящих в число традиционных эмитентов резервных валют, как Австралия, Канада, Швеция, Корея*.

На наш взгляд, вопрос о поиске новых альтернатив – не только облигациям США, но и других развитых стран с непомерно разросшимися долгами – является одним из наиболее актуальных для развивающихся экономик, острота которого будет постоянно расти в перспективе 5 – 10 лет. В связи с постоянно увеличивающейся проблемностью долговых обязательств развитых стран, используемых в качестве резервных активов, которая может привести к потере части этих резервов, на наш взгляд, назрела необходимость создания развивающимися странами собственных финансовых инструментов, которые могли бы служить, в том числе, и объектами аллокации собственных государственных резервов.

Данное предложение противоречит традиционной практике размещения резервных активов, поскольку считается,

* Национальный банк Республики Казахстан. Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2011 г. с.42.

что такие активы должны быть представлены исключительно высоконадежными финансовыми инструментами, к которым обычно относят долговые ценные бумаги развитых государств. При этом практически единственным критерием надежности, даже для центральных банков, выступают рейтинговые оценки агентств «большой тройки», многократно дискредитированные в ходе последних финансовых кризисов. Так, Банк России формирует свои резервы из активов, у которых «минимальный рейтинг выпусков долговых ценных бумаг (или эмитентов долговых ценных бумаг) установлен на уровне «АА–» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's и «Аа3» по классификации рейтингового агентства Moody's»*. Поскольку наивысшие рейтинги имеют только обязательства развитых стран, то и резервы стран всего мира формируются из инструментов такого рода. Однако надежность как самих обязательств развитых государств, так и их рейтингов от американских агентств далека от того уровня, которым должны обладать активы, выступающие в роли средства сбережения национального уровня.

Резюмируя вышеизложенное, можно сделать вывод о том, что существующую систему аллокации международных резервов можно охарактеризовать как ненадежную, подверженную субъективным политическим рискам и низкодоходную. Альтернативой данной системе может быть, как отмечено выше, формирование новых резервных инструментов, не имеющих указанных недостатков. Обеспечение надежности таких активов может базироваться на низком уровне государственной задолженности развивающихся стран, которые могли бы выступать их эмитентами, а отсутствие политических рисков по отъему инвестированных средств в рамках

* Центральный Банк Российской Федерации. Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. Выпуск 1 (22.) Москва, 2012. сс. 9-10.

международных санкций также повысило бы привлекательность данных активов среди других развивающихся стран. Наконец, очень важным преимуществом таких инструментов как альтернативы вложениям в обязательства развитых стран стало бы обеспечение финансовыми ресурсами отечественных проектов в экономических и социальных сферах, где до сих пор имеется множество нерешенных проблем.

Размещение части национальных резервов в собственные инвестиционные инструменты на первый взгляд противоречит как многолетней практике аллокации государственных сбережений, так и самой логике института резервов. Однако, данные противоречия характерны именно для развивающихся стран и обусловлены тем, что длительное время их валюты были неустойчивыми, что предопределяло необходимость сохранения сбережений от инфляции в так называемых «твердых» валютах. Но в настоящее время ситуация в мировой экономике и на финансовых рынках существенно изменилась, что делает возможным и изменение традиционной практики резервирования средств в валютах развитых стран. Во-первых, сами эти валюты давно перестали быть твердыми – за последние два десятилетия вследствие массивной накачки финансовых рынков кредитными компонентами денежной массы (прежде всего долларовой), валюты развитых стран сильно обесценились, в частности, относительно товарных активов. Так, относительно золота доллар США в период с 2000 по 2011 год обесценился в 5,6 раза (среднегодовая цена золота в 2000 году составляла 279 долл., в 2011 году – 1571 долл.). Во-вторых, валюты крупных развивающихся экономик в последние годы обрели устойчивость и имеют скорее обратную тенденцию к укреплению относительно валют развитых стран, базирующуюся на устойчиво положительном сальдо торгового баланса.

Кроме того, практика вложения государственных средств в национальные обязательства считается неправильной только в развивающихся странах, тогда как в государствах, эмитирующих мировые резервные валюта это вполне нормальное явление. Например, в США объем государственных долговых обязательств во владении у государственных же организаций и ФРС вырос за последние двадцать лет в 6,3 раза (рис. 4). Если в 1990 году государственные организации, фонды и федеральные резервные банки были держателями государственных обязательств на общую сумму в 1 трлн. долл., то по итогам 2011 года эта величина увеличилась до 6,3 трлн.

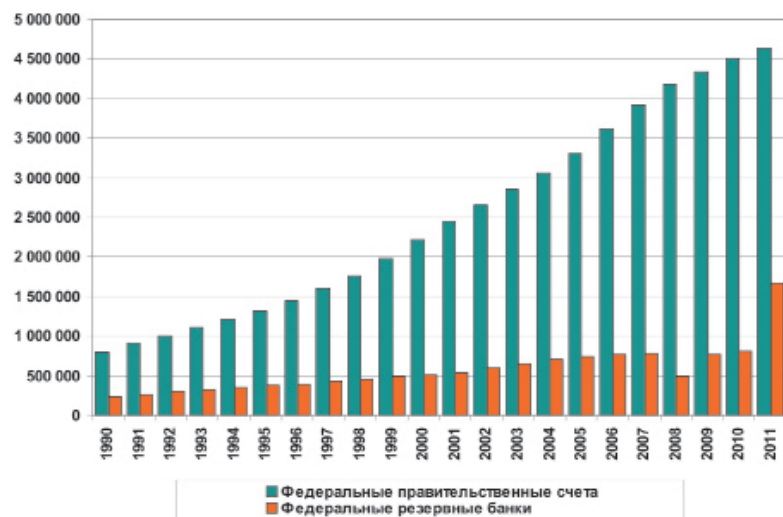


Рис. 4. Динамика объемов государственных долговых обязательств США у правительственных организаций США и ФРС*.

В относительном выражении объемы государственного долга у государственных организаций также весьма велики,

* Рассчитано по данным официального сайта Белого дома – The White House. Office of management and budget. Historical tables. Table 7.1—FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2016.

причем не только в США, но и в других развитых странах (таб.1).

Табл. 1. Объемы государственных долговых обязательств у национальных государственных структур США, Японии и Великобритании, % от общего объем государственного долга*.

	Федеральное правительство и агентства	Федеральные резервные банки	Всего государственные организации
США	31,4	11,3	42,7
	Государственные институты и фонды	Банк Японии	Всего государственные организации
Япония	15	8	23
		Банк Англии	Всего государственные организации
Велико-британия		21	21

В Японии, Великобритании, США доля государственного долга, держателем которого выступают правительственные организации и центральные банки составляет в настоящее время весьма значительные величины – от 21 до 43 %. Также можно отметить, что Европейский центральный банк в период долгового кризиса еврозоны начал практиковать скупку государственных ценных бумаг некоторых из проблемных стран на вторичном рынке с целью стабилизации ситуации с их доходностью. Европейский фонд финансовой стабильности – еще один государственный институт – среди четырех своих основных целей имеет такие, как «интервенции на

* Рассчитано по данным из следующих источников: The White House. Office of management and budget. Historical tables. Table 7.1—FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2016.; Stuart Staines. The Current Japanese Debt Situation and What We Can Learn From It. March 9, 2011. <http://seekingalpha.com/article/257182-the-current-japanese-debt-situation-and-what-we-can-learn-from-it>; Tejvan Pettinger. Who Does the UK Owe Money to? <http://www.economicshelp.org/blog/4098/economics/who-does-the-uk-owe-money-to/>.

первичном и вторичном долговых рынках» и «финансирование рекапитализации финансовых институтов через ссуды правительствам»*, то есть, приобретение долговых обязательств государств и их кредитование.

Что же касается инструментов размещения именно резервных активов центральных банков развитых стран, то, как было показано выше (см. раздел 3), большинство таких резервов размещаются не в долговых обязательствах США или европейских стран, а в золоте.

Таким образом, действующая система резервирования национальных накоплений имеет существенные перекосы, сильно отличающие методы как размещения средств, так и финансирования государственного долга, практикуемые развитыми и развивающимися странами. Причем развивающиеся государства находятся в проигрышной ситуации, поскольку вкладывают почти все свои резервы в крайне ненадежные долги развитых стран, и почти не практикуют покупку своих собственных долговых обязательств государственными институтами, что широко распространено в развитых странах. В результате, при недофинансировании ключевых сфер социального и экономического развития в собственных странах, почти все накопленные ресурсы вкладываются в обязательства развитых стран, в которых они еще и обесцениваются, так как доходность по этим активам многократно отстает от инфляции.

Необходимо отметить, впрочем, что определенная часть резервных средств развивающихся стран, в том числе, Казахстана, все-таки вкладывается во внутренние обязательства. Так, Национальный банк Республики Казахстан в 2011 году имел инвестиции в ценные бумаги казахстанских эмитентов на общую сумму в 188 млрд. тенге, из которых 180,6 млрд.

* Официальный веб-сайт Европейского фонда финансовой стабильности. About EFSF. <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>.

представляли ценные бумаги Министерства финансов, а 7,4 млрд. – долговые обязательства государственных финансовых организаций*. В общем объеме инвестиций в долговые инструменты (на сумму 3610,4 млрд. тенге) эти вложения составляли 5,2 %, тогда как остальные 95 % были представлены ценными бумагами иностранных эмитентов, в том числе корпоративных (на сумму 97,4 млрд. тенге). Центральный банк России также осуществляет небольшие инвестиции в отечественные ценные бумаги – так, в общем объеме валютных резервов доля российских инструментов (преимущественно еврооблигаций) в конце 2011 года составляла 1 %. Причем, эта доля в последние годы постоянно снижалась – такой же уровень отмечался в 2010 году, в 2009 году он составлял 2 %, в 2008 году – 3,8 %**.

Что же касается средств суверенных фондов, то они также размещаются преимущественно в зарубежные активы развитых стран. Так активы Национального фонда Республики Казахстан в 2011 году были представлены в основном валютным портфелем на сумму 43,694 миллиарда долларов (что составило 93,8%), а также портфелем казахстанских бумаг – облигаций Фонда национального благосостояния «Самрук-Казына» и национального холдинга «КазАгро» на сумму 2,890 миллиарда долларов (6,20%)***. При этом валютные активы Национального фонда включали в основном ценные бумаги казначейства США (стабилизационный портфель), а также портфель долговых обязательств других развитых стран (сберегательный портфель). Доходность Национального фонда от этих инвестиций в 2011 году составила 1,37 %.

* Национальный банк Республики Казахстан. Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2011 г. с.42.

** Центральный Банк Российской Федерации. Обзоры деятельности Банка России по управлению валютными активами. Выпуск 1 (22.) Москва, 2012. сс. 9-10.; Выпуск 3 (11), Москва, 2009, с. 8.; Выпуск 3 (15). Москва, 2010, с. 9; Выпуск 3 (19). Москва, 2011, с.9.

*** Доходность Национального фонда Казахстана за 2011 год составила 1,37% - Нацбанк. АЛМАТЫ, 11 мая - ИА Новости-Казахстан. <http://newskaz.ru/economy/20120511/3131390.html>.

Средства российских суверенных фондов (Резервного фонда и Фонда национального благосостояния) также вкладываются в основном в иностранные ценные бумаги. Так, средства Резервного фонда, «могут размещаться в долговые обязательства в виде ценных бумаг иностранных государств, иностранных государственных агентств и центральных банков следующих стран: Австрия; Бельгия; Великобритания; Германия; Дания; Канада; Люксембург; Нидерланды; США; Финляндия; Франция; Швеция»*. При размещении средств Фонда национального благосостояния допускается их размещение не только в валютные, но и в рублевые активы, но предельная доля таких активов не может превышать 40 %, тогда как валютные активы могут составлять до 100 % портфеля.

Таким образом, несмотря на многочисленные изъяны, присущие долговым обязательствам развитых стран, они продолжают оставаться основными инструментом аллокации государственных активов развивающихся государств, в том числе и стран СНГ. На наш взгляд, эта ситуация не соответствует потребностям национальных экономик развивающихся стран, и обуславливается в первую очередь отсутствием эффективных механизмов вложения накопленных средств, сочетающих надежность и ликвидность внутренних инструментов, что делает весьма актуальным поиск соответствующих решений в плане развития финансовых рынков развивающихся стран, включая Казахстан.

6.2. Перспективные направления реаллокации резервных активов развивающихся стран

Растущая проблема обеспечения надежности и эффективности размещения национальных резервов осознается во все

* Министерство финансов Российской Федерации. Резервный фонд. Управление. [http://www1.minfin.ru/ru/reservefund/management/..](http://www1.minfin.ru/ru/reservefund/management/)

больших масштабах по мере нарастания кризисных явлений на мировых рынках в целом и в части долгового бремени развитых стран – в частности. Некоторые развивающиеся страны предпринимают попытки вывода или реаллокации части своих резервов в нетрадиционные активы. В некоторых случаях такие действия носят политизированный и скорее декларативный характер – например, объявленный в августе 2011 года президентом Венесуэлы У.Чавесом возврат золотого запаса страны из банков США и Европы с последующим размещением резервов в России, Китае и Бразилии. В данном случае одним из аргументов для перемещения резервов стали опасения политического характера – опасность их замораживания и вмешательства ФРС США в использование средств.

Но существуют также и чисто экономические мотивы по выводу развивающимися странами своих резервов из активов «развитого мира», которые становятся все более кризисозависимыми и ненадежными. Тенденции постепенного уменьшения доли долларовых активов и роста доли других валют в резервах развивающихся стран были рассмотрены выше и эти тенденции наблюдаются и на пространстве СНГ. Так, 14 ноября 2011 года было объявлено, что из-за кризиса в еврозоне Национальный банк Украины планирует ввести в золотовалютные резервы китайский юань, объемы которого в резервах должны составить примерно 2,5 млрд. долл. или около 7 %*. В сентябре того же года Председатель Национального банка Казахстана Г.Марченко заявил, что Национальный банк Казахстана может добавить в структуру золотовалютных резервов страны российский рубль, южнокорейскую вону и бразильский реал. Таким образом, в настоящее время происходят определенные подвижки в пере-

* Кризис в еврозоне заставляет Украину переводить активы в юани. <http://www.rosbalt.ru/ukraina/2011/11/14/911964.html>.

осмыслении практики инвестирования резервных активов. Однако, на наш взгляд, эту практику целесообразно менять более динамично, так как темпы роста задолженности развитых стран растут слишком быстро, и это может поставить под угрозу их платежеспособность по своим обязательствам уже в перспективе ближайших нескольких лет. В связи с этим требуется быстрый поиск альтернатив данным обязательствам как средству размещения резервов, а, если требуется – то и создание новых финансовых инструментов, способных стать такой альтернативой.

По нашему мнению, решение обостряющейся проблемы аллокации резервных активов может осуществляться по трем основным направлениям:

1. Создание национальных долговых обязательств, способных выступить в роли инструмента размещения резервов, и отличающихся надежностью, доходностью и ориентацией на решение актуальных проблем социально-экономического развития под жестким контролем (и с участием) государства.

2. Формирование наднациональных финансовых инструментов в рамках ЕЭП, способных в перспективе стать одним из ведущих международных полюсов привлечения резервных средств.

3. Реаллокация резервов в долговые обязательства стран со здоровыми системами государственных финансов.

Рассмотрим эти направления подробнее. Первое из них, предполагающее формирование внутренних финансовых инструментов, способных заместить ненадежные и низкодоходные облигации развитых стран, уже начало реализовываться в Казахстане. В Послании Президента Н.Назарбаева народу Казахстана 2012 года данная задача была озвучена: «Нам придется позаимствовать кредиты у Национального фонда на осуществление проектов. Я считаю, что это правильно. Чем держать эти деньги в зарубежных банках, будем

вкладывать в собственную экономику»*. В развитие данной задачи в феврале 2012 года было проведено заседание Совета по управлению Национальным фондом РК, на котором Президент отметил: «Национальный фонд надо использовать для развития нашей страны, в том числе кредитуя из фонда и зарабатывая деньги внутри, а не вне нашего государства. ... Часть фонда предназначена для будущих поколений, часть – для трансфертов, развития экономики сегодня. Крупные объекты, такие как железные дороги, которые необходимы в будущем для Казахстана, газопровод в центре страны, вопросы доступного жилья, программы занятости помимо бюджетных средств также требуют дополнительных финансов для осуществления»**. На этом заседании были рассмотрены вопросы об изменении Концепции формирования и использования средств Национального фонда в части увеличения в 2012-2013 годах гарантированного трансферта в республиканский бюджет на 15% (180 млрд. тенге). То есть, уже начинается практическая работа по увеличению использования средств Национального фонда в целях развития казахстанской экономики. В частности, принято решение о выдаче облигационного займа из Национального фонда для АО «НК «Казмунайгаз» на общую сумму 4 млрд. долл. в рамках поддержки проекта Кашаган.

Таким образом, активизация использования резервов на внутренние цели развития в Казахстане по линии Национального фонда уже началась, и предполагает как опосредованное (через увеличение трансфертов в бюджет), так и прямое (инвестирование в облигации) финансирование потребностей экономики. В то же время, можно отметить, что

* Послание Президента Республики Казахстан – Лидера Нации Н.А.Назарбаева народу Казахстана. Социально-экономическая модернизация – главный вектор развития Казахстана. Январь, 2012 г.

** Под председательством Главы государства Н. Назарбаева состоялось заседание Совета по управлению Нацфондом РК. Информационная служба ZAKON.KZ 29 февраля 2012 г. http://www.zakon.kz/top_news/4476695-pod-predsdatelstvom-glavy-gosudarstva.html.

пока что резервы такого финансирования очень значительны и существенно перекрывают приведенные выше цифры использования средств Национального фонда. Например, только в рамках Программы по развитию государственно-частного партнерства в Республике Казахстан на 2011 – 2015 годы, принятой в июне 2011 года, предусматривается «к 2015 году реализовывать не менее 15 проектов ГЧП на общую сумму свыше 900 млрд. тенге».* При этом в данной программе основным инструментом привлечения средств называется проектное финансирование, тогда как облигационные займы, соответствующие формату портфельного инвестирования, в том числе и таких институтов, как Национальный фонд, обойдены вниманием.

На наш взгляд, именно развитие облигационных займов, выпускаемых эмитентами с государственным участием (ФНБ «Самрук-Казына», национальные компании), либо непосредственно государственными органами, должно обеспечить одну из альтернатив сегодняшней практике инвестирования казахстанских резервов в долговые обязательства развитых стран. Активное использование резервов на цели модернизации и долгосрочные инвестиционные проекты, которые не может осуществить частный бизнес, финансируемые посредством облигационных займов, представляется более обоснованной альтернативой при условии, разумеется, обеспечения адекватного инструментария расходования, контроля и возвратности вкладываемых средств.

Второе направление диверсификации резервных средств на основе формирования новых финансовых инструментов, может быть представлено новым их типом – облигациями, эмитируемыми в рамках ЕЭП (и других интеграционных объединений) межгосударственными организациями. Такие

* ПРОГРАММА по развитию государственно-частного партнерства в Республике Казахстан на 2011 – 2015 годы.

инструменты могли бы выпускаться для решения задач реализации инфраструктурных проектов, повышения обороноспособности, развития научных учреждений, проектов по развитию человеческого капитала в здравоохранении, образовании и т.д. Возможности эмиссии таких облигаций повышаются по мере развития интеграции в рамках ЕЭП, а сами эти бумаги могли бы стать важным фактором для формирования собственных резервных активов и усиления интеграционных процессов. Укреплению интеграционного взаимодействия будет способствовать многосторонний характер проектов, финансируемых за счет эмиссии предлагаемых облигаций, что позволит повысить интерес стран к сотрудничеству в рамках данного проекта. С другой стороны, необходимость обеспечения высокой надежности международных облигаций с тем, чтобы они соответствовали статусу резервного актива, означает, что потребуются также и высокая надежность эмитентов. Поскольку основой, гарантом или «кредитором последней инстанции» для таких инструментов в конечном итоге будут страны-участники проекта, то они должны будут на согласованной основе соблюдать высокие стандарты финансовой дисциплины. Это значит, что все страны, участвующие в проекте, будут придерживаться рамок здорового состояния государственных финансов и исключат, тем самым, возникновение проблем, аналогичных тем, которые в настоящее время испытывают страны ЕС, не выполняющие положения Пакта о стабильности. В свою очередь, согласованное выполнение странами ЕЭП норм финансовой дисциплины, обусловленное проектом нового мирового резервного актива, будет означать и стандартизацию всех экономических систем и процессов, что позволит более эффективно проводить экономическую интеграцию и в других сферах.

Ключевым вопросом в процессе создания нового класса резервных активов, эмитируемых в рамках ЕЭП, является

проблема формирования адекватного механизма эмиссии. В данном случае возникает ряд серьезных проблем, без решения которых такие инструменты невозможны. К основным проблемам организации выпуска новых общих для стран ЕЭП облигаций, способных стать новым классом международных резервных активов, можно отнести следующие: проблема эмиссионного центра – органа, выпускающего данные облигации; проблема распределения средств от выпуска облигаций между странами-участницами; проблема валюты деноминирования данных финансовых инструментов.

На наш взгляд, решение данных проблем возможно в рамках механизма, предполагающего организацию специализированной межгосударственной организации в ЕЭП, которая бы эмитировала облигации. По нашему мнению, можно предложить создание в рамках ЕЭП Евразийского фонда развития (ЕФР – условное название), который бы занимался реализацией длительных многосторонних проектов стратегического характера, требующих больших объемов финансирования (масштабные инфраструктурные проекты, реализация фундаментальных научных исследований, создание крупных медицинских, образовательных центров и т.п.). Этот фонд может быть создан странами-участницами ЕЭП по аналогии с Евразийским банком развития или Евразийским антикризисным фондом* и стать эмитентом долгосрочных облигаций, средства от реализации которых будут направляться в совместные проекты, работающие на все страны-члены ЕЭП. Тот факт, что данный фонд будет межгосударственной структурой, за которой стоят страны с крепкими и здоровыми финансовыми системами, позволит обеспечить надлежащую репутацию и надежность эмитируемых обли-

* Также в качестве примера можно привести Европейский фонд финансовой стабильности – EFSF.

гаций в глазах инвесторов и через некоторое время данные инструменты станут достаточно привлекательными для того, чтобы войти в резервы многих стран мира, а также привлечь корпоративных институциональных инвесторов.

Проблема справедливого распределения бенефиций от участия в Евразийском фонде развития и эмиссии его облигаций может решаться на основе двух типов участия – долей участия в проектах, реализуемых на средства фонда, и участия в распределении выручки от продажи ценных бумаг. В том случае, если проект финансируется только странами-членами посредством вложения в него своих резервов, каждый из участников получает в проекте долю, пропорциональную вкладу. Если же к финансированию привлекаются третьи страны (облигации продаются широкому кругу участников), то страны-учредители фонда получают возможность участвовать в распределении будущих доходов в соответствии с долями в его уставном капитале. Возможны, впрочем, и другие варианты, особенно в тех случаях, когда облигации выпускаются под некоммерческие проекты – распределение подрядных работ, поставок товаров и услуг для проекта и пр. из стран в соответствии с их долями участия в уставном капитале фонда.

Наиболее неоднозначным представляется вопрос о валюте деноминирования такого рода облигаций. Очевидно, что выбор для межгосударственного проекта ЕФР валюты одной из стран будет не вполне корректен и может вызвать разногласия. На наш взгляд, под данный проект может быть создана общая безналичная наднациональная расчетная единица, аналогичная существовавшей в свое время в ЭЭС ЭКЮ или существующей сейчас в МВФ СДР. Можно также вспомнить опыт введения в ЕС евро, который сначала имел безналичную форму. На наш взгляд, создание в ЕЭП такой наднациональной валютной единицы для деноминирова-

ния общих ценных бумаг может стать адекватной формой «обкатки» потенциальной наднациональной валюты, успешное введение которой без предварительного переходного периода может принести больше проблем, чем пользы. Существование же расчетной денежной единицы, используемой в качестве исключительно инвестиционного инструмента, позволит решить ряд сопутствующих задач – обеспечить данной валюте положительную «кредитную историю» и репутацию среди инвесторов, наладить технические процессы конвертации и взаиморасчетов с использованием национальных валют стран ЕЭП, протестировать возможности использования наднациональной валюты в межгосударственных расчетах и для выполнения иных функций в рамках ЕЭП.

Таким образом, введение в рамках ЕЭП нового вида финансовых инструментов – облигаций, эмитируемых межгосударственной организацией – позволит решить ряд весьма актуальных проблем экономического развития – от обеспечения сохранности государственных резервов и аккумуляирования крупномасштабных финансовых ресурсов в целях долгосрочного развития до формирования на основе данных инструментов нового полюса экономической силы, подкрепленного эмиссионным центром мировых резервных активов. Последний аспект позволит, по нашему мнению, существенно повысить конкурентоспособность объединенной экономики ЕЭП/СНГ в мировом балансе полюсов экономической силы, так как обеспечит ей недостающий в настоящее время фундамент в лице мировой резервной валюты, которая, в свою очередь, станет мощным фактором привлечения иностранных инвестиционных и иных потоков в страны ЕЭП.

Что же касается третьего направления возможной реаллокации резервных активов – в долговые обязательства

стран со здоровыми системами государственных финансов, то в данном случае имеется в виду сохранение ориентации на тот же тип финансовых инструментов – государственные облигации стран с высокими рейтингами, но имеющих при этом нормальные относительные параметры уровня государственного долга. Нормальным уровнем государственной задолженности, который позволяет оценивать инвестиции в облигации как надежные, по нашему мнению, может быть уровень соотношения чистого долга и ВВП не более 30 %. В настоящее время, согласно данным МВФ, в мире насчитывается около сорока стран с таким уровнем указанного параметра (таб.2).

Однако большинство данных стран не подходит в качестве эмитента резервных активов, поскольку представляет низкоразвитые экономики из Африки, Латинской Америки и других регионов, имеющие низкий уровень государственного долга не из-за соответствующей финансовой политики, а по причине отсутствия доступа к организованным финансовым рынкам. В частности, 15 стран с низким уровнем государственной задолженности даже не имеют суверенных кредитных рейтингов от ведущего рейтингового агентства Standard&Poor's. Несмотря на всю критику в адрес рейтинговых агентств, их рейтинги все же должны быть одним из критериев отбора финансовых инструментов в портфель резервов – просто потому, что ценные бумаги, обладающие высокими рейтингами, отличаются высокой ликвидностью, которая необходима в случае оперативной потребности в средствах. Поэтому для формирования портфеля резервных активов требуется дополнить критерий низкого уровня государственного долга критерием высокого кредитного рейтинга – таких стран, в рейтингом от «А-» и выше, в таблице 2 насчитывается 15 (выделены заливкой).

Табл. 2. Страны с минимальным уровнем соотношения
чистого государственного долга и ВВП в 2010 г*.

	Соотношение чистого долга и ВВП, %	Суверенный рейтинг в иностранной валюте S&P
Босния и Герцеговина	29,9	B
Молдова	29,8	-
Корея	29,6	A
Доминиканская Респу- блика	29,0	B+
Колумбия	28,5	BBB-
Нидерланды	27,5	AAA
Македония	24,0	BB
Мали	22,7	-
Беларусь	22,4	B-
Боливия	21,6	BB-
Польша	21,4	A-
Нигерия	18,3	B+
Республика Конго	17,4	-
Сирия	16,6	-
Соломоновы острова	16,1	-
Намибия	15,7	-
Тринидад и Тобаго	14,9	A
Катар	14,7	AA
Камерун	12,9	B
Замбия	10,3	-
Российская Федерация	9,9	BBB
Свазиленд	8,4	-
Экваториальная Гвинея	7,5	-
Австралия	5,5	AAA

* Источники: Total Government Net Debt (% of GDP) Data for All Countries. Economy Watch. http://www.economywatch.com/economic-statistics/economic-indicators/General_Government_Net_Debt_Percentage_GDP/ ; Sovereigns Rating List. Standard&Poor's rating service. <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us?sectorName=Governments&subSectorCode=39&filter=M>.

Продолжение таблицы

Новая Зеландия	4,6	AA
Нигер	2,6	-
Алжир	1,2	-
Дания	0,9	AAA
Лесото	0,0	-
Гонконг	0,0	AAA
Сьерра-Леоне	0,0	-
Эстония	-1,0	AA-
Болгария	-4,2	BBB
Казахстан	-10,7	BBB+
Чили	-11,5	A+
Швеция	-14,6	AAA
Саудовская Аравия	-49,8	AA-
Финляндия	-56,8	AAA
ОАЭ	-76,2	-
Ливия	-94,9	-
Норвегия	-156,4	AAA

Однако и выделенные 15 стран не в полной мере могут быть источником активов для размещения валютных резервов. Одним из наиболее очевидных препятствий является то, что в ряде случаев благополучные в долговом отношении страны с высокими кредитными рейтингами просто слишком малы и поэтому объемы выпуска ими государственных облигаций столь же низки, что не позволит разместить в них крупные объемы международных резервов. К таким странам относятся Тринидад и Тобаго, Катар, Эстония. Кроме того, для использования в качестве резервных активов не очень подходят облигации стран, валюты которых неустойчивы и имеют высокую волатильность – такие, как польский злотый или чилийский песо.

В целом, валютная устойчивость и перспективы той или иной валюты также должны выступать еще одним критерием выбора размещения резервов, так как изменения курсов валют, в которых деноминированы облигации, может очень существенно отражаться на сохранности этих резервов. Например, в 2009 году, когда наблюдалась высокая волатильность курсов основных резервных валют мира, изменения этих курсов стали одним из ведущих факторов роста резервов Банка России, которые за счет курсовой разницы увеличились на 7,3 млрд. долл. или на 1,8 %.* Изменения курсов могут оказывать столь же существенное отрицательное влияние на состояние международных резервов, поэтому выбор валюты деноминирования приобретаемых зарубежных облигаций имеет важное значение.

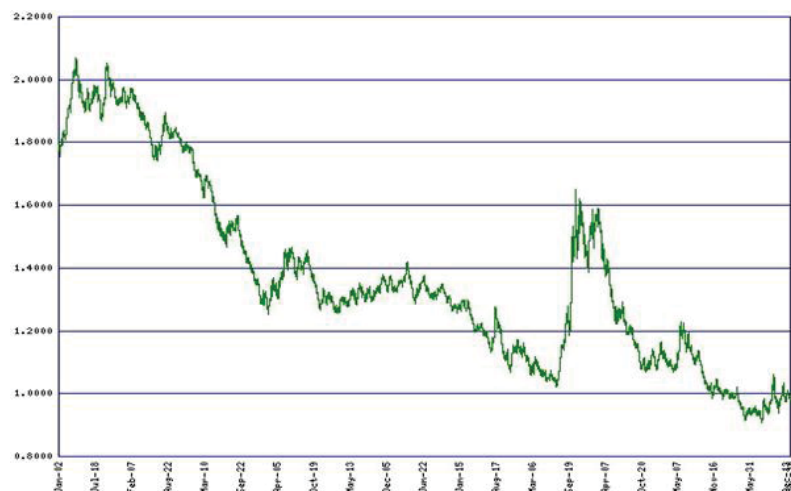


Рис. 5. Динамика курса австралийского доллара к доллару США в 2001 – 2011 гг., австр.долл./долл. США**.

* Центральный Банк Российской Федерации. Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. Выпуск 3 (15). Москва, 2010, с. 7.

** Источник: данные вебсайта ExchangeRate.com.

В этом плане традиционное распределение резервов в примерно равных долях между активами в долларах и евро (с небольшим добавлением других валют), практикуемое многими центральными банками развивающихся стран, в том числе и стран СНГ, не дает преимуществ. Две ведущие резервные валюты мира постоянно колеблются друг относительно друга, сохраняя определенное равновесие, сложившееся за последние десять лет в интервале 1,2 – 1,5 долл. за евро. В то же время, валюты стран с наиболее здоровыми системами государственных финансов, представленные в таблице 2 – Австралии, Новой Зеландии, Швеции, Дании, Норвегии – устойчиво крепнут на протяжении последних десяти лет (рис. 5 – 8).

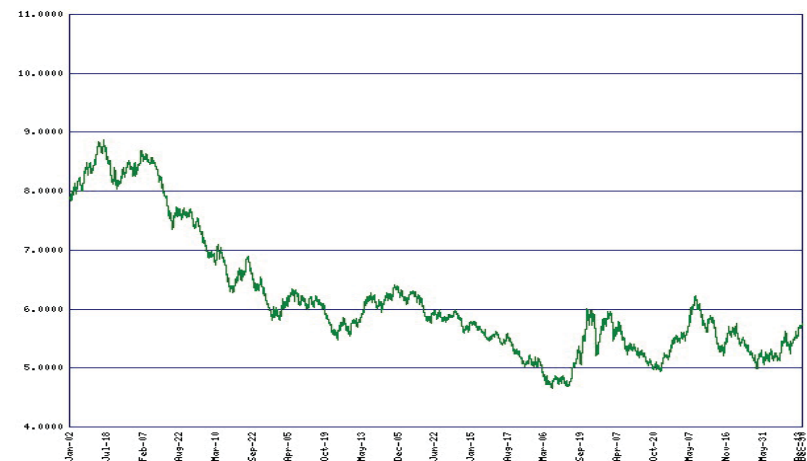


Рис. 6. Динамика курса датской кроны к доллару США в 2001 – 2011 гг., крон/долл. США*.

Существенное укрепление к доллару США валют Австралии, Дании, Норвегии и Швеции, составившее соответственно 85, 42, 47 и 39 % за десятилетний период, имеет объек-

* Источник: данные вебсайта ExchangeRate.com.

тивный макроэкономический базис, в том числе – по линии государственных финансов. У всех этих стран минимальный размер чистого государственного долга, а в ряде случаев (Швеция и Норвегия) этот долг даже отрицателен. Наряду с другими макроэкономическими факторами – положительным торговым балансом, наличием суверенного инвестиционного фонда, приумножающего национальные сбережения и пр., это обуславливает устойчиво положительные сальдо платежного баланса, что, в свою очередь, ведет к укреплению национальных валют. Столь же позитивная ситуация с государственным долгом в Финляндии, впрочем, не дает таких же благоприятных возможностей для инвестирования в активы данной страны, поскольку она входит в зону евро и, как следствие эти активы подвержены риску девальвации данной валюты.



Рис. 7. Динамика курса норвежской кроны к доллару США в 2001 – 2011 гг., крон/долл. США*.

* Источник: данные вебсайта ExchangeRate.com.



Рис. 8. Динамика курса шведской кроны к доллару США в 2001 – 2011 гг., крон/долл. США*.

В целом же, рассматривая проблемы инвестирования государственных резервов развивающихся стран в долговые ценные бумаги развитых государств, можно отметить, что в текущих условиях наиболее безопасными и потенциально доходными за счет ожидаемого роста курса валют являются облигации скандинавских стран, не входящих в зону евро, Австралии и Новой Зеландии.

Таким образом, резюмируя вышеизложенное, можно сделать вывод о том, что в условиях снижения надежности традиционных объектов размещения резервных активов – облигаций развитых стран – тем не менее имеются возможности для реаллокации резервов в целях обеспечения их сохранности, доходности и нейтрализации политических рисков. Наиболее оптимальным способом такой реаллокации представляется размещение резервов в национальных финансовых

* Источник: данные вебсайта ExchangeRate.com.

инструментов, средства от эмиссии которых будут работать на реализацию крупномасштабных проектов стратегического характера, а валютная (зарубежная) составляющая резервов должна компоноваться преимущественно из облигаций стран с низким уровнем государственного долга и высокими кредитными рейтингами.

Сведения об авторе

Додонов Вячеслав Юрьевич — главный научный сотрудник Казахстанского института стратегических исследований (КИСИ) при Президенте РК, доктор экономических наук.

Родился 31 июля 1967 года в городе Алма-Ате.

Окончил Алма-Атинский институт народного хозяйства, специальность — «планирование народного хозяйства» в 1990 году, диплом с отличием.

Доктор экономических наук, диссертация защищена в 2004 году (Институт экономики МОН РК) на тему «Управление портфелем акций на развивающихся фондовых рынках: теория, методология, методика». Кандидатская диссертация защищена в 1995 году на тему «Регулирование структуры акционерного капитала в системе управления крупными корпорациями открытого типа».

Опубликовано свыше ста научных работ общим объемом около 70 п.л.

К работе по специальности в качестве научного сотрудника приступил в 1990 году в Институте экономики Академии наук КазССР. Последующие этапы трудовой деятельности:

- 1990—2007 годы — Институт экономики МОН РК — экономист, младший научный сотрудник, научный сотрудник, старший научный сотрудник, заведующий отделом проблем регулирования экономики;
- 2007—2008 годы — АО «Институт экономических исследований» МЭБП РК, главный научный сотрудник;
- март 2008 — сентябрь 2009 года — Институт мировой экономики и политики при Фонде Первого Президента Республики Казахстан, главный научный сотрудник;

- с сентября 2009 года по настоящее время — главный научный сотрудник КИСИ при Президенте РК.

Сфера научных интересов: финансовые рынки, макроэкономика, национальная конкурентоспособность, мировая экономика и глобализация.

Қазақстан Республикасы Президентінің жанындағы Қазақстан стратегиялық зерттеулер институты туралы ақпарат

Қазақстан Республикасы Президентінің жанындағы Қазақстан стратегиялық зерттеулер институты (ҚСЗИ) Қазақстан Республикасы Президентінің 1993 жылғы 16 маусымдағы Жарлығымен құрылған.

Қазақстан Республикасы Президентінің жанындағы Қазақстан стратегиялық зерттеулер институтының құрылған күнінен бастап оның негізгі мақсаты — мемлекеттік ғылыми-зерттеу мекемесі ретінде Қазақстан Президентінің және елдің басқарушы органдарының қызметін ғылыми-талдаулармен қамтамасыз ету.

Осы уақыт барысында ҚСЗИ жоғарыкәсіпті ғылыми-талдау орталығына айналды. Бүгінгі таңда институтта тоғыз ғылым докторы он үш ғылым кандидаттары, саясаттану, тарих, экономика, социология салаларының мамандары қызмет атқарады.

ҚСЗИ қызметі барысында институт сарапшыларының қатысуымен халықаралық қатынас, ғаламдық және аймақтық қауіпсіздік мәселелері бойынша 200-ден астам кітап басып шығарылған. Институт төрт мерзімді ғылыми-сараптамалық журнал басып шығаруда: «Қоғам және Дәуір» тоқсандық ғылыми-сараптамалық журналы, «Қазақстан-Спектр» тоқсандық ғылыми журналы, «Analytic» ақпараттық-талдау журналы және «Central Asia's Affairs» тоқсандық сараптамалық журналы (ағылшын тілінде). Бұл басылымдарда сыртқы және ішкі саясат, халықаралық қатынастар, ұлттық қауіпсіздік, Қазақстан Республикасының әлеуметтік және экономикалық саясаты мәселелері жарық көреді, сондай-ақ материалдарды өзінің www.kisi.kz сайтында жариялайды. ҚСЗИ-дың жеке сайты үш тілде: қазақ, орыс және ағылшын тілдерінде ұсынылған.

Информация о Казахском институте стратегических исследований при Президенте Республики Казахстан

Институт өзінің негізгі зерттеу бағыттары бойынша семинарлар, ғылыми конференциялар, «дөңгелек үстелдер», халықаралық форумдар өткізеді. ҚСЗИ өткізетін ғылыми форумдардың ішінде шетелдік сарапшылардың ерекше қызығушылықтарын тудыратыны — 2003 жылдан дәстүрлі өтіп келе жатқан, Орталық Азиядағы ынтымақтастық пен қауіпсіздік мәселелеріне арналған Алматы конференциясы. ҚСЗИ-дың ғылыми басқосуларына Қазақстаннан ғана емес, сонымен қатар, Орталық Азия елдерінің, Ресейдің, Қытайдың, Германияның, Францияның, АҚШ-тың, Үндістанның, Иранның, Түркияның, Пәкістанның, Жапонияның және басқа да мемлекеттердің ғалымдары белсене қатысуда.

ҚСЗИ негізінде Қазақстанның жетекші жоғарғы оқу орындарының студенттері мен шетелдік сарапшылар үнемі тәжірибеден өтіп отырады.

Бүгінгі таңда институтта қызметкерлердің кәсіби және ғылыми өсулері үшін барлық қажетті жағдайлар жасалынған.

ҚСЗИ туралы толық ақпаратты төмендегі мекенжайдан алуға болады:

Қазақстан Республикасы, 050010, Алматы,
Достық даңғылы, 87«б»
Тел.: +7 (727) 264-34-04
Факс: +7 (727) 264-49-95
E-mail: office@kisi.kz
<http://www.kisi.kz>

Казахстанский институт стратегических исследований при Президенте Республики Казахстан (КИСИ) был создан Указом Президента Республики Казахстан 16 июня 1993 г.

С момента своего возникновения основной задачей Казахстанского института стратегических исследований при Президенте Республики Казахстан как государственного научно-исследовательского учреждения является научно-аналитическое обеспечение деятельности Президента Казахстана, руководящих органов страны.

За это время КИСИ превратился в высокопрофессиональный научно-аналитический центр. В настоящее время в институте работают девять докторов наук, тринадцать кандидатов наук, специалистов в области политологии, истории, экономики, социологии.

За время существования КИСИ экспертами института издано более 200 книг по международным отношениям, проблемам глобальной и региональной безопасности. Институтом издаются четыре журнала: «Қоғам және Дәуір» (на казахском языке), «Казахстан-Спектр», «Analytic» (на русском языке), «Central Asia's Affairs» (на английском языке). КИСИ располагает собственным сайтом на трех языках: казахском, русском и английском.

В КИСИ ежегодно проводится большое количество международных научных конференций, семинаров, круглых столов. Особый интерес у зарубежных экспертов вызывают ежегодные конференции КИСИ, проводимые с 2003 г. и посвященные проблемам безопасности и сотрудничества в Центральной Азии. В научных форумах КИСИ принимают участие не только экс-

перты из Казахстана и стран Центральной Азии, но и ученые из России, Китая, Германии, Франции, США, Индии, Ирана, Турции, Пакистана, Японии и других стран.

На базе КИСИ постоянно проходят стажировку и преддипломную практику студенты ведущих казахстанских высших учебных заведений, а также зарубежные эксперты.

В настоящее время в институте созданы необходимые условия для профессионального и научного роста сотрудников.

Более подробную информацию о КИСИ можно получить по адресу:

Республика Казахстан, 050010, Алматы,
пр. Достык, 87^{«б»}
Тел.: +7 (727) 264-34-04
Факс: +7 (727) 264-49-95
E-mail: office@kisi.kz
<http://www.kisi.kz>

About the Kazakhstan Institute for Strategic Studies under the President of the Republic of Kazakhstan

The Kazakhstan Institute for Strategic Studies under the President of the Republic of Kazakhstan (KazISS) was established on June 16, 1993 by the Decree of the President of the Republic of Kazakhstan.

Since its foundation the mission of the KazISS as the national research institution is to provide analytical support to the President of the Republic of Kazakhstan

The KazISS enjoys a reputation of the leading think tank of Kazakhstan as it employs a highly professional pool of experts; at present it includes nine doctors and thirteen candidates of sciences, who specialize in political science, history, economics and sociology.

The KazISS have published more than 200 books on international relations, global and regional security, economics and politics. The Institute is publishing four journals: the Kogam Jane Dayir in Kazakh, the Kazakhstan-Spectrum, and the Analytic in Russian, the Central Asia's Affairs in English. The KazISS has a trilingual website.

The KazISS holds a great number of international conferences, seminars and round tables, including the Annual Conferences (regularly held since 2003) on the issues of security and cooperation in Central Asia participated by the experts from Kazakhstan, Central Asia as well as Russia, China, Germany, France, India, Iran, Turkey, Japan and USA and other countries.

The KazISS is the basis for both professional practice work of students from the leading Kazakhstan universities and fellowship of the experts representing foreign research institutions.

Contact us for any further information:

The Dostyk Avenue, 87 'b'

050010, Almaty

Republic of Kazakhstan

Tel: +7 (727) 264-34-04

Fax.: +7 (727) 264-49-95

E-mail: office@kisi.kz

<http://www.kisi.kz>

Для заметок

Для заметок

Для заметок

Научное издание

Книга публикуется в редакции автора

Вячеслав Юрьевич Додонов

**НАРАЩИВАНИЕ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА
РАЗВИТЫХ СТРАН:
ТЕНДЕНЦИИ, ФАКТОРЫ, РИСКИ**

Дизайн обложки **Е.В. Игнатенко**
Верстка **А.А. Жумагалиева**

Подписано в печать 11.09.2012. Формат 60х90 1/16.
Бумага офсетная. Печать офсетная. Печ. л. 10,25.
Тираж 500 экз.

Казахстанский институт стратегических исследований
при Президенте Республики Казахстан
050010, Алматы, пр. Достык, 87^{«б»}.

Отпечатано в типографии ИП «Волкова Е.В.»
г. Алматы