

КАЗАХСТАНСКИЙ ИНСТИТУТ СТРАТЕГИЧЕСКИХ  
ИССЛЕДОВАНИЙ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РЕСПУБЛИКИ  
КАЗАХСТАН

**В.Ю. Додонов**

**ИЗМЕНЕНИЕ РОЛИ США  
В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ:  
ТЕНДЕНЦИИ И ВЛИЯНИЕ НА  
ГЛОБАЛЬНУЮ СТАБИЛЬНОСТЬ**

Астана 2016

УДК 339(035.3)  
ББК 65.9  
Д 60

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

**Автор: В.Ю. Додонов**

*Книга публикуется в авторской редакции*

**Додонов В.Ю.**  
**Изменение роли США в мировой экономике: тенденции и влияние на глобальную стабильность:** монография. В.Ю. Додонов – Астана: КИСИ при Президенте РК, 2016. – 264 с.

**ISBN 978-601-7476-18-2**

В монографии рассматриваются актуальные проблемы экономики США в контексте их влияния на стабильность мирохозяйственных процессов. Ситуация в американской экономике в настоящее время стала одним из наиболее сильных источников генерирования кризисных явлений международного масштаба. Финансовая система США, будучи важнейшим элементом современной глобальной экономики, выступает в то же время и основным фактором ее дестабилизации. Проблемы и дисбалансы американской экономики многообразны – от диспропорций экономической структуры до колоссального долга всех секторов, включая государственный, и эти проблемы обостряются на фоне утраты США мирового экономического лидерства и попыток сохранить доминирование в глобальной геополитике.

Книга посвящена как анализу происходящих в США процессов экономической реструктуризации, так и их влиянию на мировую экономику в части дестабилизации и оценки потенциала этого влияния, в том числе и на сферы, жизненно важные для развития Казахстана.

**ISBN 978-601-7476-18-2**

**УДК 339(035.3)  
ББК 65.9**

© КИСИ при Президенте РК, 2016  
© Додонов В.Ю., 2016

# СОДЕРЖАНИЕ

<b>Введение .....</b>	<b>5</b>
-----------------------	----------

## **ГЛАВА 1. ПРОБЛЕМЫ СОЦИАЛЬНО- ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ США В КОНТЕКСТЕ ИЗМЕНЕНИЯ ГЕОЭКОНОМИЧЕСКОГО ЛАНДШАФТА**

1.1. Роль США в современной глобальной финансовой системе .....	8
1.2. Макроэкономические особенности развития американской экономики в XXI веке .....	28
1.3. Дивергенция социальных и макроэкономических индикаторов как признак системных проблем экономики США .....	48

## **ГЛАВА 2. ЭВОЛЮЦИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ФИНАНСОВ США В ПРОЦЕССЕ ПРЕОДОЛЕНИЯ КРИЗИСА: ФАКТОРЫ И ТЕНДЕНЦИИ**

2.1. Повышение роли государственных финансов в обеспечении экономического роста: причины и тенденции.....	73
2.2. Нарастание государственного долга США и вовлеченность в рынок американских долговых инструментов зарубежных инвесторов .....	91
2.3. Изменение структуры иностранных держателей государственного долга США: тенденции, факторы, последствия .....	108
2.4. Угрозы дестабилизации системы государственных финансов США: причины и направления .....	138

### **ГЛАВА 3. ВЛИЯНИЕ ДОЛГОВОЙ ПРОБЛЕМЫ США НА МИРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ: НАПРАВЛЕНИЯ, ЭТАПЫ, ПОТЕНЦИАЛ**

3.1. Монетарная политика ФРС как кризисообразующий фактор.....	164
3.2. Балансирование рынка государственных долговых обязательств США в условиях снижения спроса: влияние ФРС и государственного регулирования .....	192
3.3. Обвал государственного долга США или управляемый хаос на мировых рынках: кризисные альтернативы для американских регуляторов .....	217
<b>Список использованных источников.....</b>	<b>244</b>
<b>ҚСЗИ туралы ақпарат .....</b>	<b>257</b>
<b>Информация о КИСИ.....</b>	<b>259</b>
<b>Information about the KazISS.....</b>	<b>261</b>

## ВВЕДЕНИЕ

Одной из ключевых проблем мировой экономики на текущем этапе ее развития является утрата стабильности и погружение в состояние перманентной турбулентности, источником которой стали хронически разбалансированные финансовые рынки. Нестабильность глобальной финансовой сферы и регулярно продуцируемые ей кризисы мирового, регионального и локального масштабов негативно влияют практически на все экономики, вне зависимости от их типов, специализации и региональной принадлежности. В связи с этим одной из наиболее актуальных проблем экономической науки становится выявление причин, факторов и условий возникновения кризисов современного типа, включая влияние на соответствующие процессы ключевых экономических центров мира и их политики.

В этом контексте особого внимания заслуживает политика США, как номинально крупнейшей экономики мира, эмитента основной резервной валюты, и ведущего актора глобальной финансовой системы. Влияние США как государства, а также американского корпоративного сектора на мировые рынки остается чрезвычайно высоким и даже несколько усилилось после кризиса 2007–2009 годов. Это обусловлено такими факторами, как доминирование доллара в мировых торговых и инвестиционных сделках, ведущая роль обязательств Казначейства США на рынке государственного долга и резервных активов мира, концентрация капитала на американских фондовых биржах, лидерство финансовых корпораций США на рынках производных инструментов и в секторе институциональных инвесторов. Доминирующая роль США на многих ключевых секторах мировых финансовых рынков не только обеспечивает этому государству привилегированное положение в мирохозяйственной иерархии,

но и создает ситуацию зависимости от него мировой финансовой стабильности и, как следствие – мировых экономических процессов в целом. В связи с этим состояние американской экономики, экономическая и монетарная политика, а также последствия происходящих в США изменений для мирохозяйственных процессов нуждаются в исследовании в контексте выявления факторов и угроз мировой и региональной финансовой стабильности и прогнозирования тенденций динамики мировых рынков, имеющих ключевое значение в том числе и для экономики Казахстана.

В настоящем издании предпринимается попытка такого исследования по трем основным направлениям – состояние и тенденции развития экономики США, ситуация в области американских государственных финансов в целом и долговая проблема США, в частности. Акцент в проведенном исследовании делался не столько на состояние указанных сфер как таковых, сколько на их влиянии на мирохозяйственные процессы и потенциале дестабилизации мировых рынков, поскольку американская экономика и экономическая политика в настоящее время имеют большой кризисный потенциал. Монетарная политика Федеральной резервной системы уже с 2014 года стала кризисообразующим фактором на мировых товарных рынках, а с конца 2015 года начала оказывать негативное влияние на фондовые рынки. Наиболее проблемной и потенциально деструктивной сферой американской экономики традиционно остаются государственные финансы, а ситуация с государственным долгом может стать триггером раскручивания беспрецедентного по своим масштабам и последствиям коллапса мировой финансовой системы. В условиях стартовой фазы очередного глобального кризиса роль США, как ключевого актора на мировых финансовых рынках становится особенно важной, а их экономическая политика является фактором, определяющим траекторию и

масштабы этого кризиса, что обуславливает необходимость дальнейшего исследования места американских институтов в финансово-экономической архитектуре мира.

# ГЛАВА 1. ПРОБЛЕМЫ СОЦИАЛЬНО- ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ США В КОНТЕКСТЕ ИЗМЕНЕНИЯ ГЕОЭКОНОМИЧЕСКОГО ЛАНДШАФТА

---

## 1.1. Роль США в современной глобальной финансовой системе

Происходящие в экономике США явления представляют особый интерес в контексте исследования проблем глобальной экономической системы в силу чрезвычайно сильного влияния, которое они оказывают на мирохозяйственные процессы. Несмотря на то, что за последние 30 лет роль США в мировой экономике заметно снизилась (доля в мировом ВВП по паритету покупательной способности упала с 22,6 до 16,1%<sup>1</sup>) и в 2014 году американский ВВП по ППС уступил аналогичному показателю КНР, влияние американской экономики все еще чрезвычайно велико. При этом данное влияние, оказываемое преимущественно через финансовую систему и сопутствующие институты, уже давно не подкреплено адекватной ролью США в реальном секторе мировой экономики – доля страны не только в ВВП, но и в мировом экспорте и ряде других сфер далека от лидерской (рис. 1). Однако американское влияние на глобальные финансы трудно переоценить, оно по-прежнему велико и носит доминирующий характер, что отражают и такие показатели, как доля США в мировом государственном долге, а также инвестиции за рубеж.

---

<sup>1</sup> По оценкам МВФ: World Economic Outlook Database. April 2015. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/weoseigr.aspx>.

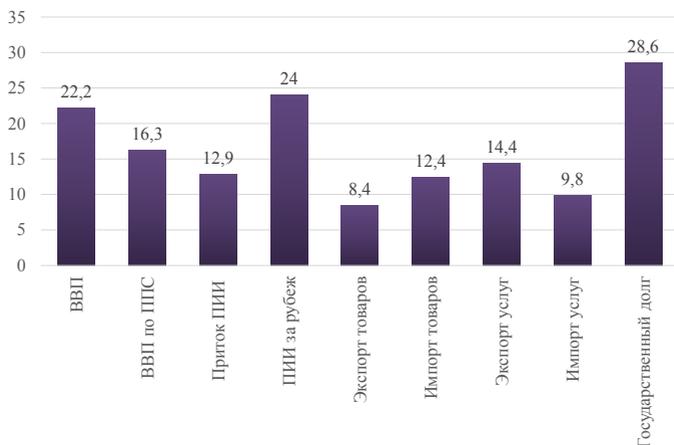


Рисунок 1. Доли США в основных показателях функционирования мировой экономики в 2013 году, % (составлено по данным UNCTAD, Всемирного банка и МВФ<sup>2</sup>)

Данные, приведенные на рисунке 1, иллюстрируют степень диспропорций между ролью США в реальных экономических процессах и в финансовой сфере. Страна с долей в мировом ВВП в 16%, и еще меньшим влиянием на мировую торговлю (около 10% глобального товарооборота) занимает безусловно лидирующую в мире позицию по доле государственного долга, а также лидирует по показателю ежегодного объема прямых иностранных инвестиций за рубеж.

Лидерство США в сфере государственного долга – как его абсолютных размерах, так и доле в мировом объеме – на наш взгляд, во многом объясняет и влияние американской финансовой системы на глобальные финансовые процессы. США,

<sup>2</sup> GENERAL PROFILE: UNITED STATES. UNCTADStat. URL: <http://unctadstat.unctad.org/neralProfile.html>; International trade in goods and services. UNCTADStat. URL: <http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx>; World Economic Outlook Database. April 2015. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/weoselgr.aspx>; Gross domestic product. 2013. Explore. Create. Share: Development Data. World Databank. URL: <http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf>.

пользуясь особым статусом эмитента основной резервной валюты мира и специфической системой организации центрального банка и его взаимоотношений с государственным бюджетом, могут позволить себе нетрадиционные способы финансирования расходов различного рода. Масштабные программы монетарного стимулирования, в которых были задействованы и государственные средства, и активы ФРС, обеспечившие приток триллионов долларов в финансовую систему, также содействовали росту влияния США на мировые финансы (в том числе и по линии роста ПИИ за рубеж, объем которых за десятилетний период вырос более чем вдвое – со 129 млрд долл. в 2003 до 338 млрд в 2013 г.<sup>3</sup>).

Это влияние не ограничилось ростом масштабам средств у американских финансовых институтов, которые получили возможность расширить географию и объем своих инвестиционных операций. Рост объемов государственного долга США, увеличение эмиссии казначейских обязательств привели и к значительно большему распространению этих активов среди иностранных инвесторов, что увеличило зависимость мировой финансовой системы от стабильности государственных финансов США. Причем это расширение коснулось не только корпоративного круга инвесторов, но охватило и государственные активы, включая резервы центральных банков и суверенных фондов мира. Так, объем казначейских обязательств США у зарубежных государственных держателей, хранящихся в ФРС, вырос с начала 2008 года (когда начался быстрый рост федерального долга в рамках антикризисных мер) в 2,5 раза к началу 2013 года – с 1,19 до 2,95 трлн долл.<sup>4</sup> Соответственно, рост вложений центральных банков мира в резко

---

<sup>3</sup> Inward and outward foreign direct investment flows, annual, 1970-2013. UNCTADStat Data Center. URL: <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>.

<sup>4</sup> Memorandum item: Securities Held in Custody for Foreign Official and International Accounts – Marketable U.S. Treasury Securities. Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED Economic Data. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/WMTSECL1>.

увеличившийся государственный долг США усилил влияние этой страны на мировую финансовую систему и по линии роста зависимости от нее центральных банков большинства государств, то есть стабильности государственных финансов и валют в планетарном масштабе.

Наращивание вложений в американские государственные долговые бумаги характерно не только для иностранных государственных институтов, но и для иных типов инвесторов, и эта тенденция наблюдалась на всем протяжении 2000-х годов. Общий объем вложений иностранных инвесторов в госдолг США вырос с 2000 года по начало 2015 года более чем в шесть раз – с 1,015 трлн долл. в декабре 2000 года до 6,219 трлн в январе 2015 года.<sup>5</sup> Эту ситуацию можно считать парадоксальной – при быстром росте государственной задолженности и соответствующем ухудшении относительных показателей состояния государственной финансовой системы США все больше стран, причем не только на уровне частных инвесторов, но и государственных институтов наращивают свои вложения в активы с постоянно ухудшающимся качеством, повышая тем самым риски собственной устойчивости. Однако, учитывая особенности современной финансовой архитектуры мира, эта ситуация выглядит не столько странным парадоксом, сколько логичным следствием усилий тех же США по монополизации сфер, обуславливающих инвестиционные потоки.

Характерно, что роль доллара и казначейских обязательств США как средств аллокации активов институциональных инвесторов возросла во время кризиса 2007–2009 годов и в последующий период, ознаменовавшийся долговым кризисом в еврозоне и значительной утратой доверия к евро и деноминированным в этой валюте активам. Евро, успевший к середине 2008 года вырасти к доллару до уровня 1,6 доллара, в пери-

---

<sup>5</sup> MAJOR FOREIGN HOLDERS OF TREASURY SECURITIES (in billions of dollars). U.S. Department of the Treasury. Securities (B): Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities. URL: <http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/mfhhis01.txt>.

од острой фазы кризиса во втором полугодии 2008 года упал до 1,25 – девальвация составила 22% за три-четыре месяца. Укрепление доллара в этот период происходило не только относительно евро, но и к другим валютам, и сопровождалось резким ростом спроса на американские долговые обязательства – доходность 10-летних облигаций США во втором полугодии снизилась почти вдвое – с 4,1 до 2,2%. Прошлый кризис стал точкой разворота тенденции, сформировавшейся ранее с появлением евро, в рамках которой происходило постепенное снижение курса доллара, а также долларовых активов, используемых в качестве резервов. Так, максимальная доля резервов всех стран мира, размещенных в евро, была отмечена в 2009 году и составила 27,7%, причем этот показатель был на 55% больше по сравнению со стартовым уровнем 1999 года в 17,9%.

После середины 2008 года доллар только укреплялся – индекс доллара вырос с того времени по апрель 2015 года почти на 40% – с 71 до 101 пункта. Прекратился и рост доли евро в мировых резервах, начался быстрый рост вложений в американские долговые бумаги. Доллар, правда, не смог восстановить свои позиции на рынке резервных валют (в начале 2000-х годов на долларские активы приходилось более 70% размещенных резервов), но тенденция быстрого снижения его доли прекратилась – с 2010 года доля доллара в мировых размещенных резервах стабильна и составляет около 62%.

Таким образом, в период кризиса и посткризисного восстановления мировой экономики доллар и государственные активы США существенно укрепили свои позиции в мировой финансовой системе, несмотря на то, что кризис зародился именно в США, триггером его острой фазы стало банкротство американского инвестиционного банка Lehman Brothers, а американская экономика пережила крупнейшие в мировой истории корпоративное банкротство (General Motors) и му-

ниципальное банкротство (г. Детройт). Совокупный государственный долг США в этот же период (с конца 2007 по конец 2014 г.) вырос в два раза – с 9,2 до 18,1 трлн долл., а относительное значение госдолга США (размер относительно ВВП) достигло уровней, ранее наблюдавшихся только в период Второй мировой войны. И при этом наборе проблем финансовой сферы США именно доллар и американский государственный долг продолжают сохранять лидирующие позиции и даже укрепляют их.

Такая ситуация не является случайной, но обусловлена многими особенностями глобальной финансовой архитектуры, сформированной с активной и зачастую главенствующей ролью США. На наш взгляд, можно выделить несколько основных факторов, определяющих сохранение позиций доллара и государственных долговых обязательств США даже в текущих условиях отягощенности эмитента множеством системных проблем:

1. Отсутствие альтернативных и качественных активов для размещения в них резервов в требуемых объемах – государственные ценные бумаги стран со здоровыми финансовыми системами и требуемыми критериями надежности и ликвидности представляют очень небольшую долю рынка государственных облигаций и не могут абсорбировать даже десятую долю средств, которые размещаются в облигации США.

2. Обусловленность инвестиционных потоков кредитными рейтингами, присвоение которых монополизировано рейтинговыми агентствами США, которые сохраняют высокие рейтинги американских бумаг, несмотря на проблемы эмитента, и снижают эти рейтинги у стран, конкурирующих с США на рынке резервных активов.

3. Статус доллара и долларовых активов как основного «инвестиционного убежища» в кризисные периоды, куда переводятся средства большинства институциональных инве-

стором мира в период обострения рыночной турбулентности, а также перманентное пребывание большинства секторов мирового финансового рынка в этом состоянии с 2007 года по различным причинам – от цепочки локальных экономических кризисов до регулярных обострений политической ситуации в регионах, влияющих на рыночную конъюнктуру.

4. Избыточная ликвидность глобальной финансовой системы, порождающая постоянно растущий спрос на долларовые активы, которая формируется, с одной стороны, резким ростом различных деривативов и сложных финансовых продуктов, увеличивающих размер леввереджа на рынках, и с другой стороны – программами количественного смягчения, осуществляемыми центральными банками развитых стран, постоянно вкачивающими триллионы долларов на финансовые рынки.

5. Привязка к доллару расчетов за ряд ключевых товарных активов, имеющих биржевое ценообразование, а также реальных поставок некоторых важнейших товаров на мировой рынок ведущими поставщиками (например, нефти государствами Персидского залива).

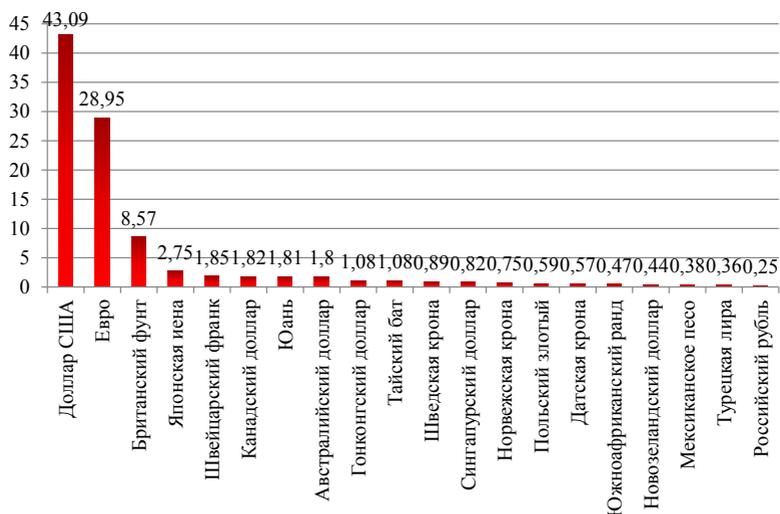
6. Наличие у США тесно аффилированных союзников – зависимых от них в военно-политическом отношении стран – которые фактически оплачивают свою лояльность в том числе и посредством постоянно растущих вложений в американский государственный долг.

Некоторые из указанных факторов высокой роли доллара в современной мировой экономике являются следствием прямых и достаточно давних договоренностей, продавленных США в обмен на военно-политическое прикрытие интересов тех или иных государств – такова, например, история соглашений США с Саудовской Аравией (позднее – и с другими государствами ОПЕК) о продаже нефти исключительно за доллары. Другие являются приметой уже новой эры гло-

бализации, в процессе которой американским финансовым и инфраструктурным институтам удалось занять доминирующие позиции в мировой хозяйственной системе – таков случай монополизма «большой тройки» рейтинговых агентств, оценки которых являются инвестиционными критериями для подавляющего большинства стран, даже для тех, которые имеют острые политические и экономические конфликты с США. Так или иначе, большинство указанных выше особенностей текущей конфигурации глобальной финансово-экономической системы сформированы с активным участием США и в их интересах, что и обусловило главенствующую роль доллара и американских активов в этой системе, но в то же время заложило предпосылки для возникновения серьезнейшего системного кризиса, который возникнет на этапе утраты американского лидерства и невозможности дальнейшего исполнения долларом роли «стержня» мировой финансовой системы.

Рассмотрим подробнее основные сферы этой системы в контексте роли в них американской составляющей – будь то валюта США или их финансовые институты.

Исследуя влияние доллара на глобальные финансовые процессы, целесообразно сосредоточиться на двух основных функциях американской валюты – расчетной и резервной – так как именно они обуславливают доминирование доллара в мировой финансовой системе на текущем этапе ее развития. Расчетная функция доллара может быть оценена на основе статистики SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) – глобальной системы проведения платежей различного назначения, включающей почти 11 тысяч банков-участников, представляющих более 200 стран. В соответствии с данными SWIFT в настоящее время доллар уверенно занимает лидирующую позицию в качестве расчетной валюты с долей более 43% (рис. 2).



**Рисунок 2. Доля доллара США и других валют, входящих в первую двадцатку, в международных платежах в системе SWIFT по состоянию на февраль 2015 г.<sup>6</sup>**

Можно отметить, что роль доллара как основной расчетной валюты ранее была сильно ослаблена евро, который в 2000-е годы заметно опережал доллар по объему учитываемых SWIFT сообщений. Так, в октябре 2011 года доля евро составляла около 42%, а доллара – 32%<sup>7</sup>. Однако в течение последних трех лет эта тенденция была сломлена (так же, как и другие тенденции опережения Европой США в экономическом лидерстве) и по итогам августа 2013 года доллар вернул себе историческое лидерство в качестве мировой расчетной валюты, увеличив свою долю до 37,9% против 36,5%

<sup>6</sup> RMB internationalisation is increasingly fuelled by offshore countries beyond Hong Kong. SWIFT Press Release. 30 March 2015. URL: [http://www.swift.com/about\\_swift/shownews?param\\_dcr=news.data/en/swift\\_com/2015/RMB\\_march\\_2015.xml](http://www.swift.com/about_swift/shownews?param_dcr=news.data/en/swift_com/2015/RMB_march_2015.xml).

<sup>7</sup> Trend or hiccup – could the internationalisation of the RMB be stalling? SWIFT RMB Tracker, November 2011. P. 2. URL: [http://www.swift.com/assets/swift\\_com/documents/products\\_services/SWIFT\\_RMB\\_Tracker\\_November\\_2011.pdf](http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/products_services/SWIFT_RMB_Tracker_November_2011.pdf).

у евро.<sup>8</sup> После этого доля американской валюты в расчетах через систему SWIFT продолжала расти, превысив в начале 2015 года 43%.

При этом доля доллара существенно опережает долю США как страны, резиденты которой проводят платежи через SWIFT – по итогам 2013 года эти показатели составляли соответственно 39,5 и 17%. То есть, в отличие, например, от евро, доля которого в качестве расчетного средства (33,2% по итогам 2013 г.) примерно соответствует совокупной доле стран еврозоны в платежах через SWIFT, доллар США гораздо шире используется за пределами страны-эмитента, на которую приходится меньшая часть осуществляемых платежей. На наш взгляд, данная ситуация в определенной мере стала также следствием активного развития финансовых рынков, начавшегося в 1990-е годы. Если в начале 90-х годов прошлого века практически весь объем платежей через SWIFT осуществлялся банками-корреспондентами, то к 2002 году их доля упала до менее 50% при бурном росте долей организаций инфраструктуры банковского рынка и рынка ценных бумаг, а также расчетов за ценные бумаги<sup>9</sup>. В результате в общем объеме финансовых сообщений, проходящих через SWIFT, резко выросла доля новых их типов, связанных с расчетами за ценные бумаги и различные виды производных финансовых инструментов, причем этот рост происходил и в течение последних нескольких лет, невзирая на кризис 2007–2009 годов. Так, если в 2007 году доля традиционных платежей (payment) составляла 52,3%, а доля расчетов по ценным бумагам (securities) и различным производным продуктам (контракты FOREX, деривативы, товарные

---

<sup>8</sup> RMB now 8th most traded currency in the world. SWIFT Press Release, September 2013, p. 2. URL: [http://www.swift.com/assets/swift\\_com/documents/products\\_services/RMB\\_tracker\\_September2013.pdf](http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/products_services/RMB_tracker_September2013.pdf).

<sup>9</sup> SWIFT Annual Report 2001. P. 3. URL: [http://www.swift.com/assets/swift\\_com/documents/about\\_swift/SWIFT\\_Annual\\_report\\_2001.pdf](http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/about_swift/SWIFT_Annual_report_2001.pdf).

контракты и пр. – обозначаются как treasury) соответственно – 39,6 и 6,4%<sup>10</sup>, то по итогам марта 2015 года эти доли вновь изменились в пользу расчетов за финансовые инструменты. Доля обычных платежей составила 47,4%, расчетов за ценные бумаги – 46,8%, за различные деривативы – 5%<sup>11</sup>.

Учитывая тот факт, что роль рынка ценных бумаг в последние годы поддерживалась преимущественно усилиями ФРС США, проводящей различные программы монетарного стимулирования, и американских финансовых институтов, распространяющих полученные от ФРС деньги по глобальной финансовой системе, рост доллара как расчетного средства может быть следствием повышения активности на мировых рынках за счет ресурсов ФРС.

Еще более важной функцией американской валюты является резервная, поскольку эта функция поддерживает и роль доллара как расчетной единицы (получать за товар ту или иную валюту имеет смысл в том случае, если есть возможность ее дальнейшего использования для накопления, инвестирования и в других направлениях) и его стержневую функцию в системе мировых государственных финансов, которые через резервы центральных банков и суверенных фондов стали сильно зависимыми от устойчивости государственной финансовой системы США. По итогам 2014 года доллар уверенно лидировал среди валют мирового резервирования – размещенная часть официальных резервов<sup>12</sup> мира в активах, деноминированных в этой валюте составила 62,9% (рис. 3).

---

<sup>10</sup> SWIFT Annual Report 2007, p. 27. URL: [http://www.swift.com/assets/swift\\_com/documents/about\\_swift/SWIFT\\_Annual\\_Report\\_2007.pdf](http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/about_swift/SWIFT_Annual_Report_2007.pdf).

<sup>11</sup> SWIFT IN FIGURES. March 2015, p. 2. URL: [http://www.swift.com/assets/swift\\_com/documents/about\\_swift/SIF\\_201503.pdf](http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/about_swift/SIF_201503.pdf).

<sup>12</sup> Общий объем официальных резервов мира, отражаемых статистикой МВФ, подразделяется на две части – размещенные и не размещенные резервы. Доля размещенных резервов, по итогам 2014 года, составила 52,5%, или 6085 млрд долл.

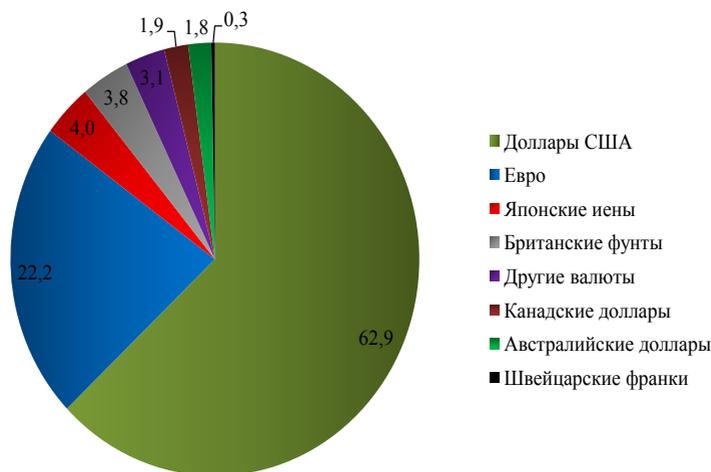
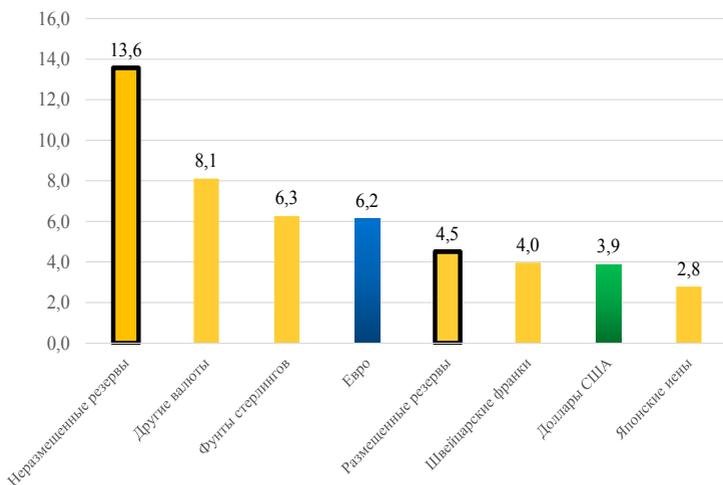


Рисунок 3. Доля доллара США и других валют в размещенной части официальных валютных резервов мира по итогам IV квартала 2014 года, %<sup>13</sup>

Доля доллара на рынке мировых резервных валют, сложившаяся по итогам 2014 года, также отражает усиление его позиций, как и в случае с расчетной функцией, так как в предшествующие годы она постоянно снижалась, что было вызвано в первую очередь усилившейся конкуренцией с евро. После 1999 и, особенно – 2002 года, когда евро получил и наличную форму, европейская валюта достаточно уверенно теснила доллар в качестве глобального резервного актива и составила ему ранее отсутствовавшую конкуренцию в качестве второй мировой резервной валюты. За период 1999–2013 годов размещенные резервные активы мира в евро выросли в 6,2 раза, тогда как объем активов, денонмированных в долларах, увеличился только в 3,9 раза

<sup>13</sup> Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER). IMF eLibrary Data. URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>.

(рис. 4). Можно также отметить, что доллар в этот период был одной из наименее привлекательных для инвесторов валют, поскольку отставал по темпам притока международных резервов почти от всех остальных валют, используемых для резервирования государственных ресурсов. Также обращает на себя внимание резко увеличившийся объем неразмещенных ресурсов, что, по нашему мнению, стало следствием неустойчивости мировой финансовой системы и утраты доверия у инвесторов к ведущим резервным валютам мира.



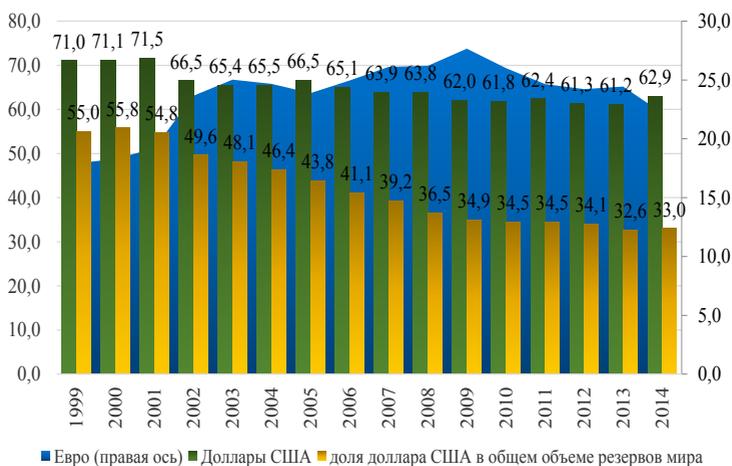
**Рисунок 4. Рост объемов резервов всех стран, вложенных в активы, деноминированные в различных валютах в период 1999–2013 годов, разы<sup>14</sup>**

Возвращаясь к евро, можно отметить, что в отдельные годы указанного периода роль этой валюты была еще бо-

---

<sup>14</sup> Рассчитано по данным МВФ: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) Last updated: March 31, 2014. URL: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng>.

лее высокой – так, максимальная доля резервов всех стран мира, размещенных в евро, была отмечена в 2009 году и составила 27,7% против стартового уровня 1999 года в 17,9% (рис. 5). За это же время роль доллара как мировой резервной валюты заметно сократилась – в 2013 году на долларо-вые активы пришлось всего 61,2% размещенных мировых резервов против 71% в момент появления евро в 1999 году. Таким образом, доля доллара в 62,9%, зафиксированная по итогам 2014 года, является признаком смены тренда на снижение роли американской валюты в мировых резервах, длившегося более десяти лет, и свидетельствует об усилении ее позиций и на этом направлении глобального доминирования.



**Рисунок 5. Динамика изменения долей международных резервов мира, размещенных в долларах и евро и курса доллара к евро с момента введения евро, %<sup>15</sup>**

<sup>15</sup> Рассчитано по данным МВФ: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) Last updated: March 31, 2014. URL: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng>.

Однако наметившийся рост доли доллара в размещенных резервах не может служить однозначным свидетельством возрастания его роли как резервной валюты в целом, так как, помимо размещенных резервов, практически такой же объем средств в настоящее время приходится на не размещенные, по которым отсутствует статистика валютных предпочтений. Доля не размещенных валютных резервов постоянно росла на протяжении последних полутора десятилетий и с учетом этой части мировых резервов роль доллара уже не выглядит столь однозначной – один из графиков рисунка 5 показывает изменение доли доллара в резервах в целом, с учетом их не размещенной части, и в данном случае наблюдается постоянное снижение. Конечно, существует вероятность, что значительная часть не размещенных резервов также вложена в доллары, но в условиях отсутствия соответствующей статистики можно констатировать формальное снижение роли долларовых активов в качестве основного средства размещения резервов.

Помимо роли доллара как расчетной и резервной валюты, весьма важна в контексте влияния США на мировую финансовую систему и роль доллара на различных сегментах рынка ценных бумаг и разного рода производных инструментов, которые в последние годы оказывают очень серьезное влияние как на процессы развития мировой экономики, так и на формирование предпосылок возникновения финансовых кризисов. На многих секторах мирового финансового рынка роль долларовых активов или эмитентов из США, также существенно превышает роль американской экономики в мирохозяйственном комплексе (табл. 1)

Таблица 1. Роль американских активов на отдельных сегментах мирового финансового рынка по итогам III квартала 2014 года, млрд долл. США, если не указано иное<sup>16</sup>

	Общий объем инструментов в обращении	Объем инструментов, эмитированных резидентами США или в американской валюте	Доля в общем объеме соответствующих инструментов, %
Международные долговые ценные бумаги	21 882	3 029	13,8
в том числе – банков	6 917	593,4	8,6
в том числе – других финансовых корпораций	8 847	2 013	22,8
в том числе – нефинансовых корпораций	2 991	419	14,0
Международные инструменты денежного рынка, деноминированные в долларах США	883	362,5	41,1
Международные облигации и ноты, деноминированные в долларах США	20 999	8 475	40,4
Долговые ценные бумаги, всего	95 000	35 337	37,2
Внебиржевые деривативы FOREX в долларах США	74 782	65 135	87,1
Внебиржевые деривативы на процентные ставки в долларах США	563 290	160 805	28,5
Внебиржевые фондовые и товарные деривативы в долларах США	6 941	2 495	35,9

<sup>16</sup> Составлено по данным BIS: BIS Quarterly Review, March 2015. URL: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1503.htm?m=5%7C25](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503.htm?m=5%7C25).

Данные, приведенные в таблице 1, отражают специфику роли США в современной глобальной экономике – передовые позиции на рынке сложных финансовых инструментов при относительно низкой роли реального сектора. Последняя отражается в низкой доле американских нефинансовых корпораций в общем объеме международных долговых ценных бумаг (14%), тогда как в части деривативов, имеющих долларовое выражение, лидерство имеет явно выраженный характер. Также характерно непропорционально высокое представительство США в совокупном объеме всех типов долговых ценных бумаг (37,2%), которое в значительной мере обеспечивается гигантским объемом государственного долга. Кроме того, можно отметить, что большая часть инструментов денежного рынка, облигаций и нот также представлена долларовыми активами, что говорит о высокой роли доллара как валюты выпуска международных финансовых инструментов эмитентами из других стран, что позволяет выделить еще одну функцию наряду с расчетной и резервной.

В таблице 1 также можно обратить внимание на нехарактерно низкую для американского финансового сектора долю банков в эмиссии международных долговых ценных бумаг – менее 9% от общемирового объема. Отчасти это объясняется тем, что американским банкам, имеющим в своем распоряжении крупнейший в мире внутренний финансовый рынок, просто нет необходимости выходить на мировые рынки капитала. Но, помимо этого, есть и другая причина – американский банковский сектор действительно не очень велик в мировых масштабах, что иллюстрируют данные рисунка 6.

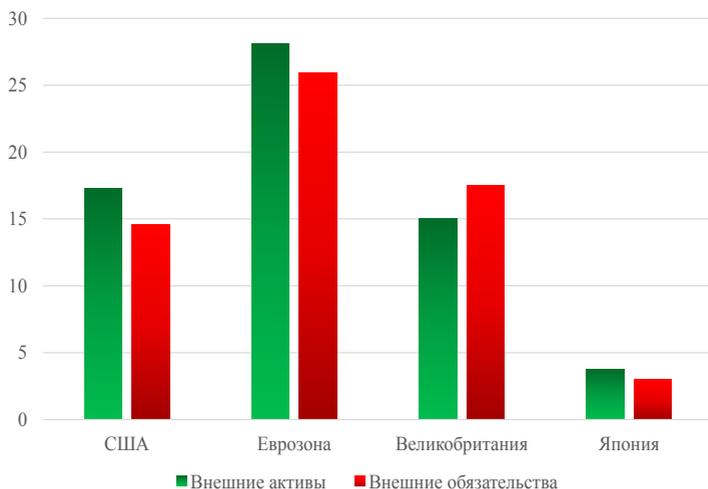


Рисунок 6. Доля американских банков во внешних активах и обязательствах мировой банковской системы в сравнении с аналогичными показателями ведущих западных экономик в III квартале 2014 года<sup>17</sup>

Внешние активы и обязательства американских банков имеют примерно тот же размер, что и у банков Великобритании (при том, что британская экономика в шесть раз меньше американской) и заметно отстают в размерах от аналогичных показателей еврозоны (при том, что ВВП США в 2014 году был больше ВВП еврозоны почти на 30%). Это объясняется тем, что финансовый сектор США в последние десятилетия развивался с акцентом на фондовый рынок и эмиссионный, а не кредитный тип привлечения фондирования. Поэтому относительно умеренная роль кредитных институтов США была традиционной для американской экономики в течение нескольких последних десятилетий, так

<sup>17</sup> Рассчитано по данным BIS: External positions of banks in individual reporting countries. Bank for International Settlements. Locational banking statistics. URL: <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm?m=6%7C31%7C69>.

как крупнейшими банками в стране были инвестиционные. Однако в ходе кризиса 2007–2009 годов был фактически разрушен сам институт инвестиционных банков, которые были вынуждены слиться с универсальными банками, либо обанкротиться. И сегодня крупнейшими банками США остаются имеющие «инвестиционное прошлое» (JPMorgan Chase & Co, Goldman Sachs), однако роль банковского сектора в мире остается не столь весомой как у других секторов финансовой сферы. Так, в рейтинге 2014 года крупнейших банков мира по размеру активов в первой десятке присутствует только один банк из США (JPMorgan Chase & Co, на пятой позиции), а в мировом банковском топ-50 американских банков только шесть<sup>18</sup>. Возглавляют же этот рейтинг в настоящее время китайские финансовые институты.

Отдельно в ряду ключевых сфер мировой финансовой системы, заслуживающих особого внимания в связи с влиянием на них США, можно выделить фондовый рынок. Поскольку, как отмечалось выше, американская модель корпоративного финансирования предполагает больший акцент именно на эмиссию ценных бумаг, в том числе долевого типа, то и роль американского фондового рынка на мировом уровне традиционно высока. В таблице 2 приведены данные по показателям двух ведущих бирж – Нью-Йоркской фондовой биржи и NASDAQ – на которые приходится основной объем биржевой торговли акциями в США, и их совокупная доля в ключевых показателях мирового фондового рынка – рыночной капитализации, объеме торгов и объеме проводимых первичных размещений акций (IPO).

---

<sup>18</sup> Top Banks in the World 2014. Banks Around the World. URL: <http://www.reibanks.com/worlds-top-banks/assets>.

Таблица 2. Основные показатели, характеризующие роль двух ведущих фондовых бирж США на мировом фондовом рынке, млн долл., если не указано иное, по итогам декабря 2014 г.<sup>19</sup>

	Нью-Йоркская фондовая биржа	NASDAQ	США (NYSE и NASDAQ)	Мир	Доля американских бирж, %
Рыночная капитализация	19 351 417	6 979 172	26 330 589	63 532 938	41,4
Объем торгов акциями в 2014 г.	15 867 919	12 237 020	28 104 938	78 029 857	36,0
Объем IPO в 2014 г.	63 155	22 809	85 964	213 762	40,2

Как и в случае с большинством рассмотренных выше сфер, на мировом фондовом рынке США также имеют доминирующее положение, не адекватное роли американской экономики в мире. 2014 год был также весьма удачен для американского рынка и за счет IPO, количество которых достигло высот, не виданных с 2000 года. В докладе «EY Global IPO Trends. 2014 Q4» компании Ernst&Young отмечается, что год стал «исключительным для рынков США»<sup>20</sup>. В частности, по итогам 2014 года США лидировали по таким показателям, как количество размещений, объем привлеченного с их помощью капитала и трансграничная активность. В общей сложности в США было проведено 288 IPO и обе ведущие биржи отметились в числе мировых лидеров – NASDAQ лидировала по количеству сделок, Нью-Йоркская биржа – по объему привлеченного капитала. Кроме того, США остаются безусловным лидером в качестве площадки для размещения акций иностранных эмитентов – по данным Ernst&Young, на долю США пришлось 52% по количеству размещений и 81% – по объему привлеченного капитала.

<sup>19</sup> Рассчитано по данным World Federation of Exchange: WFE Statistics: MONTHLY REPORTS. URL: <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>.

<sup>20</sup> EY Global IPO Trends. 2014 Q4. © 2014 EYGM Limited. URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-q4-14-global-ipo-trends-report/\\$FILE/ey-q4-14-global-ipo-trends-report.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-q4-14-global-ipo-trends-report/$FILE/ey-q4-14-global-ipo-trends-report.pdf).

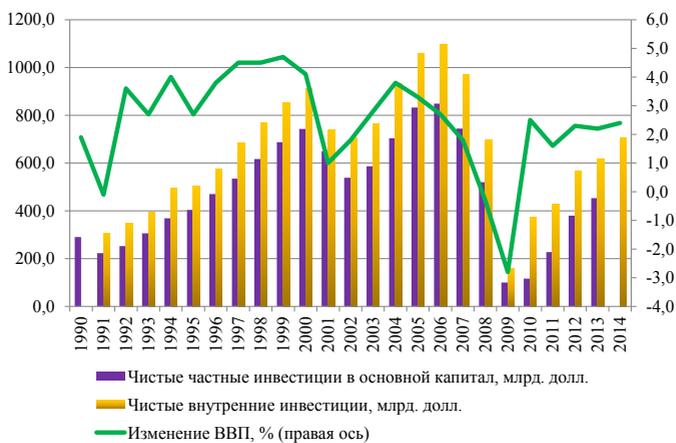
Таким образом, фондовые рынки в настоящее время также поддерживают усиление позиций США в мировой финансовой системе, наметившееся в течение 2014 года. В целом, резюмируя краткий обзор роли американской валюты и финансовых институтов на глобальном финансовом поле, можно отметить, что в большинстве ключевых сфер эта роль велика, выражаясь в доле в среднем порядка 40–45%, существенно превышает вклад США в мировую экономику в ее фундаментальных сферах (генерирование добавленной стоимости, промышленное производство, торговля, инвестиции) и начинает возрастать. Однако, намечающийся рост влияния США, во-первых, происходит от низкой базы – с ослабленных в течение предыдущего десятилетия позиций, и во-вторых – зачастую ограничен пределами развитых экономик, тогда как в общемировом масштабе тенденции спада роли США в ряде ключевых аспектов сохраняются.

## **1.2. Макроэкономические особенности развития американской экономики в XXI веке**

С учетом влияния, оказываемого США на глобальные процессы, особый интерес представляют тенденции и особенности развития американской экономики, поскольку ее дисбалансы и нестабильность способны выступать в роли триггера мировой финансовой турбулентности и генератора новых кризисов. В этой связи представляется целесообразным провести обзор основных аспектов функционирования экономики США в контексте их дестабилизирующего потенциала как на национальном, так и на глобальном уровнях.

Рассматривая ключевые показатели функционирования американской экономики, можно отметить, что ее динамика в начале XXI века существенно замедлилась. Так, период 2001–2014 годов в сравнении с 90-ми годами характеризу-

вался почти вдвое меньшими темпами роста ВВП – если с 1990 по 2000 год среднегодовой прирост ВВП составил 3,3%, то с 2001 по 2014 год этот показатель снизился до 1,8%. Во многом это замедление связано с влиянием мирового кризиса 2007–2009 годов, во время которого в течение двух лет подряд ВВП США показывал отрицательный рост: на 0,3% в 2008 и на 2,8% в 2009 годах (рис. 1). Кризис оказал негативное влияние на практически все стороны американской экономики – от инвестиций и показателей платежного баланса до государственных финансов, причем во многих сферах выход на докризисные уровни не произошел до настоящего времени, как, например, в части объема чистых инвестиций в целом и в основной капитал, в частности (рис. 1), которые остаются на уровне 90-х годов.



**Рисунок 1. Динамика ВВП США и основных показателей инвестиционной деятельности в 1990–2014 годах<sup>21</sup>**

<sup>21</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: FRED Graph Observations. Net private domestic investment: Net fixed investment. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/A560RC1A027NBEA>; Real Gross Domestic Product, Percent Change from Preceding Period, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/A191RL1A225NBEA>; Net domestic investment, Billions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/W171RC1A027NBEA>.

Посткризисное восстановление американской экономики носило в известном смысле искусственный характер, поскольку в значительной мере было обусловлено не столько активизацией фундаментальных факторов роста, сколько гигантскими вливаниями денежных средств ФРС, общий объем которых в рамках нескольких этапов программ монетарного стимулирования составил около 3,5 трлн долл. Искусственность экономического роста в США в 2010–2014 годах подтверждается тем фактом, что после прекращения программы количественного смягчения ФРС в октябре 2014 года, началось резкое замедление основных макроэкономических показателей. Так, по итогам I квартала 2015 года рост ВВП составил лишь 0,2%, отрицательное сальдо внешнеторгового баланса США в марте достигло максимального уровня более чем за шесть лет, поднявшись до \$51,4 млрд, началась дефляция – в первые три месяца 2015 года индекс потребительских цен составил соответственно -0,1, 0 и -0,1%. Началось резкое снижение различных индексов, отражающих доверие к экономике (различные виды PMI, Chicago Fed National Activity Index и пр.), некоторые из которых ушли в отрицательную зону.

Можно также отметить, что указанное замедление макроэкономической динамики США происходит на фоне прекращения роста государственного долга, который с начала 2015 года перестал увеличиваться и оставался на уровне примерно 18,15 трлн долл. в течение года, достигнув очередного законодательно установленного лимита. На наш взгляд, некоторое ограничение государственных расходов вследствие прекращения наращивания задолженности также стало фактором замедления темпов развития экономики США.

С другой стороны, некоторые сферы, в том числе те, которые входят в число приоритетов для монетарного регулятора, демонстрировали позитивную динамику. Так, в посткризис-

ный период быстро сокращались абсолютные и относительные размеры дефицита государственного бюджета – в абсолютном выражении он снизился с 1,413 трлн долл. в 2009 году до 680 млрд долл. в 2013 году, а в относительном выражении – с 12,1 до 4,1% ВВП соответственно. Также быстрое сокращение продемонстрировала в этот период безработица – один из основных индикаторов состояния экономики, отслеживаемых ФРС – с 9,8% в 2010 году до 6,3% в 2014. Однако на наш взгляд, ситуация на рынке труда США не столь благоприятна, если оценивать ее не только по показателю собственно уровня безработицы, но и по продолжительности пребывания населения в статусе безработного (рис. 2).



Рисунок 2. Основные показатели безработицы в США  
в 1990–2014 годах<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: FRED Graph Observations. Average (Mean) Duration of Unemployment, Weeks, Annual, Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/UEMPMEAN>; Unemployment Rate: Aged 15-64: All Persons for the United States. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/LRUN64TTUSM156N>.

Произошедшее за годы кризиса увеличение среднего срока пребывания без работы почти в три раза не было преодолено столь же успешно, как рост уровня безработицы, который почти вернулся к докризисным значениям. Длительность же нахождения без работы в настоящее время беспрецедентна для истории ведения соответствующей статистики с 1948 года – предыдущий пик этого показателя был отмечен в 1983 году и составлял 21 неделю – почти в два раза меньше уровней 2012 года. На наш взгляд, столь длительные сроки пребывания граждан США без работы наряду с относительно низким уровнем безработицы, свидетельствуют как об «усеченном» характере роста рынка труда – за счет неполной занятости, например – так и о наличии системных проблем в американской экономике, которые отражаются в резко выросшей продолжительности поиска рабочих мест. Длительное пребывание населения без работы может быть следствием происходящих структурных изменений, сопровождающихся сокращением доли отдельных отраслей и видов деятельности, что ведет к потере рабочих мест занятыми в этих отраслях на длительные сроки. Очевидно, такого рода потеря работы в дальнейшем ведет к смене рода занятости и профессии, причем зачастую – с ухудшением условий труда. Детальное рассмотрение ситуации на рынке труда США выходит за рамки настоящего исследования, однако можно отметить, что ситуация на этом рынке непосредственно влияет на показатели благосостояния населения, в том числе – на реальный доход домохозяйств, который в США на протяжении начала XXI века неуклонно снижается (рис. 3) при том, что значительная доля из этих доходов уходит на обслуживание долгов.



Рисунок 3. Доходы и платежи по обслуживанию задолженности домохозяйств США в 2000–2014 годах<sup>23</sup>

Более подробно некоторые социальные аспекты текущего состояния американской экономики будут рассмотрены ниже (в п. 1.3), в контексте же проблематики настоящего раздела можно отметить два момента, связанных с их ухудшением – во-первых, сокращение реальных доходов домохозяйств, являющихся основным потребителем продукции США, ведет к замедлению потребления, спроса и производства, и выхода из этой устойчивой тенденции в настоящее время не просматривается – за исключением все того же метода накачивания экономики деньгами ФРС. Во-вторых, проблемы как в социальной сфере, так и на рынке труда в значительной мере являются следствием процессов структурной перестройки (точнее – деградации) американской экономики, ее деиндустриализации и наращивания роли «надстроечных» видов деятельности, в значительной степени зависящих не от фундаментальных факторов, а от степени текущей монетизации страны.

<sup>23</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: FRED Graph Observations. Real Median Household Income in the United States. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/MEHOINUSA672N#>; Household Debt Service Payments as a Percent of Disposable Personal Income. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/TDSP>.

В настоящее время лидирующим по вкладу в ВВП США видом деятельности является «финансы, страхование, операции с недвижимостью, аренда», доля которого несколько увеличилась в XXI веке. Изменения долей этого и других ведущих видов деятельности в 2000–2013 годах приведены в таблице 1 и свидетельствуют о заметном снижении роли в американской экономике производственных отраслей, прежде всего обрабатывающей промышленности и строительства.

**Таблица 1. Изменение отраслевой структуры ВВП США в 2000–2013 годах, по основным видам деятельности, %<sup>24</sup>**

	2000	2013
Финансы, страхование, операции с недвижимостью, аренда	19,4	20,2
Обрабатывающая промышленность	15,1	12,1
Государственный сектор	12,9	13,2
Профессиональные и бизнес-услуги	10,8	11,8
Розничная торговля	6,8	5,8
Образование, здравоохранение, социальная помощь	6,6	8,2
Оптовая торговля	6,1	6
Информатика	4,6	4,6
Строительство	4,5	3,7
Искусство, развлечения, туризм, гостиницы и рестораны	3,8	3,7
Транспорт и складирование	3	2,9
Другие услуги, за исключением государственных	2,7	2,2
Добывающая промышленность	1,1	2,6
Сельское, лесное хозяйство, охота и рыболовство	1	1,4

Кроме того, обращает на себя внимание сокращение таких традиционно важных для США видов деятельности, как розничная и оптовая торговля, а также «искусство, развлечения, туризм, гостиницы и рестораны». Рост же доли в ВВП отмечен по таким видам деятельности, как добывающая промышленность, упомянутые выше финансы, государственный сектор, образование, здравоохранение, социальная помощь, про-

<sup>24</sup> Рассчитано по данным Бюро экономического анализа США: Value Added by Industry as a Percentage of Gross Domestic Product. Bureau of Economic Analysis. Release Date: November 13, 2014. URL: [http://www.bea.gov/industry/gdpbyind\\_data.htm](http://www.bea.gov/industry/gdpbyind_data.htm)

фессиональные и бизнес-услуги. В целом, тенденции структурных изменений в американской экономике за последние полтора десятилетия характеризуются снижением доли производственных отраслей, в том числе тех, которые обеспечили США мировое экономическое и технологическое лидерство в XX веке, и повышением доли услуг разного рода – от государственных до финансовых, профессиональных, медицинских и образовательных. В целом, доля всех производственных видов деятельности (обрабатывающая и добывающая промышленность, сельское хозяйство и строительство) в экономике США за этот период снизилась с 21,7 до 19,8%.

Более детальное и в динамике рассмотрение долей отдельных отраслей, входящих в укрупненные виды деятельности позволит уточнить характер тенденций происходящих в США структурных сдвигов (рис. 4).

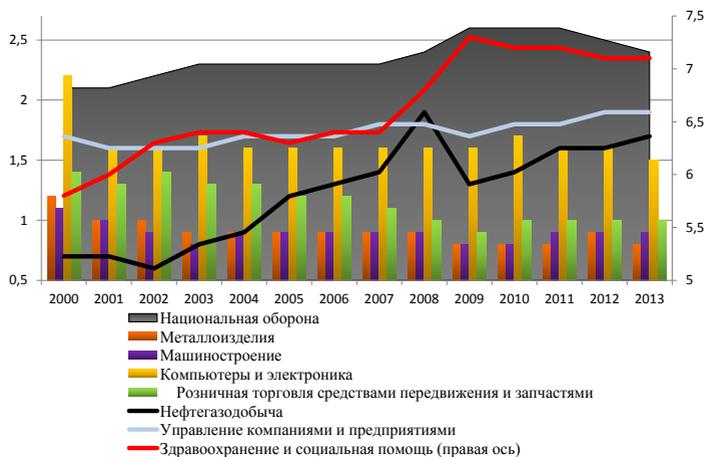


Рисунок 4. Динамика долей в ВВП США некоторых видов деятельности в период 2000–2013 годов, %<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Рассчитано по данным Бюро экономического анализа США: Value Added by Industry as a Percentage of Gross Domestic Product. Bureau of Economic Analysis. Release Date: November 13, 2014. URL: [http://www.bea.gov/industry/gdpbyind\\_data.htm](http://www.bea.gov/industry/gdpbyind_data.htm).

На диаграмме представлены некоторые важные для американской экономики отрасли, которые, с одной стороны, традиционно формировали ее модель и, с другой стороны, отличались высокой динамичностью своего вклада в ВВП в рассматриваемый период. Большинство этих отраслей входят в первую пятерку видов деятельности по размеру и представляют обрабатывающую промышленность, государственный сектор, а также различные виды услуг.

Наиболее динамичными отраслями в 2000-е годы стали промышленные: резко возросла роль нефтегазодобычи (с 0,7% в 2000 году до 1,7% в 2013 году, то есть в 2,4 раза) и заметно снизились доли передовых отраслей обрабатывающей промышленности, в том числе традиционно ассоциируемые с экономикой США – машиностроения (снижение с 1,1 до 0,9%, на 22%), производства металлоизделий (снижение с 1, до 0,8%, в 1,5 раза), компьютеров и электроники (с 2,2 до 1,5%, в 1,5 раза). При этом можно отметить, что и стартовые в этом расчете уровни 2000 года уже были низки, так как транснационализация американского бизнеса и географическая диверсификация производства еще в конце XX века привели к существенному снижению роли обрабатывающей промышленности в экономике. На этом фоне наблюдался рост непроизводственных отраслей, среди которых можно выделить управленческие услуги (рост с 1,7 до 1,9%), здравоохранение и социальную помощь (с 5,8 до 7,1%, рост на 22%), национальную оборону (рост с 2,1 до 2,4%, на 15%).

Отмеченные изменения в структуре американской экономики позволяют сделать вывод о наличии таких тенденций в ее реструктуризации, как продолжающееся снижение роли производственных секторов, существенный рост двух крупных групп услуг – образование, здравоохранение и социальная помощь; профессиональные и бизнес-услуги, а также о поступательном увеличении роли государственного сектора

в формировании ВВП. Эти тенденции подтверждают мнения, высказываемые в настоящее время рядом экономистов об утрате экономикой США тех конкурентных преимуществ, которые в свое время позволили ей стать мировым лидером, и об угрозах ее устойчивости в существующих реалиях. В частности, в 1950-е годы, когда США стали ведущей мировой экономикой, они обладали технологическим преимуществом во многих отраслях, развитой обрабатывающей промышленностью, поддерживавшей экспорт, более молодым населением и потребительским бумом – факторами, практически утраченными в настоящее время, что иллюстрируют и тенденции изменения структуры ВВП.

Если в 1950-е годы доля в ВВП обрабатывающей промышленности составляла 27–28%<sup>26</sup>, то к настоящему времени она сократилась в 2,3 раза – до 12%. Резкий рост такого вида деятельности, как здравоохранение и социальная помощь – с 1,6% в 1950 году до 7,1% в 2014 году свидетельствуют не только о росте качества жизни и улучшении медицинского обслуживания, но и о старении населения, требующего большего объема соответствующих услуг. Наконец, гипертрофия ряда отраслей сферы услуг, произошедшая за последние полвека и резко повысившая вклад в ВВП таких видов деятельности как профессиональные и бизнес-услуги (с 3,5% в 1950 г. до 12% в 2014 г.), финансы и страхование (рост с 2,8 до 7,2%), операции с недвижимостью (рост с 8,3 до 13%) привела, помимо формирования «постиндустриального» типа экономики, к ряду негативных последствий. В частности, повышение привлекательности сферы услуг по сравнению с производством закономерно снизило роль промышленных отраслей и подорвало базу экспорта, а также породило системные проблемы с состоянием платежного баланса. Высо-

---

<sup>26</sup> Здесь и далее данные о структуре ВВП США приведены по данным Бюро экономического анализа США: Gross-Domestic-Product-(GDP)-by-Industry Data. U.S.Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: [http://www.bea.gov/industry/gdpbyind\\_data.htm](http://www.bea.gov/industry/gdpbyind_data.htm).

кая роль финансов в экономике, формирующих в настоящее время более 20% ВВП обусловила сильнейшую ее зависимость от устойчивости финансовых институтов и рынков, расшатывание которой, как показал прошлый кризис, способно быстро дестабилизировать весь хозяйственный комплекс, включая производственную сферу и государственные финансы. Наконец, высокая доля непроизводственных отраслей сформировала экономическую модель, основанную на несколько искусственной природе роста, который поддерживается внутренним спросом на соответствующие услуги, генерируемым не столько фундаментальными факторами, сколько кредитной активностью и монетарными стимулами.

Изменения в структуре ВВП обусловили постепенный «дрейф» ряда ключевых макроэкономических показателей в негативную сторону. В частности, с середины 1970-х годов сальдо баланса товаров и услуг устойчиво обосновалось в отрицательной зоне, хотя до этого было устойчиво положительным – в 1960-е годы его величина колебалась в интервале 2,5–6 млрд долл. при размере ВВП порядка 600–800 млрд. Начиная с 1976 года сальдо баланса товаров и услуг США никогда не было положительным, достигнув исторического минимума в -762 млрд долл. по итогам 2006 года.<sup>27</sup> Аналогичные тенденции наблюдались и в других статьях платежного баланса – сальдо торгового баланса и текущего счета.

В XXI веке эти тенденции в целом сохранились и усилились. Даже если сравнивать параметры платежного баланса США после 2000 года не с серединой прошлого века, а хотя бы с 1990-ми его годами, заметно серьезное ухудшение ситуации. Так, отрицательное сальдо баланса товаров и услуг в 1990-е годы в среднем составляло около 30 млрд долл., то есть менее 0,5% ВВП (который в тот период измерялся в

---

<sup>27</sup> Balance on Goods and Services (Discontinued Series). FRED Graph Observations. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/BOPBGSA>

среднем примерно 8 трлн долл.), а в 2000-е годы это соотношение резко возросло – при среднем отрицательном сальдо на уровне около 150 млрд долл. и размере ВВП в этот же период порядка 13 трлн долл. относительный размер этого сальдо увеличился до 1,2%. На рисунке 5 приводится динамика соответствующих параметров по несколько иной методике, начавшей использоваться с 2014 года<sup>28</sup>, которая дает меньшие абсолютные значения, но ту же тенденцию.

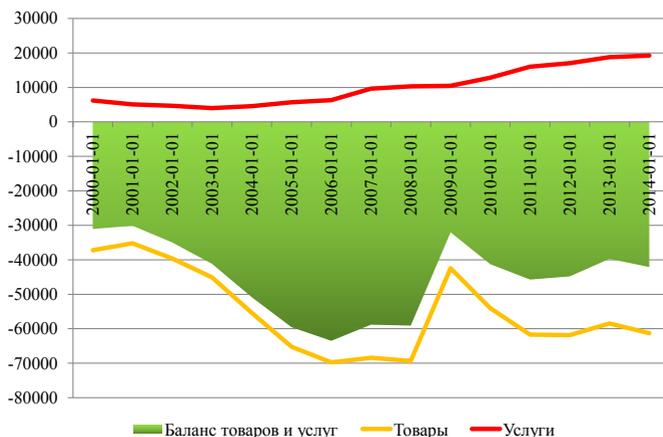


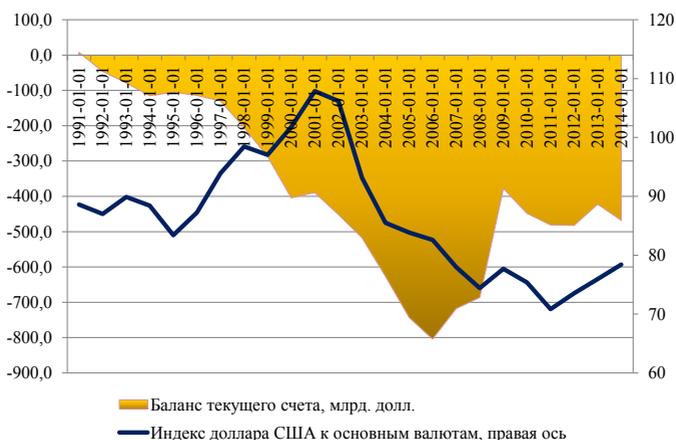
Рисунок 5. Динамика торгового баланса США и его компонентов после 2000 года, млн долл.<sup>29</sup>

Более агрегированный компонент платежного баланса – текущий счет – также демонстрирует ухудшение в течение последних десятилетий. Так же, как и в случае с торговым

<sup>28</sup> Приведенные выше данные и данные рисунка 5 взяты из одного источника – базы данных FRED ФРС США, однако на рисунке они рассчитаны на основе обновленной серии Trade Balance: Goods and Services, Balance of Payments Basis, а в тексте выше – на основе серии Balance on Goods and Services, которая перестала обновляться с 2014 года, но отражает большие значения соответствующих показателей.

<sup>29</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: FRED Graph Observations. Trade Balance: Goods and Services, Balance of Payments Basis, Millions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted. Link. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2>

балансом, худшее значение сальдо текущего счета пришлось на 2006 год (рис. 6), а улучшение ситуации в этой сфере стало следствием финансового кризиса – к 2009 году размер отрицательного сальдо сократился более чем в два раза. Это сокращение сопровождалось и было обусловлено в первую очередь снижением отрицательного сальдо баланса товаров, которое с 2006 по 2009 год сократилось с -837 до -510 млрд долл. Причины же этого явления многообразны.



**Рисунок 6. Сравнительная динамика баланса текущего счета США и индекса доллара в 1991–2014 годах<sup>30</sup>**

Во-первых, на ухудшение ситуации с торговым балансом влияет рост импорта, который с 2000 по 2008 год вырос почти двукратно. В свою очередь, как рост импорта, так и торговый баланс в целом в значительной мере зависят от курса доллара и валют торговых партнеров США. Поэтому на рисунке 6 приведена также и динамика индекса доллара, который с середины 1990-х до начала 2000-х года демонстриро-

<sup>30</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: FRED Graph Observations. Balance on Current Account, NIPA's, Billions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted Annual Rate.; Trade Weighted U.S. Dollar Index: Major Currencies. Link. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2>.

вал существенный рост, повышая тем самым покупательную способность населения и корпоративного сектора США и стимулируя рост импорта.

С другой стороны, традиционная взаимосвязь между курсом валюты и динамикой экспортно-импортных операций в США нарушилась в начале 2000-х годов, когда рост импорта наблюдался при снижении курса доллара. На наш взгляд, это может объясняться другим фактором, роль которого в экономике США сильно возросла с начала 1990-х годов – кредитной активностью банков, в том числе резким ростом потребительского кредитования. Ускорение роста объема потребительских кредитов началось в середине 1990-х годов и продолжалось вплоть до кризисного 2008 года, впоследствии возобновившись после двух лет снижения. Объем действующих потребительских кредитов с 1994 по 2008 год вырос с 930 до 2660 млрд долл. На этот же период приходится и лавинообразное нарастание отрицательного сальдо торгового баланса и текущего счета. На наш взгляд, именно монетарным фактором кредитной экспансии на потребительском рынке в значительной мере обуславливается и рост импортных потоков в США и проблемы по линии платежного баланса в целом.

Если ситуация с платежным балансом в ключевых его компонентах, ухудшавшаяся в США на протяжении нескольких десятилетий, стала во многом следствием структурных изменений экономики и сокращения экспортной базы на фоне снижения доли обрабатывающей промышленности, то другая тенденция структурного характера, наблюдающаяся в XXI веке – рост роли государственного сектора – также имела ряд негативных последствий. Как отмечалось выше, в период с 2000 по 2013 год доля государственного сектора (government) в ВВП США несколько увеличилась – с 12,9 до 13,2%, достигая максимума в кризисные 2009–2010 годы

(14,3%). При этом особенно существенно выросли в этот период расходы на оборону – с 2,1 до 2,4% с пиковыми уровнями в 2,6%, фиксировавшимися в 2010–2011 годах.

При этом можно отметить, что практика усиления роли государства в экономике в сложные периоды традиционна для США – еще во второй половине XX века доля государственного сектора в ВВП выходила на пиковые уровни в периоды рецессий. Так было в 1970–1971 годах, когда этот показатель достигал 15,2–15,3%, в 1974–1975 годах (14,8–15,1%), в 1982–1983 годах (14,2, 13,9%), в 1991 году (14,3%) при том, что средний его уровень в период с 1947 по 1997 год составляет 13,5%. Поэтому само по себе увеличение доли государственного сектора в период «Великой рецессии» не столь примечательно, укладываясь в рамки стандартных практик осуществления антикризисных мер. Однако это увеличение роли государства в XXI веке происходило на фоне сокращения секторов, которые в свое время обеспечили США мировое лидерство. Так, в 1950 году объем добавленной стоимости обрабатывающей промышленности частного сектора (79,4 млрд долл.) превосходил аналогичный показатель правительственного сектора (31,6 млрд долл.) в 2,5 раза. К концу века это соотношение почти выровнялось – обрабатывающая промышленность в 2000 году произвела 1555 млрд долл. добавленной стоимости, а государственный сектор – 1329 млрд. В течение же XXI века вклад правительственных операций в ВВП опередил обрабатывающую промышленность – в 2014 году объем ВДС государственного сектора составил 2244 млрд долл., а объем ВДС обрабатывающей промышленности – только 2091 млрд<sup>31</sup>. В настоящее время государственный сектор превосходит по своей доле в ВВП не только обрабатывающую промышленность, но и все остальные виды деятельности в американской

---

<sup>31</sup> Источник: Gross-Domestic-Product-(GDP)-by-Industry Data. U.S.Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: [http://www.bea.gov/industry/gdpbyind\\_data.htm](http://www.bea.gov/industry/gdpbyind_data.htm).

экономике, за исключением агрегированного вида «финансы, страхование, операции с недвижимостью».

Однако рост значимости государственного сектора и правительственных расходов при хронически дефицитном бюджете США означает рост этого дефицита, особенно в условиях рецессий и повышения роли государства в экономике. И данная тенденция проявилась в США в XXI веке в полной мере (рис. 7)

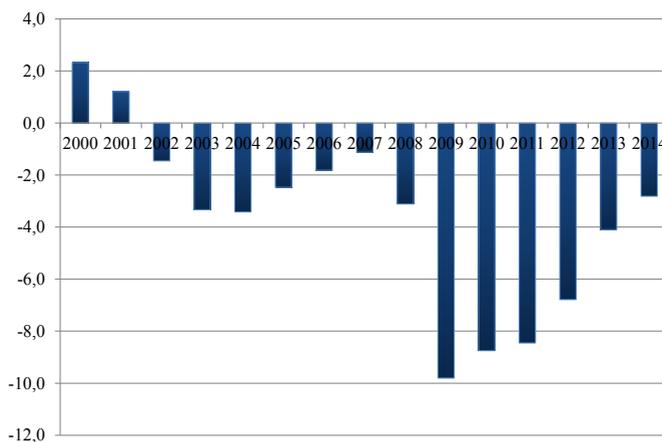


Рисунок 7. Дефицит федерального бюджета США относительно ВВП в 2000–2014 годах, %<sup>32</sup>

Если начало века США встретили еще с профицитом бюджета в 1,2%, то к концу первого десятилетия на фоне финансового кризиса произошел обвал и дефицит достиг почти 9,8% – беспрецедентного для мирного времени уровня. Среднее же значение дефицита федерального бюджета за 2001–2014 годы составило 4%, что также существенно превышает показатели прошлого века. В послевоенное время (с 1947 г.) вплоть до середины 1970-х годов дефицит федерального бюджета США ни разу не поднимался до уровня 3% ВВП, впервые превысив

<sup>32</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: FRED Graph Observations: Federal Surplus or Deficit [-] as Percent of Gross Domestic Product. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYFSDFYGDP>.

его в 1975 году. Но и в последующие годы XX века уровень 4% ВВП превышался всего несколько раз, тогда как в XXI веке этот показатель стал средней величиной. Рост дефицита бюджета сыграл свою роль и в наращивании государственного долга США, ситуация с которым более подробно будет рассмотрена ниже, во второй главе настоящей монографии.

Помимо неблагоприятных изменений в структуре экономики и проблем внешнего сектора, связанных с нарастанием отрицательного сальдо ключевых статей платежного баланса, а также ухудшением ситуации в государственных финансах, американская экономика в XXI веке испытывает сложности и в других сферах. Продолжается наращивание совокупного долгового бремени домохозяйств, которое выросло с 5 трлн в 2000 году до почти 12 трлн к середине 2015 года. В рассматриваемый период на низком уровне остаются некоторые важнейшие показатели, формирующие будущее экономики и инвестиционный потенциал. В частности, уровень персональных сбережений в 2001–2014 годах составлял в среднем всего 4,8%, чего ранее не было за всю историю наличия соответствующей статистики с 1959 года – ни в одном десятилетии XX века среднее значение этого показателя, формирующего ресурсную базу инвестиций, не опускалось ниже 5%, а в периоды реального экономического лидерства США в 1960–1970-е годы норма персональных сбережений составляла более 10%.

Аналогичные тенденции складываются и по ряду других важных индикаторов, связанных с инвестициями. На рисунке 8 приведена динамика показателя чистых сбережений и инвестиций в основной капитал в США, которые наглядно иллюстрируют наличие фундаментальной проблемы в инвестиционной сфере американской экономики. В XXI веке инвестиции в основной капитал в США, так же, как и многие другие индикаторы, росли темпами, значительно более низкими, чем в предыдущие годы. В результате прирост ежегодного объема инвестиций в основной капитал за период с 2000 по 2013 год был одним из самых незначительных в мире, составив лишь 34%, тогда как у

государств-лидеров по этой части, объем годовых инвестиций в основной капитал вырос в этот же период в несколько раз (у Китая – в 6,2 раза, у России – в 4,5 раза).



Рисунок 8. Динамика чистых сбережений и инвестиций в основной капитал в США в 2000–2013 годах, млрд долл.<sup>33</sup>

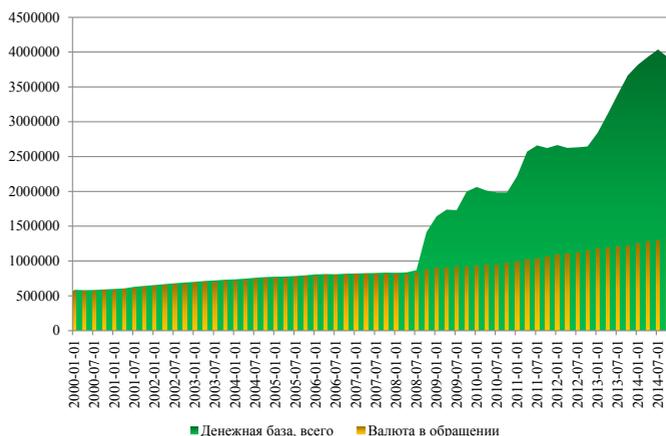
В результате номинально крупнейшая экономика мира США по объему инвестиций в основной капитал в 2013 году уступила Китаю более чем в два раза (3179 млрд долл. против 7643 млрд)<sup>34</sup>, а другие экономики превзошла в значительно меньшей пропорции, чем по номинальному размеру ВВП. Например, Россия, имеющая номинальный ВВП меньше чем у США в 9,4 раза (1857 млрд долл. против 17 419 млрд долл. по данным МВФ за 2014 г.), по размеру инвестиций в основной капитал (747 млрд долл.) уступает США только в 4,2 раза.

Отмечая относительно невысокие (а иногда и отрицательные) темпы роста важных экономических показателей в

<sup>33</sup> Рассчитано по данным ОЭСР и ФРБ Сент-Луиса: OECD (2015), Investment (GFCF) (indicator). doi: 10.1787/b6793677-en (Accessed on 28 July 2015). Investment (GFCF) Total, Million US dollars, 2000–2014. URL: <https://data.oecd.org/gdp/investment-gfcf.htm>; FRED Graph Observations: Net saving. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/W201RC1A027NBEA>.

<sup>34</sup> Источник: OECD (2015), Investment (GFCF) (indicator). doi: 10.1787/b6793677-en (Accessed on 28 July 2015). Investment (GFCF) Total, Million US dollars, 2000–2014. URL: <https://data.oecd.org/gdp/investment-gfcf.htm>.

США в последние годы, необходимо также учитывать, что они наблюдались на фоне весьма интенсивного роста денежных агрегатов, то есть существенного обесценивания американской валюты (рис. 9), которое в значительной мере стало итогом политики неоправданно массивированного монетарного стимулирования экономики в условиях отсутствия более действенных факторов ее роста.



**Рисунок 9. Поквартальная динамика денежной базы и валюты США в обращении, млн долл.<sup>35</sup>**

Колоссальный взлет объема денежной базы с конца 2008 года, который привел к беспрецедентному пятикратному ее росту всего за шесть лет в основном обусловлен программой монетарного стимулирования ФРС, в результате которого в экономику поступило около 3,5 трлн долл. Но даже без учета этого фактора и отягощенного выкупленными активами баланса ФРС монетарные агрегаты в США в XXI веке росли весьма интенсивно, что видно и по графику валюты в обращении, объем которой увеличился за 15 лет почти в 2,5 раза. И, принимая во внимание фактор обесценивания доллара, низкие

<sup>35</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: FRED Graph Observations. Monetary Base; Total, Millions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted; Monetary Base; Currency In Circulation, Millions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted. Link. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2>.

темпы роста ряда ключевых показателей американской экономики, включая инвестиции, сбережения или доходы домохозяйств представляются еще менее впечатляющими.

В контексте потенциала дестабилизирующего влияния США на мировую экономику, можно сделать ряд выводов о макроэкономических тенденциях, наблюдавшихся в США в XXI веке и имеющих значение в качестве потенциально негативных факторов для глобальной стабильности:

- немонетарная база экономического роста США продолжает истощаться, что выражается в сохранении тенденции уменьшения роли в экономике производственных отраслей;

- сохраняются негативные тенденции в платежном балансе, особенно в части торгового баланса и обусловленном им сальдо текущего счета;

- растет роль государственных расходов в формировании ВВП, которые вынуждены замещать снижающийся производственный потенциал частного сектора;

- рост государственного сектора является одним из факторов ухудшения ситуации в сфере государственных финансов, которые в XXI веке демонстрируют худшие средние показатели по сравнению с предыдущими десятилетиями;

- «вымывание» естественной базы экономического роста ведет к формированию «эрзац-модели роста» на основе нарастающего монетарного стимулирования, причем не столько фундаментально значимых видов деятельности, сколько финансовых институтов и рынков;

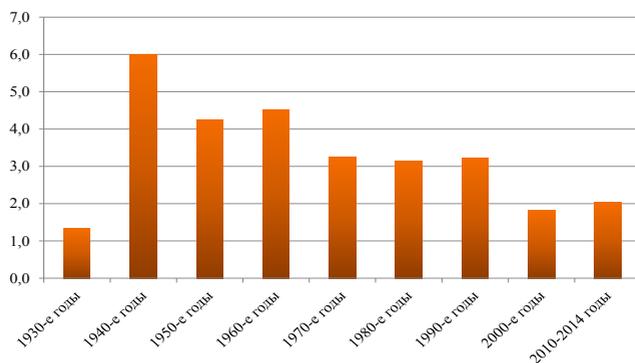
- в результате данной политики постоянно растет зависимость экономики США от финансового сектора и устойчивости финансовых рынков, что порождает замкнутый круг крепнущей взаимосвязи проблем обеспечения устойчивости финансового сектора, экономики в целом, и потребности постоянного увеличения монетарных стимулов;

- поскольку ресурсная база монетарного стимулирования ограничена, а естественная база экономического роста

подорвана из-за структурных дисбалансов в пользу финансового сектора, вероятность крупномасштабной системной дестабилизации экономики США поступательно возрастает.

### **1.3. Дивергенция социальных и макроэкономических индикаторов как признак системных проблем экономики США**

Как было отмечено в предыдущем разделе, тенденции экономического развития в США в XXI веке характеризовались замедлением – среднегодовые темпы роста в 2000-е годы и в период с 2000 по 2014 год были значительно ниже, чем в любом десятилетии XX века после 30-х годов, осложненных разрушительной Великой Депрессией (рис. 1).



**Рисунок 1. Средние темпы роста ВВП США по десятилетним периодам (если не указано иное) в 1930–2014 годах %<sup>36</sup>**

Замедление экономического роста в этот период происходило даже на фоне двух крупных изменений в методологии

---

<sup>36</sup> Рассчитано по данным U.S. Bureau of Economic Analysis, агрегированным Федеральным резервным банком Сент-Луиса: Federal Reserve Bank of St. Louis: Real Gross Domestic Product. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/A191RL1A225NBEA>.

расчета ВВП США, произошедших в 1999 и 2013 годах, и увеличивших его объем. В 1999 году в ВВП была включена продукция IT-индустрии, в том числе программное обеспечение. В 2013 году Бюро экономического анализа министерства торговли США изменило методологию, включив учет в качестве инвестиций расходов компаний на исследования и развитие, и добавив нематериальные активы: исследования, разработки, авторские права и творчество – театр, кино, телешоу. За счет этих изменений в 2013 году ВВП США получил дополнительный прирост, оцениваемый специалистами Бюро экономического анализа на уровне около 3% или 400 млрд долл.<sup>37</sup>

Помимо изменения методологии, статистика США в последние годы отличается резкими пересмотрами задним числом ключевых данных, в том числе по росту ВВП, а также по рынку труда и другим важным параметрам. Последним примером такого рода стало признание Бюро экономического анализа в июле 2015 года о том, что официально заявляемые темпы роста ВВП за последние 4 года в среднем были завышены на 0,3%.<sup>38</sup> При этом по отдельным периодам 2011–2014 годов публиковавшиеся цифры были завышены намного сильнее. Например, темпы роста ВВП в III квартале 2012 года составили не 2,5%, как заявлялось ранее, а всего 0,5%. За 2013 год темпы роста ВВП США были пересмотрены с 2,2 до 1,5%.

В связи с участвовавшими и резкими пересмотрами статистики появились многочисленные публикации, обвиняющие американскую статистику в манипулировании данными и методологией в пользу текущих экономических или полити-

---

<sup>37</sup> В США придумали способ увеличить ВВП на 400 миллиардов долларов. Lenta.ru. 23 апреля 2013 г. URL: <http://lenta.ru/news/2013/04/22/gdp>.

<sup>38</sup> National income and product accounts gross domestic product: second quarter 2015 (advance estimate) annual revision: 2012 through first quarter 2015. U.S. Bureau of Economic Analysis: URL: [http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/2015/txt/gdp2q15\\_adv.txt](http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/2015/txt/gdp2q15_adv.txt).

ческих интересов – как США в целом, так и отдельных политиков или бизнеса – в которых приводятся многочисленные примеры такого рода действий:

«Количество внезапных и резких пересмотров показателей растет с каждым годом.

Число американцев, потерявших работу в ходе кризиса в 2008–2009 годах, было занижено более чем на 800 тыс. человек, но сообщили об этом лишь два года спустя. Виновата была якобы пресловутая модель «рождения-смерти» малого и среднего бизнеса (birth/death model).

В 2013 году разразился скандал по поводу резкого падения уровня безработицы в США прямо перед президентскими выборами осенью 2012 года. Бывший глава General Electric Джек Уэлч прямо заявил о том, что данные за сентябрь 2012 года были сфабрикованы.

В 2014 году расхождение в первой и окончательной оценке по ВВП США за I квартал составило 3%. Сначала были заявлены показатели в +0,1%, и лишь полгода спустя «выяснилось», что ВВП США на самом деле упал на 2,9%<sup>39</sup>.

Вопросы к американской статистике, поднимаемые в последнее время, и не только применительно к исчислению ВВП, но и в отношении других ключевых сфер, возникают во многом вследствие того, что при достаточно благоприятных показателях агрегированного экономического роста наблюдается необъяснимый застой или даже регресс в ряде специализированных индикаторов, которые непосредственно связаны с состоянием экономики. Некоторые из этих показателей были рассмотрены в предыдущем разделе (показатели внешней торговли, платежного баланса, инвестиций), можно также отметить, что ряд аналитиков указывают на такие проблемные индикаторы американской экономики,

---

<sup>39</sup> Экономика США: обещания аналитиков vs реальность. Вести. Экономика. 18.08.2015.  
URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/61368>

как показатели розничной торговли, рынка труда (который будет рассмотрен ниже), объемы и индексы промышленного производства. Также характерной чертой статистики последних лет является аномально низкое состояние ряда специфических индикаторов, которые, не являясь частью основного статистического поля, тем не менее, очень хорошо иллюстрируют фактическое состояние экономики. Так, рассчитываемый STA Wealth Management индекс STA Economic Output Composite Index (EOCI) с 2011 года находится на низких уровнях, обычно наблюдающихся в периоды рецессий<sup>40</sup>. В аналогичном состоянии, характерном для рецессии, уже много месяцев подряд находится объем продаж ведущего производителя строительной техники Caterpillar, который также тесно коррелирован с динамикой экономического роста<sup>41</sup> и ряд других индикаторов.

На наш взгляд, еще более показательным отражением реальной ситуации в экономике США является наблюдающееся в последние годы расхождение (дивергенция) индикаторов экономического роста и социального благополучия, которые целесообразно рассмотреть подробнее в контексте уточнения фактического состояния американской экономики и потенциала ее влияния на мирохозяйственные процессы.

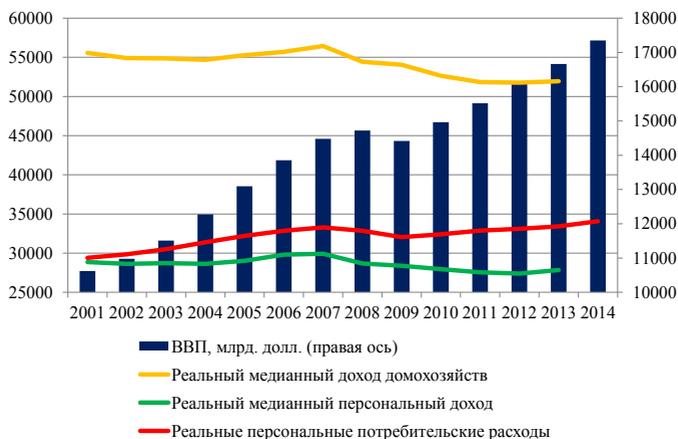
Одним из наиболее явных проявлений данной дивергенции можно назвать застой, и даже снижение ключевых показателей, характеризующих уровень благосостояния населения – реальных доходов – на фоне роста ВВП США (рис. 2). Размер ВВП США в период 2001–2013 годов вырос на 57% – с 10 622 до 16 663 млрд долл., тогда как реальные доходы снизились – персональные на 3,5% (с 28 860 до 27 851

---

<sup>40</sup> Economic Composite Index Suggests Restocking Cycle Is Over. Tuesday, 24 February 2015. Street Talk. URL: <http://streettalklive.com/index.php/daily-x-change/2622-economic-composite-index-suggests-restocking-cycle-is-over.html>.

<sup>41</sup> Продажи Caterpillar указывают на глобальную рецессию. Вести экономика, 22.07.2015. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/60415>.

долл.), домохозяйств – на 6,5% (с 55 562 до 51 939 долл.). Потребительские расходы в расчете на душу населения выросли, однако значительно скромнее, чем ВВП – на 13,7% (с 29 389 до 33 425 долл.).



**Рисунок 2. Сравнительная динамика ВВП США и показателей доходов и расходов на уровне граждан и домохозяйств, долл., если не указано иное<sup>42</sup>**

Отмеченную тенденцию стагнации демонстрировали не только индикаторы доходов и расходов населения США, но и другие, например, размеры заработной платы. Проблема стагнации доходов населения и ее производные (например, возникший в последнее десятилетие дискурс «вымывания среднего класса») являются одними из наиболее обсуждаемых в настоящее время. Так, проблема застоя заработной

<sup>42</sup> Рассчитано по данным U.S. Bureau of Economic Analysis, агрегированным Федеральным резервным банком Сент-Луиса.: Real personal consumption expenditures per capita. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/A794RX0Q048SBEA#>; Gross Domestic Product. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GDP#>; Real Median Household Income in the United States, 2013 CPI-U-RS Adjusted Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/MEHOINUSA672N>; Real Median Personal Income in the United States, 2013 CPI-U-RS Adjusted Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/MEPAINUSA672N>.

платы в США на фоне роста экономических показателей рассматривается исследователями из Института экономической политики (Economy Policy Institute) H. Shierholz и L. Mishel, которые отмечают, что «в течение последнего десятилетия зарплаты большинства получателей либо оставались на том же уровне, либо снижались»<sup>43</sup>. В этой и других работах<sup>44</sup> данного института также отмечается растущее неравенство оплаты труда и «неспособность экономики обеспечить увеличение заработной платы для большинства работников»<sup>45</sup>.

Абстрагируясь в настоящем исследовании от проблем социального и трудового неравенства в США, можно, тем не менее, отметить, что по нашему мнению ряд проблем этой сферы имеют отношение к возникновению дивергенции между макроэкономическими и социальными показателями. В частности, более детальное рассмотрение показателей оплаты труда может быть полезно в контексте выявления причин не только собственно стагнации доходов населения, но и формирования доходов корпоративного сектора и ВВП в целом.

Интересной особенностью динамики оплаты труда в США в период 2001–2012 годов стала существенная ее дифференциация по роду занятий и размеру. Так, из семи выделяемых в исследовании Института экономической политики групп занятости наибольший рост продемонстрировала заработная плата у офисных и административных работников (на 2,4% при среднем росте в 0,8%), тогда как

---

<sup>43</sup> A Decade of Flat Wages. The Key Barrier to Shared Prosperity and a Rising Middle Class. By Heidi Shierholz and Lawrence Mishel | August 21, 2013. URL: <http://www.epi.org/publication/a-decade-of-flat-wages-the-key-barrier-to-shared-prosperity-and-a-rising-middle-class>.

<sup>44</sup> Economic Policy Institute. 2012. "Title of chart" [chart]. The State of Working America. Washington, D.C.: Economic Policy Institute. Access date. <URL>. See more at. URL: <http://stateofworkingamerica.org/about/#sthash.aTlExC2.dpuf>.

<sup>45</sup> A Decade of Flat Wages. The Key Barrier to Shared Prosperity and a Rising Middle Class. By Heidi Shierholz and Lawrence Mishel | August 21, 2013. URL: <http://www.epi.org/publication/a-decade-of-flat-wages-the-key-barrier-to-shared-prosperity-and-a-rising-middle-class>.

у трех категорий «синих воротничков» она выросла на символические 0,6 и 0,7%, либо даже снизилась на 1,8% (у работников, занятых в «производстве и транспорте»). Также можно отметить, что у наименее оплачиваемых работников (шесть первых децильных групп) в течение 2000–2012 годов размер зарплаты снижался или не менялся в интервале от 0 до -4,5%, тогда как у самых высокооплачиваемых категорий он уверенно рос – от 2,7 до 11% по четырем верхним децильным группам<sup>46</sup>. В эту же тенденцию укладывается и динамика роста зарплат у групп работников с разным уровнем образования – максимальный рост в 5,4% в этот же период был в группе людей, имеющих ученые степени (advanced degree), минимальный – 1% – у работников с высшим образованием (college degree), и отрицательный рост – у трех групп с меньшим уровнем образования.

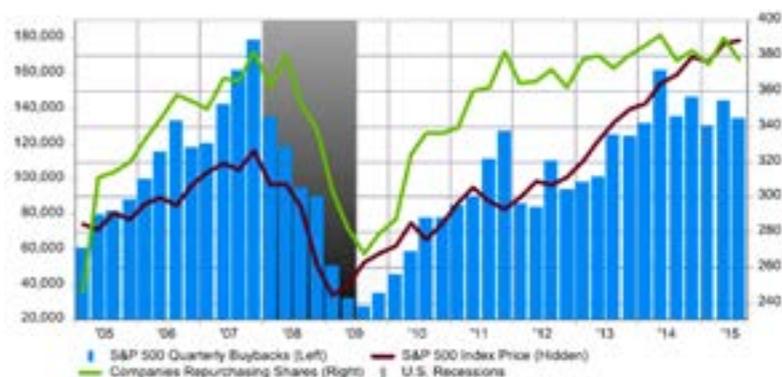
Таким образом, все эти три особенности тенденций уровня оплаты труда в XXI веке свидетельствуют о том, что рост доходов был сосредоточен преимущественно в сфере управления корпоративного сектора США, тогда как остальные категории работников оставались либо с тем же уровнем зарплат, либо с понижающимся. На наш взгляд, эта ситуация свидетельствует не только о растущем неравенстве в распределении доходов или о последствиях деиндустриализации американской экономики, в результате которой рабочие места и занятость в производственных сферах переживают системный спад. Есть и еще один аспект, отражающийся в растущем разрыве между динамикой доходов производственного и административного персонала – особенности генерирования доходов в современной экономике США, которые в значительной мере строятся на «бумажной» прибыли, получаемой за счет операций на фондовых рынках.

---

<sup>46</sup> Там же.

Особенностью существующей в настоящее время модели корпоративного бизнеса США является то, что значительную часть прибыли формируют не доходы от профильного бизнеса, а участие компаний в скупке своих акций на фондовом рынке (т.н. «обратный выкуп» – buyback). В том случае, если курс выкупленных акций растет, этот рост отражается в качестве прибыли, и эта прибыль позволяет увеличить в том числе и выплаты сотрудникам, главным образом менеджерам, чьи доходы зачастую включают разного рода бонусы от роста капитализации компании. На наш взгляд, именно увлечение в последние годы американских компаний обратным выкупом своих акций и генерированием прибыли за счет этих операций (которые зачастую проводятся на заемные деньги, то есть осуществляются за счет ухудшения фундаментальных финансовых показателей) и стало одним из основных источников роста выплат административно-управленческому персоналу. При этом отсутствие роста выплат другим категориям работников обусловлено тем, что основной бизнес не показывает столь же выдающихся результатов.

Ситуация роста доходов за счет выкупа акций на фоне стагнации или падения основных доходов сформировалась в 2010-е годы во многом вследствие крайне низких процентных ставок (порожденных программами количественного смягчения ФРС), которые сделали привлекательной схему быстрого обогащения корпоративного сектора и его менеджмента за счет искусственного стимулирования роста акций на заемные средства. Характерно, что рост активности компаний на фондовом рынке по выкупу акций наблюдался в течение большей части периода отсутствия роста зарплат, рассмотренного выше, и вовлекал все большее количество компаний и денежных средств (рис. 3).



**Рисунок 3. Динамика объема обратного выкупа акций американскими компаниями, представленными в индексе S&P 500, и количества таких компаний в сопоставлении с динамикой данного фондового индекса (данные Factset<sup>47</sup>)**

Оставляя за скобками явное влияние практики корпоративных выкупов акций на надувание фондовых пузырей и возникновение кризисов, можно акцентировать внимание на том, что данная практика является фактически схемой обмена финансовой устойчивости компаний на персональные бонусы менеджмента или, говоря проще, перекачиванием корпоративных займов на счета администрации. Очевидно, что рост долговой нагрузки, тем более в условиях стагнирующего профильного бизнеса отрицательно сказывается на этом бизнесе и, как следствие – на оплате труда рядового персонала (что и происходило в течение последнего десятилетия) при постоянном росте доходов руководства, завязанных на бонусы от роста рыночной капитализации.

С индикаторами доходов и заработной платы тесно связаны и показатели рынка труда – уровень безработицы, динамика рабочей силы и пр. В настоящее время многие

---

<sup>47</sup> Factset Buyback Quarterly, September 21, 2015. URL: [http://www.factset.com/websitefiles/PDFs/buyback/buyback\\_9.21.15](http://www.factset.com/websitefiles/PDFs/buyback/buyback_9.21.15).

исследователи обращают внимание на парадоксальное несоответствие фиксируемого американской статистикой роста рынка труда и стагнацию показателей его оплаты. В связи с этим отдельного рассмотрения заслуживает вопрос о состоянии рынка труда США в XXI веке – как в контексте рассматриваемой дивергенции агрегированных показателей экономического роста с индикаторами социального благополучия, так и применительно к корректности американской статистики. Последняя систематически критикуется как исследователями, так и общественностью за не вполне корректный учет ключевых компонентов рынка труда – рабочей силы, безработицы и пр. В частности, летом 2015 года кандидат в президенты США Д. Трамп в интервью журналу *Time* сделал следующее заявление об американской экономике: «В реальности уровень безработицы в нашей стране, вероятно, 21%. Не 6%. Не 5,2% и не 5,5%. Я говорю о реальном уровне безработицы: вообще-то, я на днях видел график нашей реальной безработицы, и 90 миллионов людей не работают. Точнее, 93. Если подсчитать, то наш реальный уровень безработицы – 42%»<sup>48</sup>.

Мнение Д. Трампа о 42-процентной безработице, разумеется, не соответствует действительности, так как из 93 миллионов неработающих людей большая часть – нетрудоспособного возраста и не входящие в рабочую силу по иным причинам. Однако, вопросы к статистике рынка труда США все же есть, и именно этим вызвано обилие публикаций и высказываний, ставящих под сомнение благоприятную картину этого рынка в последние годы. Кроме того, даже в рамках существующей статистики имеются неблагоприятные тенденции, проявившиеся именно в XXI веке. Рассмотрим данные аспекты подробнее.

---

<sup>48</sup> 93 миллиона безработных в США. Был ли прав Трамп? Вести экономика, 21 августа 2015 г. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/61488>.

Ключевой проблемой корректного исчисления уровня безработицы в США является определение рабочей силы, от которой исчисляется показатель безработицы. В США в рабочую силу включают не все трудоспособное население, а ту его часть, которая либо работает, либо активно ищет работу, и этот последний нюанс позволяет вывести за пределы учета безработицы очень большое количество людей, которые перестали заниматься поисками работы. Эта часть населения, в соответствии с методологией Bureau of Labor Statistics, переводится в категорию «вне рабочей силы», к которой относятся люди, которые не являются ни работающими, ни безработными, и включает «вышедших на пенсию, студентов, занимающихся уходом за детьми или другими членами семьи, а также тех, что не работает и не ищет работу»<sup>49</sup>.

Таким образом, исключение из рабочей силы тех безработных, которые перестали активно искать работу, существенно сокращает объем самой рабочей силы, а вместе с ним – и уровень безработицы. Пропорционально увеличивается и количество населения вне рабочей силы, а также снижается еще один важный для рынка труда США индикатор – доля рабочей силы в населении, на который в настоящее время обращается все больше внимания в связи с утратой репрезентативности классическим показателем безработицы. Кроме того, наглядной иллюстрацией состояния американского рынка труда может быть, на наш взгляд, соотношение населения вне рабочей силы и входящего в нее – очевидно, что рост этого соотношения означает увеличение количества людей, не находящих себе применения в рамках существующей экономической модели, и ухудшение ситуации с занятостью. На рисунке 4 приведена динамика этого и других ключевых индикаторов рынка труда США в период с 1990 года,

---

<sup>49</sup> Labor force characteristics. United States Department of Labor. Bureau of Labor Statistics. URL: <http://www.bls.gov/cps/lfcharacteristics.htm>.

и она показывает явно выраженные негативные тенденции, сформировавшиеся с 2000 года и резко усилившиеся после кризисного 2008 года.

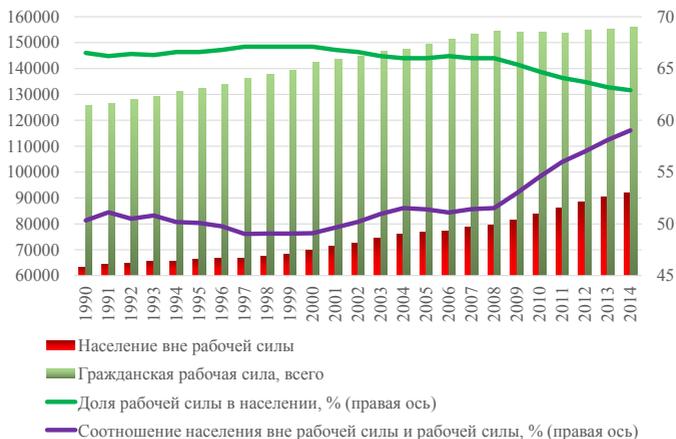


Рисунок 4. Основные показатели динамики рабочей силы и населения вне рабочей силы США в 1990–2014 годах (рассчитано по данным Bureau of Labor Statistics<sup>50</sup>)

Прежде всего, можно обратить внимание на опережающий в разы рост населения, исключенного из рабочей силы, по сравнению с ростом рабочей силы: с 2000 по 2014 год численность населения вне рабочей силы увеличилась на 31,4% (с 70 до 92 млн чел.), а рабочей силы – только на 9,4% (со 142,6 до 156 млн чел.). Это, на наш взгляд, является в первую очередь отражением тенденции роста численности людей, переставших искать работу и, тем самым, выпавшим из состава рабочей силы, так как другие компоненты этой категории (студенты, вышедшие на пенсию и пр.) не могли расти с такой же интенсивностью. Этот опережающий рост населения вне рабочей силы привел к соответствующему ухуд-

<sup>50</sup> Labor Force Statistics from the Current Population Survey. United States Department of Labor. Bureau of Labor Statistics. URL: <http://www.bls.gov/cps/tables.htm#pnlf>.

шению связанных с ним соотношений – доли рабочей силы в населении, неуклонно снижающейся в XXI веке, а также соотношения населения вне рабочей силы и рабочей силы, которое достигло 59% по итогам 2014 года.

Очевидно, что сокращение базы расчета безработицы (рабочей силы) закономерно снижает и итоговый индикатор – уровень безработицы в США постоянно снижается с 2010 года, когда он достигал 10%, и к сентябрю 2015 года опустился до 5,1%. Однако нельзя не отметить, что в этот же период происходило и снижение доли рабочей силы в населении, и резкий рост населения вне рабочей силы. Поэтому снижение уровня безработицы может объясняться (если не полностью, то в значительной мере) тем, что растущее количество безработных переставало учитываться статистикой из-за прекращения ими поисков работы и выпадения по этой причине из общего объема рабочей силы. Сам факт роста количества людей, переставших искать работу (фактически, отчаявшихся ее найти), который поддерживается тенденцией роста среднего периода пребывания без работы, также свидетельствует о неблагоприятных тенденциях рынка труда США в последние годы.

Позитивную статистику официального уровня безработицы многие исследователи также склонны расценивать как не вполне объективную еще и по той причине, что в качестве этого показателя выбран не самый репрезентативный индикатор. В статистике Бюро трудовой статистики США рассчитывается ряд из шести показателей безработицы – от U-1 до U-6, отличающихся степенью охвата круга людей, включаемых в категорию безработных. Официальный уровень безработицы (который так и называется – official unemployment rate) – это показатель U-3, который представлен общим количеством незанятых, и именно этот показатель демонстрирует достаточно благоприятную картину. Однако многие эксперты указывают, что большую объективность дает так называемый

мый показатель «широкой безработицы» U-6<sup>51</sup>, который почти в два раза выше официального уровня по показателю U-3 (в сентябре 2015 г. – 10% против 5,1%) и при этом учитывает не всех не имеющих работу граждан трудоспособного возраста. С учетом этого показателя становится более понятной дивергенция макроэкономической и социальной статистики США – в пиковые кризисные годы (2009–2010) уровень безработицы U-6 составлял около 17% – максимум за период существования данной классификации, превышавший в два раза предкризисные величины 2006–2007 годов. Причем и текущий его уровень значительно хуже в ретроспективном сопоставлении по сравнению с показателем официальной безработицы – если последняя находится в настоящее время ниже средней величины относительно благополучного десятилетия 1995–2005 годов, то показатель U-6 до сих пор выше средних значений большей части периода его расчета.

Более того, поскольку показатель U-6 включает не всех людей, не имеющих работу, ряд исследователей дают свои альтернативные оценки реального уровня безработицы, которые в разы превышают официальные показатели. Так, портал Shadow Government Statistics рассчитывает свой уровень безработицы, добавляя к показателю U-6 отчаявшихся работников, не ищущих работу длительное время, которые были исключены из учета рабочей силы после изменения методик Бюро трудовой статистики в 1994 году. В соответствии с таким подходом, текущий уровень реальной безработицы составляет 23%<sup>52</sup>, то есть почти в пять раз выше официального

---

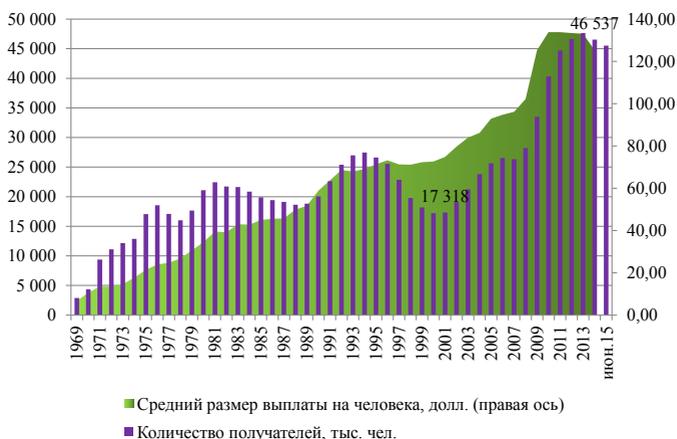
<sup>51</sup> Включает людей, «слабо связанных» с рабочей силой, – тех, кто не работает и не ищет работу, но показывает готовность и доступность для работы и искавших работу в течение последних 12 месяцев; «отчаявшихся работников» – имеющих связанные с рынком труда причины не искать работу в текущий момент; частично занятые по экономическим причинам, которые хотят работать в режиме полной занятости. Источник: United States Department of Labor. Bureau of Labor Statistics: HOUSEHOLD DATA. Table A-15. Alternative measures of labor underutilization. URL: <http://www.bls.gov/news.release/empst.t15.htm>.

<sup>52</sup> John Williams' Shadow Government Statistics. Alternate Unemployment Charts. URL: [http://www.shadowstats.com/alternate\\_data/unemployment-charts](http://www.shadowstats.com/alternate_data/unemployment-charts).

уровня. Этот подход, при кажущейся чрезмерности его результатов, тем не менее представляется методически оправданным, так как учитывает в числе безработных людей, соответствующих стандартам рабочей силы во всех отношениях, кроме одного – слишком долгого срока отсутствия поиска работы, что позволяет официальной статистике исключать эту часть трудоспособного населения из состава рабочей силы. На наш взгляд, такая методика объясняет кажущиеся парадоксы рынка труда США – низкий уровень официальной безработицы при сокращении участия населения в рабочей силе и стагнации заработной платы – ответ на этот парадокс заключается в быстро растущем количестве отчаявшихся найти работу и прекративших ее поиски, что позволяет статистике в рамках существующей методологии исключать все большее количество людей из рабочей силы и из базы расчета безработицы. Кроме того, очень важным аспектом учета «длительно отчаявшихся работников» в статистике безработицы является тот факт, что показатель безработицы с учетом этой категории, рассчитываемый указанным порталом, в отличие от индикаторов Бюро трудовой статистики, не снижается в последние годы, а растет. Если индикаторы U-3 и U-6 демонстрируют снижение с 2010 года, то альтернативный показатель SGS стоит на месте и даже незначительно растет, увеличившись с 2010 года примерно на 2 процентных пункта. Это свидетельствует об отсутствии реального прогресса на рынке труда США в последние годы и объясняет отмеченные выше нестыковки.

Проблемы на рынке труда имеют одним из наиболее непосредственных и быстро фиксируемых последствий спад уровня жизни населения. Помимо рассмотренных выше показателей реальных доходов, снижающихся с 2007 года, о неблагоприятных тенденциях снижения уровня жизни можно судить по некоторым специфическим, но показательным

сферам. В частности, в этом контексте представляет интерес статистика получателей продовольственной помощи населению в США. Эта помощь оказывается в рамках программы Supplemental Nutrition Assistance Program (SNAP), ранее известной как «продовольственные марки» (food stamps, в русском переводе обычно – продовольственные карточки). Статистика этой помощи, ведущаяся министерством сельского хозяйства США, зафиксировала резкий взлет количества участников программы с 2001 года, а также существенное увеличение среднего размера помощи (рис. 5).



**Рисунок 5. Динамика основных показателей программы продовольственной помощи США в период ее существования (рассчитано по данным Министерства сельского хозяйства США<sup>53</sup>)**

При этом можно отметить, что вовлеченность населения существенно отличается по разным штатам. Максимальная доля домохозяйств, получающих продовольственную по-

<sup>53</sup> United States Department of Agriculture. Food and Nutrition Service. Supplemental Nutrition Assistance Program (SNAP). URL: <http://www.fns.usda.gov/pd/supplemental-nutrition-assistance-program-snap>.

мощь, в 2013 году фиксировалась в Орегоне (19,8%), Миссисипи (19,4%) и Мэне (18%), минимальная – в Вайоминге (5,9%). Однако эти данные характеризуют не только дифференциацию благосостояния по штатам, но и особенности доступа к программе, так как критерии получения продовольственной помощи устанавливаются на уровне штата. В целом по стране, в терминах домохозяйств в 2013 году получателями помощи было 13,5 их процентов<sup>54</sup>. Однако, если рассчитывать долю не по домохозяйствам, а по индивидуумам, доля вовлеченности населения в эту программу еще выше и по итогам 2014 года составила 14,6%.

При этом еще более показательна не столько текущая ситуация, сколько динамика роста получателей продовольственной помощи – рост охваченных ей граждан с 2001 по 2014 год составил 2,7 раза, а рост доли населения, нуждающихся в продовольственных карточках был немногим ниже – 2,4 раза (в 2001 г. доля получателей помощи составляла 6,1% населения США). В завершение темы роста получателей продовольственной помощи можно отметить, что их прирост в период 2001–2014 годов в количестве 29 млн человек очень близок к количеству людей, пополнивших в этот же период рассмотренный выше показатель населения вне рабочей силы (увеличившийся на 21 млн чел.). Вполне вероятно, что именно «отчаявшиеся работники», переставшие заниматься активными поисками работы, и выпавшие по этой причине из учитываемой рабочей силы,полнили ряды получателей продовольственной помощи.

Статистика рабочей силы является негативным фоном для очень многих сфер США социального плана, в которых ощущается ее влияние, прямое или опосредованное. Например, в исследовании известного аналитического центра Pew

---

<sup>54</sup> Who Is On Food Stamps, By State. Governing. The states and localities. URL: <http://www.governing.com/gov-data/food-stamp-snap-benefits-enrollment-participation-totals-map.html>.

Research, результаты которого были опубликованы<sup>55</sup> в сентябре 2014 года, зафиксировавшем по итогам 2012 года рекордную для США долю взрослого населения, не вступавшего в брак, в качестве причины этого явления также указывается ситуация на рынке труда. Согласно этому исследованию доля не состоявшего в браке взрослого населения США (25 лет и старше) достигла 20% против 9% в 1960 году. Плохие экономические условия были названы одной из основных причин увеличения возраста вступления в брак, а особенно резкий рост доли населения вне брака был отмечен в период после 2000 года – как и во многих других сферах, резкое ухудшение и в данном случае пришлось на XXI век. Авторы доклада указывают: «уровень участия в рабочей силе среди мужчин – особенно молодых мужчин – значительно упал за последние несколько десятилетий. В 1960 году 93% мужчин в возрасте от 25 до 34 лет входили в рабочую силу; к 2012 году эта доля упала до 82%. А среди молодых людей, которые имеют работу, за прошедшие десятилетия упали зарплаты. Для мужчин в возрасте от 25 до 34 лет медианная почасовая оплата труда снизилась на 20% с 1980 года (с поправкой на инфляцию)»<sup>56</sup>.

В другом исследовании этого же центра по итогам 2012 года был отмечен рекордный за последние четыре десятилетия уровень взрослого населения США, живущего с родителями: «36% молодых взрослых в возрасте от 18 до 31 года... жили в доме родителей»<sup>57</sup>. Первой из причин такого положения дел автор доклада указывает ухудшение занятости, отмечая, что только 63% населения в этой возрастной категории имеют работу.

---

<sup>55</sup> W. WANG, K. PARKER. Record Share of Americans Have Never Married. As Values, Economics and Gender Patterns Change. Pew Research Center. 24 сентября 2014 г.

URL: <http://www.pewsocialtrends.org/2014/09/24/record-share-of-americans-have-never-married>.

<sup>56</sup> Там же.

<sup>57</sup> R. FRY. A Rising Share of Young Adults Live in Their Parents' Home. Pew Research Center, 1 августа 2013 г. URL: <http://www.pewsocialtrends.org/2013/08/01/a-rising-share-of-young-adults-live-in-their-parents-home>.

Антирекорды показателей социального характера, подобные приведенным выше, стали фиксироваться в США все чаще в последние годы. Так, по итогам 2013 года был показан рекорд по количеству бездомных детей – в соответствии с докладом «America's Youngest Outcasts», подготовленным организацией National Center on Family Homelessness, количество бездомных детей в США достигло 2,5 млн, то есть каждый тридцатый ребенок является бездомным.<sup>58</sup> При этом, так же, как и в случае с рядом других негативных показателей, проблема заключается не только в высоком абсолютном уровне, но и в резком ухудшении динамики. Как отмечается в докладе, еще в 2006 году только каждый 50-й ребенок в США был бездомным, а их число составляло 1,5 млн, в 2010 году ситуация осложнилась – число бездомных детей выросло до 1,6 млн, что соответствовало соотношению 1 из 45, а уже по итогам 2013 года соответствующие показатели обвалью ухудшились до вышеприведенных уровней. Причем, предыдущее ухудшение ситуации с ростом количества бездомных детей до 1,5 млн было вызвано природным катаклизмом – ураганами «Катрина» и «Рита», из-за которых проводились массированные эвакуации, а после ликвидации последствий этих стихийных бедствий количество бездомных детей существенно уменьшилось – до 1,2 млн в 2007 году. Но, как отмечают авторы отчета, «пришел новый шторм: рецессия, которая дестабилизировала национальную экономику намного сильнее ураганов, оставила без жилья детей и семьи»<sup>59</sup>. Однако эта констатация причин увеличения количества бездомных в период 2007–2010 года никак не объясняет взрывной их рост в последующий период восстановления американской экономи-

---

<sup>58</sup> America's Youngest Outcasts. A Report Card on Child Homelessness. American Institutes for Research. THE NATIONAL CENTER ON Family Homelessness. November 2014. P. 15. URL: <http://www.homelesschildrenamerica.org/mediadocs/280.pdf>.

<sup>59</sup> Там же.

ки в 2011–2013 годах, когда статистика фиксировала рост ВВП на 1,5–2,4% ежегодно.

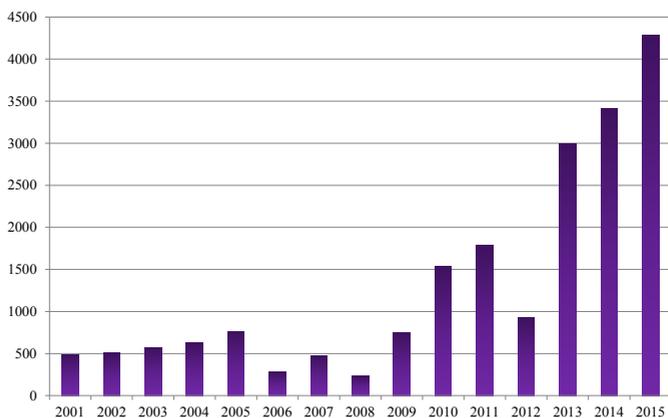
Не только статистика, но и социальное самочувствие населения в настоящее время демонстрируют отсутствие оптимизма, вызванное экономическими проблемами, иллюстрацией чего служат различные опросы относительно текущего положения и перспектив американских граждан. Например, в I квартале 2015 года страховая компания HavenLife провела опрос 1124 респондентов национального охвата, показавшего, что только 13% опрошенных ожидают, что следующее поколение будет иметь больший располагаемый доход, тогда как 52% ожидают снижения уровня доходов у своих детей.<sup>60</sup> Также относительное большинство опрошенных считают, что будущее поколение американцев будет иметь худшее качество жизни (38%), тогда как его улучшения ждут только 18% респондентов, а еще 34% не ожидают существенных изменений.

Также можно обратить внимание на динамику изменения мнения респондентов США относительно курса, которым движется страна. Опросы такого рода регулярно проводятся Wall Street Journal и NBC News, что дает возможность отследить тенденции изменения оценок, а не только текущий уровень мнений. В этом опросе респондентам предлагается выбрать два варианта ответов относительно того, «правильным» или «неправильным» курсом идет страна. И в данном случае тенденции XXI века также выглядят негативными – с 2001 года, в конце которого (опросы проводятся несколько раз в год) число уверенных в правильности курса США достигло максимума в 72%, этот уровень поступательно снижался. Минимальные оценки на уровне 11–12% были зафиксированы в разгар прошлого кризиса, в конце 2008 года, и вновь достигли почти таких же значений в конце 2013 года, а в течение 2014–2015 годов колеблются в интервале 20–30%,

<sup>60</sup> HavenLife. Will My Kids Be “Better Off”? 2015 Next Generation Reality Report. P. 3. URL: <https://havenlife.com/common/pdf/2015-next-generation-finance-wellness-report.pdf>

то есть трехкратно уступают тем уровням оценки ситуации, которые были в начале века<sup>61</sup>. Соответственно, растет доля граждан, считающих, что страна движется неверным курсом – с 11-процентного уровня в 2001 году она увеличилась до пика негативного восприятия в конце 2013 года (79%) и в 2014–2015 годах колеблется в интервале 60–70%.

В ряду рассмотренных негативных трендов можно упомянуть и еще один отрицательный рекорд, последовательно побивавшийся в 2013–2015 годах – количество отказов от гражданства США (рис. 6). Как и в случае с некоторыми другими индикаторами социального плана, рассмотренными выше, заслуживает внимания не абсолютное значение показателя, крайне незначительное на фоне количества притока иммигрантов в страну, а тенденция его быстрого роста.



**Рисунок 6. Динамика количества отказов от гражданства США в XXI веке, человек (рассчитано автором по данным Federal Register<sup>62</sup>)**

---

<sup>61</sup> Опрос: США идут в неправильном направлении. Вести экономика. 04.08.2015. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/60903>.

<sup>62</sup> Источники: Бюллетени Quarterly Publication of Individuals, Who Have Chosen To Expatriate, as Required by Section 6039G с I квартала 2001-го по II квартал 2015 года. Federal Register. The Daily Journal of the United States Government. URL: [https://www.federalregister.gov/articles/search?conditions%5Bagency\\_ids%5D%5B%5D=254&conditions%5Bterm%5D=6039G&conditions%5Btype%5D%5B%5D=NOTICE&order=newest&page=1&quiet=true](https://www.federalregister.gov/articles/search?conditions%5Bagency_ids%5D%5B%5D=254&conditions%5Bterm%5D=6039G&conditions%5Btype%5D%5B%5D=NOTICE&order=newest&page=1&quiet=true).

В течение XXI века количество отказов от гражданства США увеличилось в почти в девять раз, и также находится в дивергенции с показателями макроэкономического роста, быстро увеличиваясь на фоне посткризисного роста ВВП и сокращения безработицы, фиксируемых официальной статистикой. Всего в период с 2009 по 2015 год от американского гражданства отказалось 15 тысяч человек, что можно назвать достаточно существенной величиной даже в абсолютном выражении, особенно, учитывая, что за аналогичный предшествующий период таких отказов было менее 3,5 тысяч.

Наконец, в ряду свидетельств расхождения между макроэкономическими тенденциями официальной статистики и социальными индикаторами, можно упомянуть некоторые красноречивые и показательные факты ухудшения ситуации на микроуровне – уровне домохозяйств, фирм или отдельных людей. В числе таких фактов можно упомянуть следующие<sup>63</sup>:

- более 50% детей, которые учатся в государственных средних школах, живут в семьях с низким доходом. Такое происходит впервые за последние 50 лет;
- 65% всех детей, живущих в США, живут в семьях, которые получают ту или иную помощь от правительства;
- в 2008 году общее количество компаний, которые прекратили свою деятельность, превысило количество компаний, которые были открыты. Это произошло впервые в истории, и с тех пор такая ситуация повторяется каждый год;
- в 2008 году 25% всех американцев в возрасте от 18 до 29 лет считали себя представителями низшего класса. А в 2014 году уже 49% всех американцев в тех же возрастных рамках считают себя представителями низшего класса;

---

<sup>63</sup> Источник: Как Обама разрушил средний класс: 27 фактов. Вести экономика, 19.01.2015. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/52010>.

- уровень бедности в США составлял 15% и выше в течение 3 последних лет – впервые с 1965 года;
- типичное американское домохозяйство в настоящий момент стоит на 36% меньше, чем 10 лет назад.

Рассмотренные выше негативные тенденции социально-го развития США, в первую очередь, связанные со сложной ситуацией на рынке труда, наглядно демонстрируют дивергенцию макроэкономической динамики и ряда ключевых социальных индикаторов. Эта дивергенция противоречит как классическим теоретическим постулатам экономической теории, предполагающим, что экономический рост (особенно на достаточно длительных временных отрезках) должен сопровождаться соответствующим ростом рынка труда и доходов населения, так и эмпирическим закономерностям, наблюдавшимся, в том числе, и в США в прошлом. В этой связи возникает ряд вопросов различного плана относительно характера экономического роста в США в течение XXI века.

Прежде всего, под вопрос ставится само наличие экономического роста, а также достоверность статистики, фиксирующей этот рост на фоне нарастающих проблем социального плана. На уровне исчисления максимально агрегированного показателя ВВП возможны искажения как методологического, так и технического характера, что подтверждают участвовавшие случаи очень значительных пересмотров показателей экономического роста, тогда как показатели микроуровня (такие, как количество получателей продовольственной помощи, сроки пребывания без работы, население вне рабочей силы и пр.) фиксируются гораздо точнее. В ситуации противоречащей как теории, так и эмпирике дивергенции между показателями макро- и микроуровней большее доверие вызывает статистика микроуровня, как методически и технически более точная, которая фиксирует не рост, а угнетение ключевых экономических процессов в США.

Вторым вопросом, который встает даже при допущении о точности макроэкономической статистики, является природа экономического роста – настолько специфического, что он наблюдается в условиях угнетения базовых основ развития рыночной экономики – роста доходов и, обусловленного ими совокупного спроса. Если в США в течение полутора десятилетий подавлен внутренний спрос, снижаются или остаются на одном уровне реальные доходы населения, растет дефицит внешней торговли (т.е. внешний спрос также не является фактором роста), то что же является драйвером роста и какова природа этого роста? Наиболее очевидный ответ состоит в том, что основным драйвером роста США в XXI веке стала монетарная политика и ее производные. Первой из них выступает рост задолженности на всех уровнях американской экономики – от отдельных граждан до государства в целом (поддерживающий спрос в условиях снижения доходов). Вторым «фиктивным» фактором роста стали пузыри на финансовых рынках, которые находят свое отражение в корпоративных прибылях и в показателях роста инвестиций, и по этим линиям отражаются в статистике ВВП.

Третий вопрос обусловлен вторым и связан с фундаментальной неустойчивостью роста, обеспечиваемого исключительно монетарными факторами наращивания задолженности экономических субъектов и ростом корпоративных балансов за счет фондовых пузырей. Этот вопрос заключается в сроках прекращения этого хрупкого роста и факторах его прекращения. На наш взгляд, таким фактором станет исчезновение монетарной подпитки «фиктивного» роста вследствие, во-первых, сдутия фондовых пузырей и, во-вторых, краха либо реорганизации системы тотальной задолженности в США. Оба эти фактора и даже один из них способны лишить экономический рост основы и привести к

возникновению длительной рецессии, которую нельзя будет затушевать статистически.

Наконец, существует и четвертый вопрос, который может стать основным в глобальной повестке ближайших десятилетий – вопрос о последствиях этой рецессии и вызванной ей реструктуризации экономики США для мировой экономической системы. Рассмотрению данных вопросов будут посвящены следующие разделы настоящей монографии.

## **ГЛАВА 2. ЭВОЛЮЦИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ФИНАНСОВ США В ПРОЦЕССЕ ПРЕОДОЛЕНИЯ КРИЗИСА: ФАКТОРЫ И ТЕНДЕНЦИИ**

---

### **2.1. Повышение роли государственных финансов в обеспечении экономического роста: причины и тенденции**

Рассмотренные в предыдущей главе тенденции экономического развития США в XXI веке, отличающиеся замедлением роста, резким ухудшением ряда показателей платежного баланса и социального развития, а также длительным влиянием кризиса 2008–2009 годов, не могли не отразиться и на ситуации с государственными финансами, которая также заметно ухудшилась вследствие как самого кризиса, так и его макроэкономических последствий. Осложнение этой ситуации проявлялось в различных аспектах – резком увеличении бюджетного дефицита, государственного долга, снижении в кризисный период поступлений в бюджет, а также ухудшении всех производных от этих параметров показателей и соотношений. В таблице 1 приведены данные, характеризующие изменение абсолютных параметров федеральной финансовой системы, и демонстрирующие поступательное осложнение ситуации.

**Таблица 1. Изменение основных показателей состояния  
федеральных государственных финансов США в 2000–2014  
годах, млрд долл.<sup>64</sup>**

	Поступле- ния в фе- деральный бюджет	в т.ч. на- логовые по- ступле- ния	Расходы федер- ального бюджета	Дефицит федер- ального бюджета	Федер- аль- ный долг	ВВП
2000	2 068,2	1 313,9	1 911,7	236,2	5 698,9	10 284,8
2001	2 031,8	1 253,9	2 017,4	128,2	5 812,9	10 621,8
2002	1 870,6	1 077,7	2 141,1	-157,8	6 191,6	10 977,5
2003	1 895,1	1 075,5	2 297,9	-377,6	6 728,0	11 510,7
2004	2 027,4	1 158,7	2 426,6	-412,7	7 345,2	12 274,9
2005	2 303,5	1 389,3	2 608,2	-318,3	7 929,1	13 093,7
2006	2 537,8	1 563,4	2 764,8	-248,2	8 494,6	13 855,9
2007	2 667,2	1 642,4	2 932,8	-160,7	8 988,5	14 477,6
2008	2 579,5	1 520,7	3 213,5	-458,6	9 913,5	14 718,6
2009	2 238,4	1 171,1	3 487,2	-1 412,7	11 723,3	14 418,7
2010	2 443,3	1 352,7	3 772	-1 294,4	13 390,4	14 964,4
2011	2 574,1	1 553,8	3 818,2	-1 299,6	14 656,6	15 517,9
2012	2 699,1	1 661,1	3 789,1	-1 087,0	15 990,1	16 155,3
2013	3 141,3	1 825	3 782,2	-679,5	16 851,0	16 663,2
2014	3 265,2	1 974,4	3 896,7		17 799,8	17 348,1
рост 2014 к 2000, %	57,9	50,3	103,8		212,3	68,7

Это осложнение было вызвано тем, что рост доходной части федерального бюджета США в рассматриваемый период заметно уступал и темпам роста ВВП (57,9 против 68,7%), и, в еще большей мере – темпам роста расходов (103,8%). При этом налоговые поступления росли в два раза медленнее по

<sup>64</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: Federal Government Debt, Federal Reserve Bank of St. Louis; Gross Domestic Product, Billions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted; Federal Government: Current Expenditures, Billions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted Annual Rate; Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product, Percent of GDP, Annual, Seasonally Adjusted; Federal government budget surplus or deficit (-), Billions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted; Federal Government Current Receipts, Billions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted Annual Rate; Federal government current tax receipts, Billions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/categories/5>.

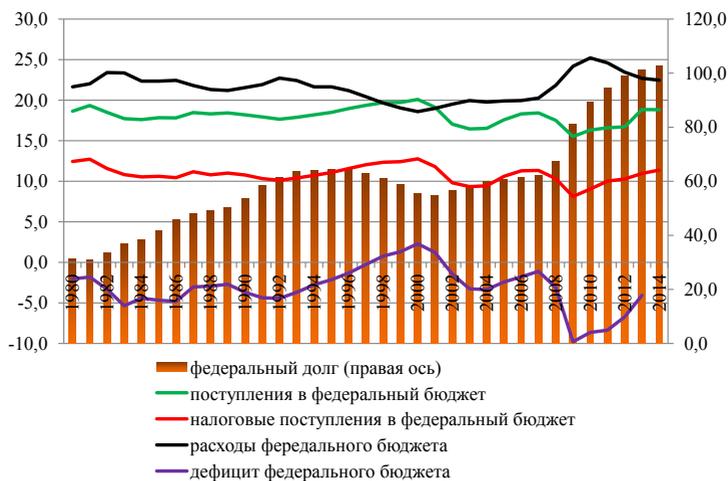
сравнению с расходами, что, на наш взгляд, является отражением не только кризиса 2008–2009 годов, но и неблагоприятной ситуации на рынке труда и доходов населения, в течение всего периода начала XXI века, рассмотренной в предыдущем разделе. Этот фактор очень значим, так как в США основным источником доходов федерального бюджета являются именно индивидуальный подоходный налог и поступления по линии социального страхования и пенсионных отчислений (46,2 и 33,9% соответственно по итогам 2014 г.<sup>65</sup>). Как следствие, угнетение рынка труда и стагнация заработных плат и доходов ведут к аналогичным процессам в налоговой сфере, что подтверждается также и тенденцией сокращения доли индивидуального подоходного налога в бюджетных поступлениях с 49,9% в 2001 году до 46,2% в 2014 году.

Еще более наглядно неблагоприятное положение в государственной финансовой сфере США иллюстрируют параметры бюджетного дефицита и государственного долга. Если начало XXI века было отмечено редким эпизодом профицитности федерального бюджета на уровне 128 млрд долл., то впоследствии бюджет был исключительно дефицитным, а размер дефицита вырос до беспрецедентных в истории 1,3–1,4 трлн долл., фиксировавшихся в 2009–2011 годах. Размер же государственного долга в его федеральной части рос максимальными темпами из всех ключевых параметров государственных финансов США, увеличившись в период с 2000 по 2014 год более чем в три раза. На фоне значительно более умеренных темпов роста ВВП этот быстрый рост государственной задолженности означал резкое увеличение относительной ее величины, которая превысила 100% в 2012 году впервые с послевоенного 1947 года.

---

<sup>65</sup> Источник: Table 2.2—PERCENTAGE COMPOSITION OF RECEIPTS BY SOURCE: 1934–2020. Historical Tables. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>.

Не только государственный долг, но и относительные величины других ключевых параметров федеральной финансовой системы демонстрировали заметное ухудшение в период после 2000 года (рис. 1), отражая осложнение с общей экономической ситуацией в США. С 2000 по 2014 год соотношение государственного долга и ВВП выросло с 54,4 до 102,6%, поступления в федеральный бюджет сократились с 20,1 до 18,8%, в том числе налоговые поступления – с 12,8 до 11,4%, расходы федерального бюджета выросли с 18,6 до 22,5%, а дефицит бюджета увеличился до 4,1% в 2013 году с профицита в размере 2,3% в 2000 году.



**Рисунок 1. Динамика относительных значений (относительно ВВП, в %) основных показателей системы государственных финансов США в 1980–2014 годах<sup>66</sup>**

<sup>66</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product, Percent of GDP, Annual, Seasonally Adjusted; Federal government budget surplus or deficit (-), Billions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted; Federal Government Current Receipts, Billions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted Annual Rate; Federal government current tax receipts, Billions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/categories/5>.

При этом худший период 2000-х годов, вызванный кризисом, характеризовался экстремальными значениями данных показателей, которые ранее наблюдались только в период Второй мировой войны<sup>67</sup>, и превышали даже уровни Великой депрессии, во время которой дефицит федерального бюджета не поднимался выше 5,8% (в 1934 г.), тогда как в 2009 году дефицит был более 10% ВВП.

Существенное ухудшение показателей состояния государственной финансовой системы в 2000-е годы вызвано нарастанием экономических проблем, в первую очередь – кризисом 2008–2009 годов и последствием реализации мер государственной поддержки экономики как во время кризиса, так и в более длительный период посткризисного восстановления, которые в совокупности сейчас принято называть «Великой рецессией». Масштаб дестабилизации состояния бюджетного процесса и государственного долга в данном случае соответствует масштабу проблем, с которыми столкнулась экономика США, однако и в прошлом в периоды рецессий наблюдались ухудшения показателей государственных финансов. Так, в период рецессии начала 1980-х годов (сокращение ВВП в 1980 и 1982 г.) можно было наблюдать выраженное сокращение относительных параметров бюджетных поступлений, рост расходов и, как следствие – увеличение дефицита бюджета. Аналогичная ситуация сложилась в начале 90-х – на фоне рецессии 1991 года также росли расходы бюджета и его дефицит.

Однако ситуация 2000-х годов выделяется на фоне всех прошлых рецессий в США масштабом своего негативного влияния на состояние государственной финансовой систе-

---

<sup>67</sup> В частности, в 1942–45 годах размер дефицита бюджета колебался в интервале 13,9–29,6%, а максимальный размер относительной величины федерального государственного долга был зафиксирован в 1945 году на уровне 114,9%. Источник: Table 7.1–Federal Debt at the End of Year: 1940–2020; Table 2.2–PERCENTAGE COMPOSITION OF RECEIPTS BY SOURCE: 1934–2020. Historical Tables. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>.

мы, особенно, в сравнении с относительно умеренными показателями экономического спада. Рецессия 2008–2009 годов, напомним, характеризовалась отрицательным ростом в 0,3% в 2008 году и 2,8% в 2009 году, что сопоставимо с такими периодами в экономической истории США, как 1938 год (спад ВВП на 3,3%) или 1980–1982 годы (спад на 0,2% в 1980 г., рост на 2,6% в 1981, спад на 1,9% в 1982 г.). Однако последствия рецессии 2000-х для государственных финансов несопоставимы по своим масштабам с двумя приведенными примерами, когда ни показатели состояния бюджета, ни рост и размер государственного долга не выходили на столь катастрофические уровни. Более того, даже беспрецедентная по масштабам падения ВВП Великая депрессия, в течение четырех лет которой происходил экономический спад, в общей сложности сокративший ВВП США на 27%, не сопровождалась столь же сильным ухудшением показателей состояния государственных финансов, как период с 2008 года.

Единственным периодом, с которым можно сопоставить это состояние, являются годы Второй мировой войны, когда показатели федерального бюджета и государственного долга были хуже, чем в период «Великой рецессии» 2000-х. Однако даже в сравнении с тем периодом, в течение которого пиковый спад ВВП достигал 11,6% (в 1946 г.), текущая ситуация в некоторых аспектах характеризуется худшим состоянием. В частности, относительная величина государственного долга в 1940-е годы находилась на экстремально высоких уровнях (выше 80% относительно ВВП) в течение семи лет – в период с 1944 года, когда она достигла 95,5%, по 1950 год (92,1%), после чего началось быстрое ее снижение. В новейшей же экономической истории США уровень 80% ВВП был преодолен федеральным долгом в 2009 году (достигнув 82,4%) и уже в течение семи лет держится на экстремально высоких значениях около 100%, причем, по оценкам Административ-

но-бюджетного управления Белого дома, этот уровень государственного долга останется таким же и в перспективе до 2020 года<sup>68</sup>. То есть последствия относительно умеренного экономического спада 2008–2009 годов превзойдут своим негативным влиянием на систему государственных финансов и Великую депрессию и Вторую мировую войну.

Причины столь сильного влияния кризиса 2008–2009 годов на государственные финансы США многообразны и заслуживают отдельного исследования. Вкратце можно выделить лишь несколько возможных причин данного явления – от не вполне корректной статистики в части снижения ВВП до системных проблем американской экономики, на которые наложилось влияние кризиса, что обусловило, с одной стороны, существенно больший объем требуемой государственной поддержки, и с другой стороны, повысило сроки восстановления от кризиса как экономики, так и государственной финансовой системы. Отдельно в ряду причин необычно высокого объема государственной помощи экономике, которым объясняются аномальные масштабы угнетения системы государственных финансов по сравнению с другими рецессиями, можно выделить фактор гипертрофированного финансового сектора США и резко возросшей зависимости от него экономики.

В периоды прошлых рецессий и депрессий, даже существенно превосходивших масштабами события 2008–2009 годов, этот фактор имел многократно меньшее значение – как в плане формального вклада финансового сектора в ВВП, так и в отношении его влияния на макроэкономическую ситуацию. Гипертрофированное развитие этого сектора в 1990–2000-е годы изменило традиционную экономическую модель и привело к критической зависимости экономики от финансовых институтов, которые стали не просто «слишком большими,

---

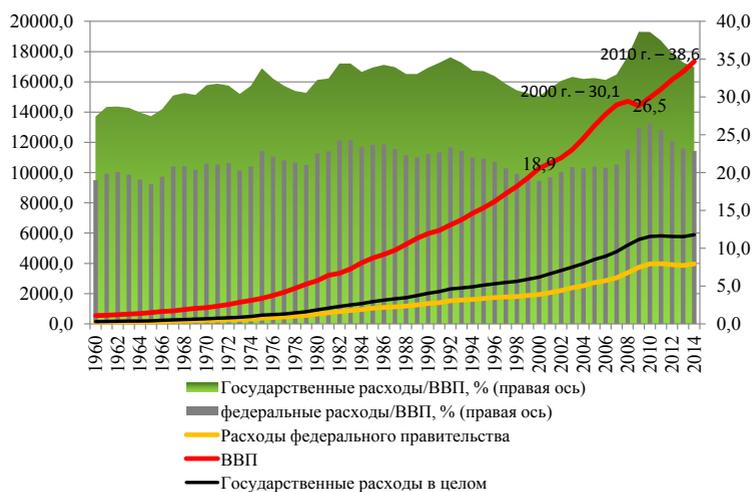
<sup>68</sup> Table 7.1–FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2020. Historical Tables. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>.

чтобы упасть», но настолько большими, чтобы своим падением обвалить всю экономику. Соответственно, именно финансовый сектор стал основным получателем помощи от государства и ФРС, а «маркеры» состояния экономики, по которым выстраивается государственная экономическая политика, сместились из сферы реального сектора и его показателей в поле деятельности новых приоритетов – фондовые индексы и индикаторы «риск-аппетита».

Однако изменившаяся экономическая модель, с приматом финансовых рынков, не оказывает столь же эффективного и быстродействия на фундаментальные социально-экономические индикаторы (рынок труда, доходы населения, совокупный спрос и пр.) после получения государственной поддержки, в связи с чем для достижения того же эффекта, что и в рамках прежней модели, приходится расходовать больше средств в течение более длительных сроков. Это происходит в силу изменившихся приоритетов деятельности финансовых институтов после отмены закона Гласса–Стиголла и широко практикующегося ими совмещения кредитной и инвестиционной деятельности. После этих изменений в регулировании банковской деятельности привлекательность для банков традиционных кредитных операций, напрямую влиявших на производственный сектор и потребительские расходы домохозяйств, снизилась в пользу спекуляций на финансовых рынках или кредитования таких операций. В результате, большая часть финансовой помощи, выделяемой банкам, не доходит до конечных адресатов – бизнеса и потребителей, и, как следствие, не оказывает положительного эффекта на те самые фундаментальные показатели доходов, спроса, рынка труда.

Взросшая из-за изменившейся модели бизнеса финансового сектора неэффективность государственной поддержки, оказываемой через этот сектор, вынуждает государство повышать свою роль в экономике. Кроме того, это повышение об-

условливается растущими в XXI веке системными проблемами в экономике США, вызванными процессами деиндустриализации, угнетением рынка труда и выпадением традиционных драйверов роста. Возрастающая роль государства в период «Великой рецессии» особенно заметна в части роста бюджетных расходов. Эти расходы, как на федеральном уровне, так и общенациональном (включая штаты и муниципалитеты) росли в период с 2001 года опережающими темпами по сравнению с ВВП, что вело к поступательному росту их относительных величин (рис.2). Однако эти величины все же оставались в пределах обычных для США диапазонов, особенно на федеральном уровне – порядка 20–23%.



**Рисунок 2. Сравнительная динамика ВВП США и бюджетных расходов федерального и государственного уровней, млрд долл., если не указано иное<sup>69</sup>**

<sup>69</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: Gov't Receipts, Expenditures & Investment. Federal Reserve Bank of St. Louis: Gross Domestic Product, Billions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted; Government total expenditures, Billions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted; Federal government total expenditures, Billions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted Annual Rate. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/categories/107>.

Ситуация кардинально изменилась в кризисные годы, когда рост ВВП прекратился и ушел в отрицательную зону, а бюджетные расходы напротив, возросли. Соответственно, произошел и резкий рост относительных показателей бюджетных расходов до новых рекордных уровней, зафиксированных в 2010 году, в котором соотношение федеральных расходов и ВВП составило 26,5%, а соотношение общегосударственных расходов и ВВП – 38,6%. К этому времени данные показатели выросли в сравнении с 2000 годом в 1,3–1,5 раза, что иллюстрирует возросшую роль государства в стимулировании экономического роста в 2000-е годы.

Соотношение государственных расходов и ВВП является косвенным показателем и иллюстрирует степень опосредованного влияния государства на экономику. Прямое же и непосредственное влияние государственных расходов можно оценить по индикаторам участия государственного фактора в формировании ВВП, в частности, по объему произведенной государственным сектором ВДС (динамика этого показателя в XXI веке рассматривалась в п. 1.2.) или по доле в ВВП государственных расходов на потребление и инвестиции. Последний показатель в США в период после 2000 года также имел тенденцию к увеличению – с 17,8% в 2000 году доля государственных расходов в ВВП США выросла до 21,4% в 2009 году, после чего постепенно снижалась и по итогам 2014 года сократилась до 18,2%<sup>70</sup>. В этой связи можно отметить, что данные уровни не являются чрезмерными по меркам многих развитых экономик, и в Европе – как на уровне отдельных стран, так и на уровне интеграционных объединений в целом (ЕС, еврозона) государственные расходы также формируют около 20% ВВП (табл. 2).

---

<sup>70</sup> Источник: Table 1.1.8. Contributions to Percent Change in the Gross Domestic Product Price Index. National Data. National Income and Product Accounts Tables. U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&903=12>.

Таблица 2. Изменение доли государственных расходов в ВВП  
в США и европейских странах в 2003–2014 годах<sup>71</sup>

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
США	19,3	19,2	19	19,1	19,4	20,4	21,4	21,2	20,4	19,6	18,7	18,2
ЕС-28	20,1	20,0	20,1	20,0	19,7	20,2	21,8	21,5	21,0	21,0	21,0	20,9
Еврозона-19	19,9	19,8	19,9	19,8	19,5	20,0	21,6	21,3	20,9	21,0	21,1	21,0
Дания	25,0	24,9	24,5	24,2	24,3	25,2	28,1	27,6	26,8	26,9	26,7	26,6
Германия	19,0	18,5	18,4	18,0	17,5	17,9	19,6	19,1	18,7	19,0	19,2	19,3
Ирландия	16,0	16,1	16,1	16,3	16,9	18,8	20,2	18,9	17,9	17,8	17,4	17,2
Греция	18,9	19,2	20,0	20,1	20,5	20,7	23,3	22,2	21,8	21,7	20,4	19,9
Испания	16,8	17,2	17,3	17,4	17,7	18,8	20,5	20,5	20,5	19,7	19,6	19,4
Франция	22,9	22,8	22,9	22,6	22,3	22,4	23,9	23,8	23,6	23,8	24,0	24,2
Италия	19,0	19,1	19,6	19,4	18,9	19,4	20,6	20,4	19,6	19,5	19,6	19,5
Швеция	25,7	25,0	24,9	24,6	24,1	24,6	26,2	25,2	25,2	25,9	26,3	26,3
Великобритания	19,5	20,1	20,2	20,3	20,0	20,9	22,3	21,8	21,0	20,8	20,1	19,7
Швейцария	11,7	11,4	11,2	10,8	10,4	10,2	10,9	10,7	10,7	11,0	11,0	

В то же время, сопоставляя не сами эти величины, а их динамику в околокризисный период, можно обратить внимание на то, что у крупнейших европейских экономик доля государственных расходов в ВВП отличалась боль-

<sup>71</sup> Рассчитано по данным. Bureau of Economic Analysis и Eurostat: Table 1.1.8. Contributions to Percent Change in the Gross Domestic Product Price Index. National Data. National Income and Product Accounts Tables. U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&903=12>; Gross domestic product at market prices; Final consumption expenditure of general government. National accounts (including GDP). Data. Main tables. Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/main-tables>.

шей стабильностью. В период с 2003 по 2014 год разница между максимальным и минимальными уровнями этих показателей была значительно меньше, чем в США и по ЕС и еврозоне, и у крупнейших европейских стран – Германии, Франции, Италии, Швеции, находясь в пределах 9–12% против 18% у США. Максимальные же изменения доли государства в формировании ВВП, с самым резким приростом в кризисных 2009–2010 годах, наблюдались у известных европейских аутсайдеров из группы PIGS: Ирландии, Греции, Испании (из числа приведенных в таблице 2), где они составляли соответственно 26,3, 23,0 и 22,4%. Столь высокая волатильность доли государственных расходов в ВВП в случае этих государств, так же, как и низкий разброс данного показателя у крупных европейских экономик, объясняется не столько ростом государственных расходов в абсолютном выражении, сколько более сильным спадом ВВП, на фоне которого большая стабильность государственных расходов вела к увеличению их доли. В этом контексте близость соответствующих индикаторов США к наиболее неблагоприятным государствам Европы также показательна, и может иллюстрировать не только возросшую роль государства в экономике на фоне ее поддержки, но и больший масштаб экономических проблем США.

Рассматривая возрастающую роль государства в поддержании экономического роста, целесообразно также обратить внимание на то, какие «выпавшие» факторы этого роста пришлось замещать государству, каковы были ключевые потери в экономике США в ходе последнего кризиса. В этой связи можно обратиться к статистике роста ВВП, исчисленного методом использования и вклада в его динамику отдельных компонентов, особенно в период рецессии (рис. 3).

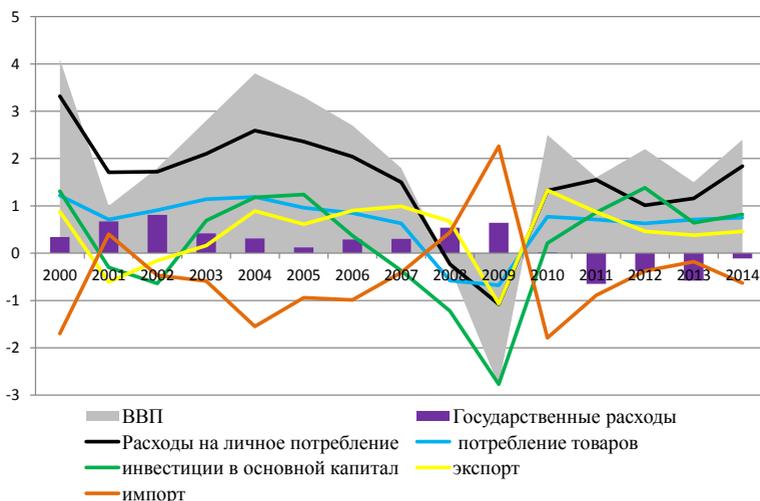


Рисунок 3. Динамика вклада в рост ВВП США отдельных компонентов конечного потребления, процентные пункты<sup>72</sup>

Динамика основных компонентов ВВП США в 2000-е годы демонстрирует быстрый рост вклада в поддержание экономического роста государственных расходов в 2008–2009 годах (пик кризиса, выразившийся в сокращении ВВП), которые компенсировали основные потери за счет таких факторов, как инвестиции в основной капитал (в отечественной статистике аналогом этого компонента является «валовое накопление»), расходы на личное потребление и экспорт. Также можно обратить внимание на то, что единственным существенным фактором роста, помимо государственных расходов, в период кризиса был импорт. В 2009 году произошло резкое сокращение импорта, на 23% (с 2565 до 1983 млрд долл.), что повлияло на существенное сокра-

<sup>72</sup> Рассчитано по данным Bureau of Economic Analysis: Table 1.1.2. Contributions to Percent Change in Real Gross Domestic Product. National Data. National Income and Product Accounts Tables. U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=1&isuri=1>.

щение отрицательного компонента «чистый экспорт товаров и услуг», который является хроническим фактором давления на рост ВВП США, и вывело этот компонент в положительную зону. Основные же потери ВВП понес по линии сокращения инвестиций в основной капитал (сокращение в 2009 г. на 2,8%) и валовых инвестиций в целом (сокращение на 3,5%). Это сокращение шло, как видно из графика, на протяжении трех лет подряд – с 2007 по 2009 год – и именно в этот период происходило наращивание доли государственных расходов в ВВП.

Также в данном контексте можно отметить, что в некоторых случаях уменьшение долей в структуре ВВП происходило на фоне роста их абсолютных значений, однако в случае с инвестициями сокращение их доли сопровождалось и сильным падением абсолютных показателей. Так, ежегодный объем валовых частных инвестиций (gross private domestic investment) сократился в период с 2006 по 2009 год на 42,7% (с 2681 до 1878 млрд долл.), а инвестиции в основной капитал (fixed investment) – на 29% (с 2614 до 2025 млрд долл.). В этот же период государственные расходы выросли на 17% (с 2642 до 3089 млрд долл.).<sup>73</sup> Абсолютные размеры роста государственных расходов составили около 450 млрд долл. за три года и близки к объему сокращения инвестиций в основной капитал (589 млрд), ставших в этот же период максимальным фактором сокращения ВВП США. То есть можно с известной долей упрощения сказать, что рост государственных расходов, в том числе на инвестиции, компенсировал в кризисный период сокращение инвестиций частным сектором. По мере выхода из кризиса государственные расходы сокращались – сначала только в относительном выражении, а в 2011–2013 годах произошло и сокращение их абсолютных размеров, когда они последовательно уменьшились с пикового

---

<sup>73</sup> Table 1.1.5. Gross Domestic Product. National Data. National Income and Product Accounts Tables. U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&904=2000&903=5&906=a&905=2015&910=x&911=0>.

уровня 2010 года в 3174 млрд. долл. до 3169, 3159 и 3114 млрд долл. соответственно.

Помимо компонентов использования ВВП, можно обратить внимание и на отраслевой вклад в экономический рост США, на то, какие отрасли оказались в числе наиболее пострадавших от кризиса, и как рост участия государства в экономике сказался на их посткризисном восстановлении. Так как рецессия и ускорение роста государственных расходов начались в 2008 году, этот год можно использовать в качестве стартового для оценки данных аспектов. В таблице 3 мы привели отрасли, внесшие максимальный вклад в изменение ВВП в 2009 году, когда был зафиксирован спад американской экономики на 2,8%. Годы рецессии (2008–2009) выделены серой заливкой, а также использованы два цвета заливки для выделения двух типов отраслей с точки зрения их посткризисного вклада в ВВП – красной заливкой выделены отрасли с минимальным вкладом, зеленой – с максимальным.

Таблица 3. **Отраслевой вклад в рост ВВП США в 2003–2014 годах, процентные пункты**<sup>74</sup>

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ВВП	2,8	3,8	3,3	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4
нефтегазодобыча	-0,14	-0,02	-0,03	0,1	0,09	0,01	0,46	-0,21	0,06	0,26	0,09	...
Строительство	0,08	0,16	0,01	-0,13	-0,19	-0,42	-0,57	-0,18	-0,02	0,14	0,07	-0,02
Обрабатывающая промышленность	0,67	0,84	0,3	0,64	0,41	-0,37	-0,95	0,63	0,03	0,09	0,17	0,4

<sup>74</sup> Источник: Contributions to Percent Change in Real Gross Domestic Product by Industry. Industry Data Interactive Access to Industry Economic Accounts Data: GDP by Industry: U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=51&step=1#reqid=51&step=51&isuri=1&5114= a&5102=13>.

металлургия	0,04	0,04	0,02	0,04	0,03	-0,05	-0,23	0,07	0,05	0,02	-0,01	...
машиностроение	-0,01	0,09	0,06	0,06	0,04	0	-0,19	0,08	0,11	0	-0,03	...
автомобильная промышленность	0,1	0,03	0,06	0,1	-0,04	-0,18	-0,36	0,34	0,16	0,06	0,06	...
Оптовая торговля	0,33	0,31	0,3	0,22	0,2	-0,07	-0,79	0,18	0,12	0,19	0,09	0,15
Розничная торговля	0,38	0,1	0,22	0,03	-0,18	-0,25	-0,16	0,14	0,04	0,1	0,14	0,18
Транспорт и складирование	0,11	0,27	0,16	0,18	-0,04	0	-0,23	0,16	0,1	0,01	0,02	0,04
Финансы и страхование	0,06	-0,02	0,65	0,32	-0,2	-0,93	0,93	0	0,06	0,29	0,32	0,12
Операции с ценными бумагами	-0,19	0,02	0,25	0,19	-0,29	-0,63	0,54	0,04	-0,13	0,18	0,04	...
Профессиональные и деловые услуги	0,29	0,28	0,46	0,31	0,29	0,51	-0,78	0,39	0,43	0,51	0,21	0,58
Искусство, развлечения, рекреация, гостиницы и рестораны	0,12	0,17	0,01	0,08	0	-0,09	-0,24	0,13	0,14	0,08	0,07	0,1

Данные таблицы 3 демонстрируют основные отраслевые факторы угнетения экономики США в период рецессии – максимальный вклад в снижение ВВП в 2009 году внесли такие отрасли и виды деятельности, как обрабатывающая промышленность, оптовая торговля, профессиональные и деловые услуги, а также строительство. На двухлетнем отрезке рецессии, включая 2008 год, лидерство, с большим отрывом по этому негативному вкладу, пришлось на обрабатывающую промышленность и строительство – базовые отрасли реального сектора. Если рассматривать не столь агрегированный показатель, как вклад в экономический рост, а более узкие показатели отраслевого роста, то ситуация в кризисные годы в этих двух видах деятельности была близ-

ка к катастрофической. Так, строительство в 2008 году показало сокращение на 8,7%, а в следующем году – еще на 12,8%, и это при том, что падение в этой отрасли началось до рецессии и продолжалось после нее – общий период непрерывного снижения объемов строительства продолжался с 2006 по 2011 год. Обрабатывающая промышленность в 2008 году сократилась на 2,9%, в 2009 году – еще на 7,6%.<sup>75</sup>

Таким образом, в ходе кризиса наиболее пострадавшими стали два крупнейших вида деятельности, представляющие реальный сектор, которые перед кризисом, в 2006 году формировали 18% ВВП США<sup>76</sup>. При этом среди наиболее пострадавших отраслей обрабатывающей промышленности оказалась автомобильная промышленность, долгие годы выступавшая локомотивом экономического роста, в том числе в тот период, когда формировалось глобальное лидерство США. Рост государственных расходов в период кризиса, а также обусловленные им негативные последствия для государственных финансов (рост бюджетного дефицита, государственного долга и т.д.), казалось бы, должен был стимулировать развитие именно этих, базовых для США отраслей. Однако, если рассмотреть динамику посткризисного вклада в экономический рост, получается, что ценой разбалансирования системы государственных финансов вследствие программ поддержки экономики был достигнут опережающий рост совсем других отраслей, представляющих не реальный сектор, а услуги. С 2010 по 2014 год максимальный вклад в экономический рост США вносили такие виды деятельности, как «финансы и страхование» и «профессиональные и

---

<sup>75</sup> Percent Changes in Chain-Type Quantity Indexes for Value Added by Industry. Industry Data Interactive Access to Industry Economic Accounts Data: GDP by Industry: U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=51&step=1#reqid=51&step=51&isuri=1&5114=a&5102=13>.

<sup>76</sup> Value Added by Industry as a Percentage of Gross Domestic Product. Industry Data Interactive Access to Industry Economic Accounts Data: GDP by Industry: U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=51&step=1#reqid=51&step=51&isuri=1&5114=a&5102=5>.

деловые услуги», тогда как базовые отрасли реального сектора продолжали стагнировать.

Итогом роста государственных расходов в кризисный период стали дальнейшие структурные изменения ВВП. Роль базовых отраслей реального сектора существенно сократилась: доля строительства упала с 5% в 2006 году до 3,5% в 2011 году, доля обрабатывающей промышленности – с 13 до 12,3%, доля автомобилестроения – с 1 до 0,7%, то есть в совокупности два ключевых вида деятельности снизили свою долю в ВВП до 15,8% с предкризисных 18% (на 14%). «Надстроечные» же секторы сферы услуг либо сохранили свои позиции (как финансы), либо увеличили долю в ВВП (профессиональные и деловые услуги). То есть в результате массивных программ государственной поддержки экономики, из-за которых масштаб разбалансированности государственных финансов превысил показатели Великой депрессии и почти сравнялся с последствиями Второй мировой войны, произошло ухудшение структуры экономики и деградация ее производственно-экспортного потенциала в лице базовых отраслей реального сектора.

Более значимыми итогами усиления роли государства в экономическом росте США можно назвать серьезное ухудшение состояния системы государственных финансов, а также баланса ФРС, отягощенного несколькими триллионами долларов выкупленных у банков активов. Эти итоги более значимы, так как состояние государственных финансов США имеет международное значение, оказывая негативное влияние на глобальную финансовую стабильность. Направления этого влияния многообразны – от денежно-кредитной политики ФРС, в значительной мере обуславливающей ситуацию на мировых финансовых рынках, до состояния международных резервов большинства государств мира, значительная доля которых вложена в государственные долговые обязательства США.

## 2.2. Нарастание государственного долга США и вовлеченность в рынок американских долговых инструментов зарубежных инвесторов

Ухудшение состояния системы государственных финансов США в кризисный период стало следствием расширения бюджетных расходов на фоне стагнации экономики, что привело к росту дефицита. Резкий рост бюджетного дефицита, в свою очередь, привел к быстрому увеличению темпов прироста государственного долга и к быстрому увеличению его абсолютного размера (рис. 1).

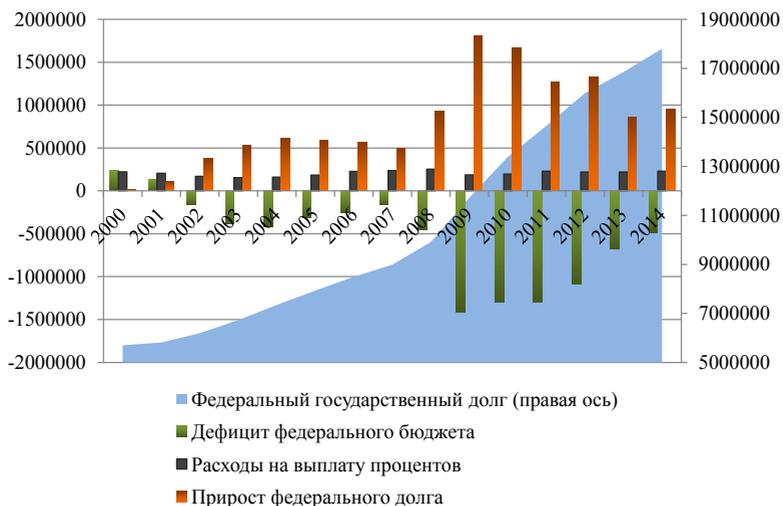


Рисунок 1. Взаимосвязь дефицита бюджета, расходов по обслуживанию долга и объемом федерального государственного долга США в 2000–2014 годах, млн долл.<sup>77</sup>

<sup>77</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: Federal Outlays: Interest, Millions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYOINT#> ; Federal Debt: Total Public Debt, Millions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEBTN#> ; Federal Surplus or Deficit [-], Millions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYFSD#> .

В 2008 году прирост федерального долга приблизился к триллиону долларов, а в последующие четыре года уверенно превышал эту планку, в результате чего в начале 2015 года размер долга превысил 18 трлн долл. В соответствии с текущими прогнозами Административно-бюджетного управления Белого дома<sup>78</sup>, предполагается дальнейшее наращивание федерального долга, и его объем к 2020 году должен достичь 22,4 трлн долл., что будет соответствовать 99,7% ВВП.

Объем государственного долга США даже в федеральной его части, без учета долгов штатов, муниципалитетов, квазигосударственного сектора и долга, гарантированного государством, аномально велик в сравнении со средними показателями за период существования современного типа американской экономики. Среднее значение относительной величины федерального долга во втором половине XX века, после преодоления последствий Второй мировой войны – с 1950 по 2000 год – составило 50,4%, что в два раза ниже текущих значений порядка 100%, которые наблюдаются с 2011 года. При этом быстрое увеличение этого показателя, так же, как и абсолютного размера госдолга, началось в XXI веке, и резко ускорилось в период кризиса, с 2008 года.

Очевидно, что резкий рост государственного долга США, увеличение объема эмиссии казначейских обязательств различных типов, составляющих его основную часть, могло осуществляться только при условии наличия соответствующего спроса на эти финансовые инструменты, причем спроса, который рос столь же быстро. В противном случае быстрое увеличение эмиссии долговых бумаг сопровождалось бы неприемлемым для эмитента ростом их доходности из-за низкой стоимости и, как следствие, резким ростом сто-

---

<sup>78</sup> Table 7.1—FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2020. Historical Tables. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>.

имости обслуживания долга, которое легло бы чрезмерным бременем на государственный бюджет. Однако, как показывают данные, приведенные на рисунке 1, расходы бюджета на выплату процентов по федеральному долгу оставались на примерно одном уровне в течение практически всех 2000-х годов, включая период стремительного взлета объема государственного долга после 2008 года. То есть при резком увеличении эмиссии долговых обязательств США удалось сохранить на прежнем уровне объем выплат по процентам этих значительно выросших объемов.

Это произошло из-за пропорционального и весьма заметного снижения доходности государственных долговых бумаг. Например, доходность 10-летних казначейских обязательств накануне кризиса, в 2006 году колебалась в интервале 4,8–5%, в период кризиса она снижалась, а после кризиса, с осени 2011 года по настоящее время остается на весьма комфортных для эмитента и государственного бюджета США уровнях в интервале 1,5–3%. То есть в период кризиса произошло примерно двукратное снижение доходности американских долговых инструментов, что позволяет США выплачивать тот же объем средств в качестве процентов, которые выплачивались до кризиса по двукратно меньшему долгу.

Снижение доходности американских долговых обязательств стало следствием двух основных факторов – монетарной политики ФРС и кризисной ситуации на финансовых рынках. Сокращение ставок ФРС, начавшееся с уровня 5,25% во втором полугодии 2007 года, и длившееся до конца 2008 года, когда ставка пришла к практически нулевым значениям, сопровождалось сходным по масштабу снижением рыночной доходности казначейских обязательств – с 5% в июне 2007 года до 2% в декабре 2008 года. После обнуления ставки ФРС по федеральным фондам этот индикатор утратил свою регулятивную и индикативную функции, и в

дальнейшем котировки долговых бумаг и их доходность обуславливались текущей рыночной конъюнктурой. Рыночная же конъюнктура кризисного периода характеризовалась, во-первых, падением большинства сегментов организованных рынков в 2008 году, что вызывало отток средств инвесторов с этих сегментов в «активы-убежища», прежде всего в казначейские обязательства США и, во-вторых, высокой волатильностью в посткризисный период. Волатильность выражалась в быстром посткризисном росте упавших ранее рынков, который сопровождался выходом из американских госбумаг в пользу восстанавливающихся активов и ростом доходности этих долговых обязательств (так было в 2009 г., когда на фоне бурного роста фондовых и товарных рынков спрос на казначейские обязательства падал, а их доходность выросла в 1,5 раза – с 2,2 до 3,8%). В 2010–2012 годах доходность вновь сильно упала, более чем в два раза, на этот раз на фоне волатильности валютного рынка и существенного укрепления доллара против других резервных валют – вложения в американские активы стали привлекательны не только и не столько своей номинальной доходностью, но и перспективами получения дополнительного дохода на курсовой разнице. А перспективы эти возникли вследствие действий центральных банков США и еврозоны – в то время, как ФРС начала посылать рынку сигнал о возможном сворачивании программы количественного смягчения (QE), Европейский центральный банк, напротив, начал аналогичные программы, оказывая давление на курс евро.

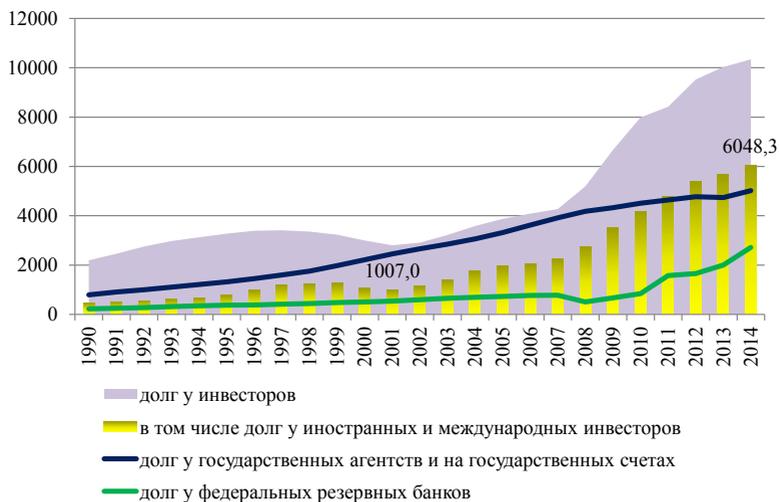
В этих условиях, даже на фоне стабильности и роста фондовых индексов американские долговые инструменты получили дополнительную привлекательность и спрос на них вырос, что привело к новому снижению доходности. Абстрагируясь от подробного рассмотрения динамики этих инструментов, не являющейся предметом настоя-

шего раздела, можно лишь отметить, что тенденция роста спроса на госдолг США оформившаяся в начале XXI века, в ходе «Великой рецессии» еще более утвердилась и привела, среди прочих последствий, к отмеченному выше снижению доходности и стоимости обслуживания долговых обязательств, сделав это обслуживание достаточно необременительным для бюджета США. По итогам 2014 года расходы на выплату процентов по федеральному долгу составили 1,3% ВВП и этот показатель существенно меньше уровня предкризисного 2006 года (1,64%) и уровня начала XXI века (2,17% в 2000 г.), соответствуя нормальным для большей части современной экономической истории США величинам порядка 1,2–1,3% ВВП<sup>79</sup>.

Столь комфортная ситуация с обслуживанием государственного долга на фоне его роста до беспрецедентных для мирного времени уровней и сильнейшей разбалансированности системы государственных финансов в период «Великой рецессии» стала возможной благодаря увеличению спроса на долговые бумаги США, который произошел за счет не совсем традиционных источников. На рисунке 2 представлены графики роста объема федеральной части государственного долга США у основных групп держателей, из которых видно, что в период бурного его наращивания основной дополнительный спрос сформировала группа, которую можно назвать сторонними или частными (в американской статистике – public), хотя это не совсем верное определение, поскольку в этой же категории учитываются и иностранные держатели долга, включая государственные институты. И именно иностранные инвесторы в XXI веке наращивали свои вложения в американские долговые обязательства наиболее интенсивно.

---

<sup>79</sup> Federal Outlays: Interest as Percent of Gross Domestic Product. FRED Economic Data. St. Louis Fed. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYOIGDA188S>.



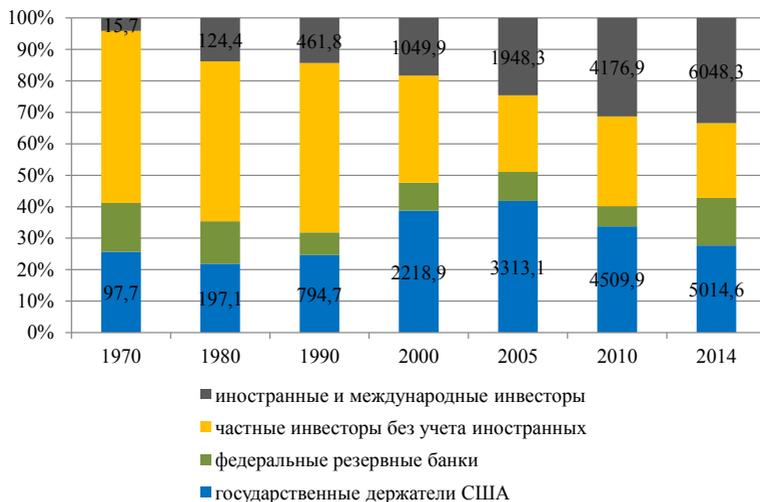
**Рисунок 2. Динамика объема федерального долга США у основных групп держателей в 1990–2014 годах<sup>80</sup>**

Объем госдолга у иностранных и международных держателей в период с 2001 по 2014 год вырос в 6 раз – с 1007 до 6048 млрд долл. при том, что общий объем федерального долга США увеличился за это время в 3,1 раза, а его объем у остальных держателей, входящих в категорию «частные инвесторы» – только в 2,4 раза. То есть именно иностранные инвесторы обеспечили основной спрос со стороны ключевой категории держателей – «частных инвесторов», на которых приходится в настоящее время почти 60% всего федерального долга США. Если в 2001 году доля иностранных держателей среди всех «частных инвесторов» составляла 35%, то к 2014 году она выросла до 58,5%.

<sup>80</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: Federal Debt Held by Agencies & Trusts. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FDHBATN#>; Federal Debt Held by Private Investors. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FDHBPIN>; Federal Debt Held by Federal Reserve Banks. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FDHBFRBN>; Federal Debt Held by Foreign & International Investors. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FDHBFIN>.

Другие основные категории держателей американского госдолга также не очень активно наращивали свои вложения – объем долга у государственных агентств и на правительственных счетах вырос за указанный период только в 2 раза, у категории «частные инвесторы» в целом – в 3,7 раза. Еще одна группа держателей, которая стоит особняком в этом ряду – федеральные резервные банки. ФРС, как известно, в процессе реализации программ количественного смягчения занималась преимущественно выкупом именно государственных долговых обязательств у банков-держателей и нетривиальный характер этой программы вкупе с ее беспрецедентными объемами привели к колоссальному увеличению соответствующих активов на балансе федеральных резервных банков. Однако даже в результате чрезвычайных мер стимулирования ФРС нарастила объемы принадлежащих ей казначейских обязательств меньше, чем иностранные инвесторы – в 5,1 раза.

В результате разноскоростной динамики вложения в федеральный долг различных групп инвесторов существенно изменилась структура владения этих групп долговыми обязательствами США (рис. 3). Данные перемены интенсивно происходили в XXI веке, но еще более существенными они выглядят в сравнении с пропорциями размещения американского долга в XX веке.



**Рисунок 3. Изменение структуры основных групп держателей федерального долга США в 1970–2014 годах, млрд долл.<sup>81</sup>**

Если в последние десятилетия XX века основной объем американского долга размещался среди частных инвесторов, а доля государственных держателей и ФРС была ограниченной при крайне незначительном уровне участия иностранных инвесторов порядка 10–12%, то в XXI веке ситуация существенно изменилась. Причем при различной степени изменения долей разных групп держателей долга, у этого процесса была одна явно выраженная тенденция – сильного сокращения удельного веса американских частных инвесторов (разница между объемом долга у «частных инвесторов» в целом и у входящих в эту группу иностранных держателей). Доля этой группы к 2014 году сократилась в 1,5 раза по

<sup>81</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса: Federal Debt Held by Agencies & Trusts. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FDHBATN#>; Federal Debt Held by Private Investors. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FDHBPIN>; Federal Debt Held by Federal Reserve Banks. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FDHBFRBN>; Federal Debt Held by Foreign & International Investors. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FDHBFIN>.

сравнению с 2000 годом и более чем в 3 раза по сравнению с 1970 годом. Напротив, доля иностранных держателей выросла в два раза относительно 2000 года и почти в десять раз относительно 1970 года.

Кроме того, к числу значимых изменений структуры держателей государственного долга США можно отнести заметное увеличение доли ФРС, произошедшее вследствие программ количественного смягчения – с 8,9% в 2000 году до 15% в 2014 году. Также можно отметить, что это повышение, несмотря на исключительность примененного инструмента количественного смягчения, не стало фактором установления исторического рекорда по доле ФРС во владении госдолгом США – в 1970 году эта доля была даже несколько выше. Однако совокупный уровень госдолга, приходящийся на государственных держателей<sup>82</sup> и ФРС в 2000-е годы оставался аномально высоким, в отдельные годы превышая 50%, то есть около половины эмитированного США на федеральном уровне долга выкупалось самим же государством (в данном случае формально негосударственный статус ФРС не имеет принципиального значения).

Изменения, происходившие в структуре эмитированного казначейством США государственного долга по составу его держателей в XXI веке, на наш взгляд, свидетельствуют о некоторых значимых тенденциях, причем не только в сфере государственных финансов. Прежде всего, можно отметить, что растущие потребности США в заемных ресурсах не могли быть удовлетворены традиционными и рыночными способами, то есть за счет средств внутренних частных инвесторов, что обусловило существенное сокращение их доли. Кроме того, следует особо выделить тенденцию роста доли государственного сектора среди держателей долговых обя-

---

<sup>82</sup> В статистике Административно-бюджетного управления Белого дома – Federal Government Accounts, то есть долг, находящийся на счетах различных правительственных учреждений.

зательств, что также является признаком размывания традиционной ресурсной базы американского заемного капитала в условиях быстрого роста потребностей в нем. Побочным выводом в данном случае может быть отставание темпов роста как американского бизнеса (в первую очередь финансового), так и его ресурсной базы, от темпов роста потребностей бюджета в финансировании, что обусловило привлечение к решению проблемы покрытия бюджетного дефицита таких инвесторов, как иностранные и международные держатели, и ФРС.

Что же касается резко возросшей роли иностранных держателей американского долга, то эта тенденция, на наш взгляд, сформировалась под влиянием ряда различных факторов. Прежде всего, можно отметить окончание противостояния Западу социалистического блока и реформирование экономик СССР и Восточной Европы, что сделало эти страны покупателями американских долговых обязательств в 1990-е годы и внесло свой вклад в резко увеличившийся объем зарубежных держателей между 1990 и 2000 годами (1050 млрд долл. против 462 млрд). Другим мощным фактором стал быстрый рост крупнейших развивающихся экономик в XXI веке – прежде всего Китая, являющегося крупнейшим держателем казначейских обязательств, а также Индии, Бразилии, Мексики, Турции и других стран, которые стали интенсивно наращивать свои международные резервы, большая часть которых шла в те же долговые обязательства США. Наконец, еще одним существенным фактором роста резервов у развивающихся стран и их спроса на американский государственный долг стал рост сырьевых рынков, который вызвал приток валюты в страны-экспортеры сырья и позволил сформировать не только значительные резервы, но и фактически создал новую форму государственных ресурсов – институт суверенных фондов, которые во многих

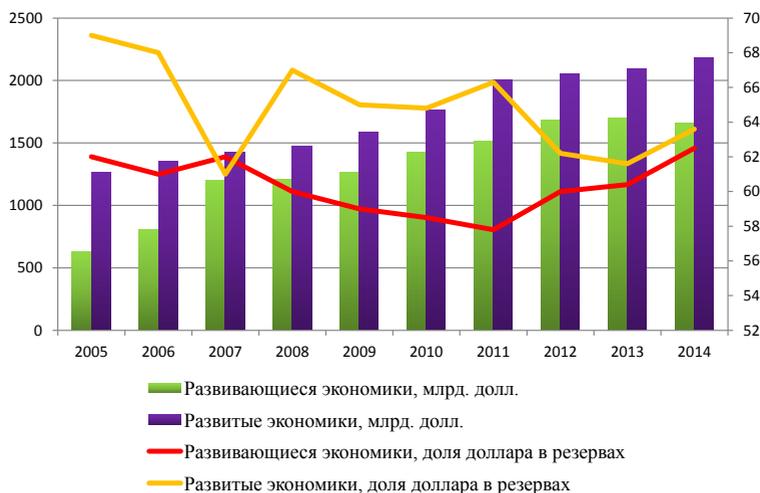
развивающихся странах имеют большие масштабы по сравнению с резервами центральных банков и также вкладывают значительные объемы средств в долговые ценные бумаги США.

Быстрый приток в американские долговые инструменты средств иностранных инвесторов, особенно государственных, мог состояться при определенных условиях, включая инвестиционную привлекательность этих инструментов, а также необходимость обеспечения сохранности вложенных ресурсов в условиях рыночной нестабильности. В этой связи интересна взаимосвязь некоторых аспектов деятельности ФРС США и финансовых рынков в плане гипотетического ее влияния на инвестиционную привлекательность американских долговых бумаг.

Такую взаимосвязь можно обнаружить во всех основных ситуациях, последствия которых влияли на направления инвестиционных потоков в американский госдолг, хотя не всегда само наличие такой взаимосвязи может трактоваться как целенаправленная политика ФРС по привлечению иностранных инвесторов к покупке казначейских обязательств США.

Первым эпизодом, в котором роль ФРС в конечном итоге привела к росту спроса на американский долг, можно назвать антикризисные меры, реализованные с 2008 года, когда сначала понижались ставки, а затем было проведено несколько раундов «количественного смягчения» с различными сопутствующими акциям типа т.н. «операции «твист». В результате этих действий в финансовый сектор США поступило несколько триллионов долларов дополнительной ликвидности, большая часть которой перешла на финансовые рынки, в том числе и на товарные их сегменты. Как следствие, сформировались устойчиво высокие цены на нефть, у стран-экспортеров нефти образовались крупные валютные резервы, значительная часть которых была вложена в аме-

риканские долговые инструменты. Формирование валютных резервов у развивающихся экономик, которое до кризиса шло достаточно интенсивно, в 2007–2009 годах практически остановилось, однако после запуска стимулирующих программ ФРС вновь вернулось на траекторию роста темпами, опережающими прирост резервов развитых стран (рис. 4). Характерно также, что после 2011 года произошел слом тенденции предшествующих лет по сокращению доли долларовых активов в размещенных резервах и в течение 2011–2014 годов этот показатель вырос с 57,8 до 62,5%.



**Рисунок 4. Сравнительная динамика объемов и долей резервов развитых и развивающихся стран, размещенных в долларовых резервах в 2005–2014 годах<sup>83</sup>**

Абсолютное же увеличение размера резервов развивающихся стран, размещенных в долларах, за последнее десятилетие выросло более чем на 1 трлн долл., или в 2,6 раза.

<sup>83</sup> Рассчитано по данным МВФ: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>.

Также можно учесть, что монетарная политика ФРС влияла не только на развивающиеся сырьевые экономики, но и на развитые (в которых большую роль играют финансовые секторы, тесно связанные с конъюнктурой рынков). В период активных действий американского центрального банка, начавшийся с понижения ставок в 2007 году и закончившийся с окончанием программы количественного смягчения в октябре 2014 года, объем резервов всех стран, вложенных в долларские активы (что практически равнозначно вложениям в госдолг США) увеличился на 1,7 трлн долл. Это в значительной мере предопределило и отмеченную выше тенденцию роста спроса на казначейские обязательства, и рост доли иностранных инвесторов в структуре их держателей, и сохранение низких ставок по данным бумагам, что, в свою очередь, обусловило необременительные для бюджета объемы процентных платежей.

Вторым эпизодом влияния ФРС на параметры рынка американского госдолга и его привлекательность для внешних инвесторов, можно считать программу количественного смягчения. Эта программа реализовывалась с другими заявленными целями – предоставления ликвидности банкам с тем, чтобы они направляли эту ликвидность в экономику и таким образом стимулировали спрос, производство и экономический рост. Оставляя за скобками эффективность этой программы в части достижения этих целей, отметим, что одним из побочных ее эффектов стало снижение и стабилизация на низких уровнях доходности государственных долговых обязательств, как естественной реакции рынка на резко увеличившийся спрос на данные инструменты со стороны ФРС. Когда на рынке появляется такой крупный участник, как центральный банк, готовый скупать в огромных объемах некий актив (в данном случае – долговые инструменты федерального правительства), их цена растет, а рост цены применительно к облигациям озна-

чает снижение их доходности. В период действия программы количественного смягчения в США (с 2009 по 2014 г.) рыночная доходность казначейских обязательств существенно снизилась – если весной 2009 года 10-летние бумаги торговались с доходностью около 3%, а к концу года она превышала 3,8%, то по мере расширения масштабов программы этот индикатор снижался до 1,5% в середине 2012 года, стабилизировавшись на уровне около 2,3% к окончанию QE. Аналогичные процессы происходили и в других развитых экономиках, практиковавших монетарное стимулирование путем количественного смягчения, например, в начале 2015 года доходности ряда выпусков государственных облигаций различных стран ЕС ушли в отрицательную зону на фоне их масштабного выкупа в рамках программ Европейского центрального банка.

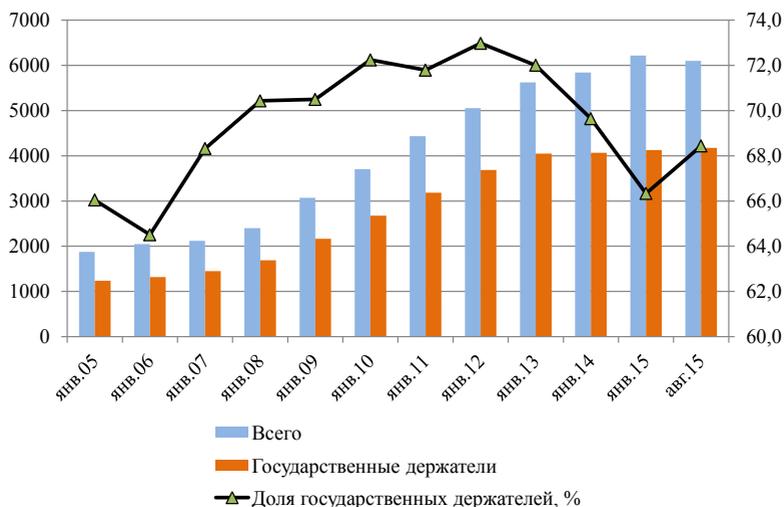
Наконец, еще одним примечательным примером влияния политики ФРС на доходность государственных долговых бумаг является риторика на тему повышения процентных ставок, начавшаяся после завершения программы количественного смягчения. Первые ожидания повышения ставок возникли уже в конце 2014 года – в момент завершения QE, и первой возможной датой этого решения был декабрь (очередное заседание Комитета по открытым рынкам проходило 16–17 декабря). В итоге же повышение ставок состоялось лишь год спустя – в декабре 2015 года, при том, что на протяжении всего этого периода риторика ФРС поддерживала тезис о необходимости этого повышения и скором принятии решения. Повышение ставки означало бы давление на все сектора финансовых рынков и, с учетом их высокой перекупленности к 2015 году, особенно заметной на фондовых рынках, существенно повышало риски инвесторов в соответствующие активы. Как следствие, разговоры о повышении ставки предотвращали новый рост фондовых рынков, провоцируя инвесторов на уход из рискованных активов в пользу активов-убежищ, то есть государственных ценных бумаг. По-

этому одним из следствий риторики ФРС по поводу ставки стала стабилизация доходностей американских госбумаг на низких уровнях около 2%, наблюдавшихся в течение большей части 2015 года.

Не утверждая, что поддержание низкой доходности государственных облигаций США было целью ФРС в этих примерах, можно, тем не менее, констатировать факт наличия взаимосвязи между политикой американского центрального банка и обеспечением высокого спроса на данные инструменты, который позволил обслуживать государственный долг с весьма привлекательными для эмитента издержками.

Так или иначе, требовавшийся США быстрый рост спроса на их долговые бумаги в период резкого повышения потребностей государства в финансировании во время кризиса был обеспечен. Этот рост спроса был достигнут практически исключительно за счет одной группы инвесторов – иностранных, представляющих как государственный, так и корпоративный секторы. Иностранные инвесторы, накопившие значительные объемы резервов и стремящиеся сохранить их в период кризиса, были вынуждены в период нестабильности переводить большую часть своих средств в наиболее надежные и ликвидные финансовые инструменты. Единственным классом таких инструментов, способным поглотить большие объемы сформировавшейся избыточной ликвидности, были долговые бумаги США, так как из всего круга инвестиционных инструментов, отвечающих критериям надежности (по инвестиционным рейтингам), только американские облигации выпускались в достаточных количествах. В результате приток иностранных средств в казначейские обязательства США быстро увеличивался и в русле этой тенденции шли не только корпоративные инвесторы, но и государственные институты, доля которых в объемах американского госдолга, размещенного среди иностранных держателей, быстро росла.

Судить об интенсивности этого процесса можно на основе специализированной статистики Казначейства США, отслеживающей потоки инвестиций именно в казначейские обязательства всех типов – облигации, ноты, векселя. Эта статистика позволяет более детально и точно по сравнению с базой данных МВФ COFER (см. рис. 4) анализировать тенденции зарубежных инвестиций в госдолг США. Построенные на основе статистики Казначейства графики (рис.5) иллюстрируют постулированные выше тезисы о быстром росте иностранных вложений в американские долговые бумаги на фоне кризиса, а также демонстрируют опережающее увеличение соответствующих инвестиций со стороны государственных органов.



**Рисунок 5. Динамика объема казначейских обязательств США у иностранных держателей, включая государственные институты в 2005–2015 годах, млрд долл., если не указано иное<sup>84</sup>**

<sup>84</sup> Рассчитано по данным Казначейства США: Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities. U.S. Department of Treasury: Securities (B): Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities. URL: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx>.

Объемы иностранных вложений в американские казначейские обязательства выросли в околокризисный период 2006–2012 годов весьма значительно – в 2,5 раза – и эта тенденция уже освещалась в начале данного раздела. Однако еще более интенсивным был рост вложений иностранных государственных ресурсов – за тот же период их объем увеличился с 1319 до 3688 млрд долл., или в 2,8 раза. Соответственно, в этот период увеличилась и доля государственных ресурсов, размещенных в казначейские обязательства в общем объеме вложений иностранных инвесторов – с 64,5 до 73%. Таким образом, финансовый кризис, сопровождавшийся паникой на основных секторах финансовых рынков, а также последовавший за ним долговой кризис в еврозоне привели к существенному увеличению вложений в американский государственный долг со стороны наиболее важной группы инвесторов – зарубежных государственных институтов. То есть потоки государственных резервов различных стран мира, пострадавших от кризиса, который зародился и набрал силу в США, в результате кризиса оказались канализированы в источник этого кризиса – американскую экономику. А размер дополнительно направленных в нее государственных резервов остального мира в период с начала 2007 по начало 2013 года составил 2,6 трлн долл. при том, что размер федерального долга США за тот же период увеличился на 7,5 трлн долл. Таким образом, страны, пострадавшие от финансового кризиса, порожденного неадекватной финансовой системой США, обеспечили дополнительную поддержку этой системе за счет наращивания ее задолженности, выкупив 35% новых долгов.

Однако с 2013 года приток государственных активов в долговые обязательства США практически прекратился – объем владения государственными органами данными инструментами практически не менялся с января 2013 года, оставаясь на уровне чуть выше 4 трлн долл. Соответственно, начала заметно уменьшаться и доля государств в общем объеме иностранных инве-

стиций в американский госдолг – с 73% в начале 2012 года она сократилась до 66,3% к январю 2015 года. Небольшое ее увеличение в течение первого полугодия 2015 года было вызвано не ростом государственных вложений, а сокращением совокупного показателя госдолга США, приходящегося на иностранных инвесторов, что произошло впервые за десятилетний период. Тенденция стабилизации и даже некоторого сокращения иностранных вложений в казначейские обязательства США, а также происходящие изменения в структуре их держателей заслуживают отдельного рассмотрения.

### **2.3. Изменение структуры иностранных держателей государственного долга США: тенденции, факторы, последствия**

Рассмотренный в предыдущем разделе рост вложений иностранных инвесторов в долговые инструменты США происходил на фоне более общего процесса «интернационализации» американского государственного долга, ставшего одной из основных сфер приложения избыточной ликвидности международных инвесторов. Растет как доля государственных долговых обязательств у иностранных держателей, так и количество последних, что ведет к своего рода диверсификации их географической структуры. В свою очередь, рост вложений иностранных средств в государственные ценные бумаги США повышает роль этих инструментов, а вместе с ними – и американской валюты – в экономиках (или, как минимум – государственных финансах) стран-инвесторов.

По данным Казначейства США, на начало III квартала 2014 года на зарубежных держателей федерального государственного долга приходилось 6067 млрд долл. из общего его объема в

17 824 млрд долл., то есть 34%<sup>85</sup>. Если же рассматривать географическое разнообразие инвесторов в государственный долг США, то оно также значительно увеличилось в последние годы: по данным Казначейства, в конце 2014 года вложения в соответствующие активы на сумму более 10 млрд долл. имели 42 экономики, тогда как в начале 2000 года их насчитывалось лишь 15<sup>86</sup>.

Столь широкий спрос на государственные ценные бумаги США был не всегда – еще в 1970-е годы доля иностранных инвесторов в американском государственном долге измерялась лишь несколькими процентами. С начала 80-х годов и до конца 90-х прошлого столетия эта доля, несколько увеличившись, оставалась умеренной, находясь на уровне около полутора десятков процентов. Резкий рост спроса на государственные долговые обязательства США произошел уже в XXI веке – с 2000 по 2013 год доля иностранных держателей среди инвесторов в федеральные долговые бумаги выросла почти в два раза – с 18,8 до 34,1%, а в абсолютном выражении этот прирост составил почти 5 триллионов долларов.

На наш взгляд, основным источником этого увеличения спроса на американский долг были средства развивающихся экономик, в первую очередь – государственные ресурсы различного рода (резервы центральных банков, активы суверенных фондов, средства государственных инвестиционных корпораций и т.п.), объем которых в течении 2000-х годов рос очень интенсивно. Подтверждением такого предположения является сравнительная динамика доли государственного долга США и объемов международных резервов, приведенная в таблице 1.

---

<sup>85</sup> Источники: Federal Debt: Total Public Debt, Millions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted. Federal Reserve Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis; Federal Debt Held by Foreign & International Investors, Billions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted. Federal Reserve Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2>.

<sup>86</sup> Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities. Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities. Treasury International Capital (TIC) System – Home Page, U.S. Department of the Treasury. URL: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>.

**Таблица 1. Прирост государственного долга США и его доли у иностранных держателей в сопоставлении с динамикой международных резервов развитых и развивающихся экономик<sup>87</sup>**

	Федеральный государственный долг США	В том числе у иностранных и международных держателей	Доля иностранных и международных держателей, %	Объем международных резервов у развитых стран	Объем международных резервов развивающихся стран
1970-01-01	372,0	12,4	3,3		
1980-01-01	863,5	125,0	14,5		
1990-01-01	3 052,0	445,4	14,6		
1995-01-01	4 864,1	707,0	14,5	932,7	456,9
2000-01-01	5 773,4	1 085,0	18,8	1 217,9	718,0
2005-01-01	7 776,9	1 952,2	25,1	2 080,7	2 239,2
2010-01-01	12 773,1	3 877,9	30,4	2 785,1	5 379,5
2011-01-01	14 270,1	4 481,4	31,4	3 099,0	6 165,0
2012-01-01	15 606,5	5 145,0	33,0	3 404,5	6 801,0
2013-01-01	16 771,4	5 725,0	34,1	3 697,8	7 254,4
2014-01-01	17 601,2	5 950,0	33,8	3 816,7	7 866,2
2014-07-01	17 824,1	6 066,6	34,0	3 917,3	8 071,4
Прирост 2014/2000, разы	3,1	5,6	1,8	3,2	11,2
Прирост 2014/2000, млрд долл.	12 050,7	4 981,6		2 699,4	7 353,4

До периода начала быстрого наращивания развивающимися странами своих резервов, который оформился к середи-

<sup>87</sup> Рассчитано по данным из следующих источников: Federal Debt: Total Public Debt, Millions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted. Federal Reserve Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis; Federal Debt Held by Foreign & International Investors, Billions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted. Federal Reserve Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2>; Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). International Monetary Fund. IMF eLibrary Data: URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>.

не 2000-х годов, когда объем резервов развивающихся стран превысил аналогичный показатель развитых экономик, доля иностранных инвесторов в американском госдолге оставалась стабильной. Также можно отметить, что темпы увеличения госдолга США с 2000 года практически идентичны темпам увеличения объема резервов развитых государств и этот факт наряду с увеличением доли иностранных вложений в американские долговые обязательства (происходящие в основном именно за счет государственных резервов) также означает, что это увеличение происходило преимущественно за счет развивающихся экономик. Развитые страны не смогли бы обеспечить увеличение соответствующих вложений хотя бы потому, что прирост их резервов в 2000–2014 годах исчислялся лишь 2,7 трлн долл., тогда как рост объема долговых обязательств США у иностранных инвесторов составил почти 5 трлн. При этом объем резервов развивающихся экономик в этот период вырос на 7,35 трлн долл., что также указывает именно на этот источник роста спроса на американский долг.

В связи с повышением значимости зарубежных держателей государственного долга США возрастает и роль отдельных, крупнейших из таких держателей, а также повышается влияние на рынок американского госдолга взаимоотношений эмитента с некоторыми из них в контексте возможности конфликта внешнеполитических и экономических интересов. Конфликты США на внешнеполитическом поле, а также агрессивные экономические меры (подобные антироссийским санкциям) способны вызвать ответные меры крупнейших держателей американского госдолга из числа ведущих развивающихся экономик в форме выхода из казначейских обязательств, что, в свою очередь, способно оказать негативное влияние на рынок данных инструментов и, в конечном итоге, на глобальную финансовую стабильность. В этой связи целесообразно рассмотреть структуру иностранных держателей долговых обязательств США.

Крупнейшим держателем американских долговых обязательств на протяжении последних шести лет остается Китай (без учета Гонконга, который также входит в первую десятку кредиторов США), вышедший на первое место по этому показателю в сентябре 2008 года, сместив с него многолетнего прежнего лидера Японию. Максимальное абсолютное значение объема инвестиций в государственный долг США у Китая было зафиксировано в ноябре 2013 года (1317 млрд долл.), а максимальная доля среди стран, владеющих американским госдолгом – в октябре 2010 года – 26,9%<sup>88</sup>. По состоянию на конец 2014 года насчитывалось 19 стран, владеющих более, чем 1% от общего объема государственного долга США у иностранных и международных держателей (рис. 1).

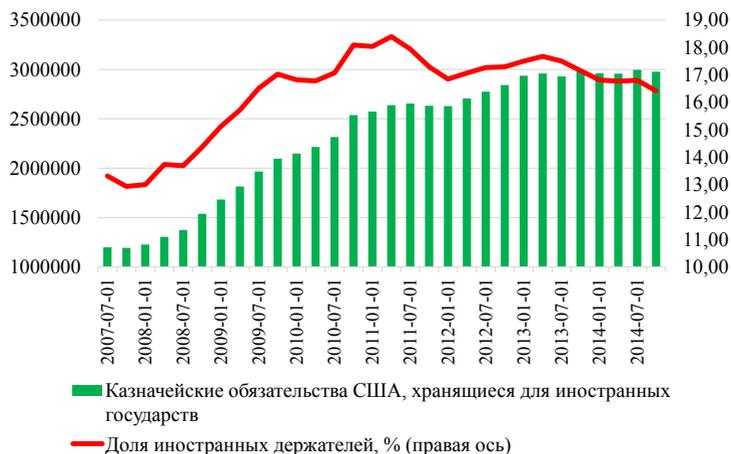


**Рисунок 1. Структура основных держателей государственного долга США по странам на ноябрь 2014 года<sup>89</sup>**

<sup>88</sup> Рассчитано по данным Казначейства США: Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities. Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities. Treasury International Capital (TIC) System – Home Page, U.S. Department of the Treasury. URL: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>.

<sup>89</sup> Рассчитано по данным Казначейства США: Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities. Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities. Treasury International Capital (TIC) System – Home Page, U.S. Department of the Treasury. URL: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>.

Как следует из представленных на диаграмме данных, на конец 2014 года большая часть американского госдолга у иностранных держателей приходилась на развивающиеся экономики, главным образом – на Китай. При этом, как отмечалось выше, к этому времени Китай уже несколько сократил свои вложения, так же, как и Россия, максимальная доля которой составляла почти 4% и была достигнута в 2009 году. В настоящее время, на наш взгляд, происходит разворот тенденции наращивания вложений развивающихся стран в государственные долговые ценные бумаги США, начавшейся в конце 1990-х годов и продолжавшейся до 2011–2013 годов. В течение этого периода произошла стабилизация показателя доли американского госдолга, приходящейся на зарубежных держателей, и с 2013 года наметилась обратная тенденция снижения данного показателя, которая особенно заметна по динамике объема казначейских обязательств США, хранящихся в ФРС (Федеральном резервном банке Нью-Йорка) для зарубежных государств (рис. 2).



**Рисунок 2. Сравнительная динамика федерального государственного долга США, объема и доли вложений иностранных инвесторов в казначейские обязательства, млн долл<sup>90</sup>**

С декабря 2013 года абсолютный размер объема казначейских бумаг США, хранящихся для иностранных государственных держателей (преимущественно центральных банков) снижается с максимума в 3021 млрд долл., и к марту 2016 года это сокращение составило 4% (до уровня 2936 млрд долл.). Максимальное же снижение данного показателя было отмечено в марте 2014 года, когда за неделю произошло его рекордное падение на 104 млрд долл. (на 3,5%), которое дало наблюдателям повод предположить<sup>91</sup>,

<sup>90</sup> Рассчитано по данным из следующих источников: Memorandum item: Securities Held in Custody for Foreign Official and International Accounts – Marketable U.S. Treasury Securities, Millions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted. Federal Reserve Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2>. Данные для ценных бумаг США, хранящихся в американских депозитариях для зарубежных государств.; Federal Debt: Total Public Debt. Federal Reserve Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2>.

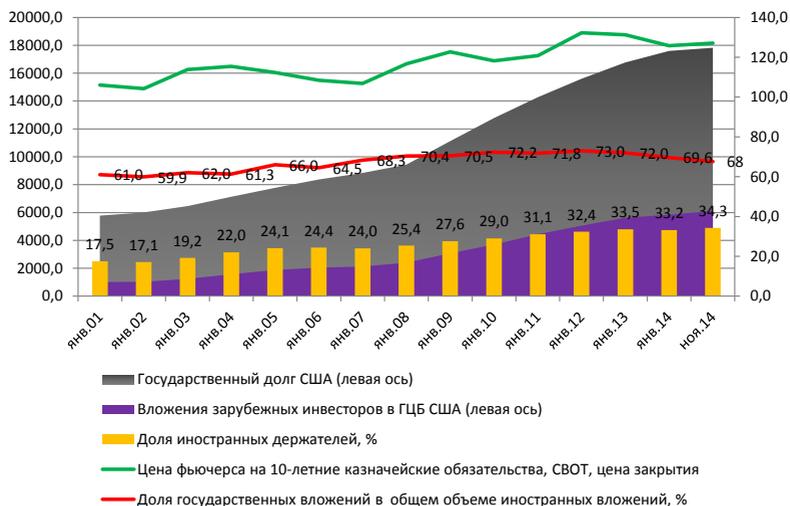
<sup>91</sup> Susanne Walker. Fed Custody Holdings Record Decline Fuels Russia Speculation. Bloomberg, March 14: URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-03-14/fed-custody-holdings-record-decline-fuels-russia-speculation>.

что оно было вызвано выводом средств российским центральным банком на фоне событий вокруг Крыма. Если же говорить об относительном объеме средств иностранных держателей (в части хранящихся в ФРС) относительно объема госдолга США, то он снижается уже с 2011 года, так как рост общего объема американских долговых обязательств идет более высокими темпами по сравнению с ростом вложений в них зарубежных центральных банков.

Рассматривая данные об изменении доли иностранных держателей американского государственного долга, необходимо отметить, что соответствующая статистика США затрудняет точный учет и оценку требуемых показателей. Дело в том, что статистика по объему зарубежных вложений в казначейские обязательства США, во-первых, ведется двумя ведомствами – Казначейством и ФРС, во-вторых, имеет дело с разными показателями (приведенные выше данные ФРБ Сент-Луиса по объему хранящихся в ФРС активов для иностранных центральных банков и более полная статистика Казначейства о зарубежных вложениях в целом) и, в-третьих, учитывает эти вложения по разной методике – если данные ФРС учитывают номинальную стоимость долговых обязательств, то база данных Казначейства TIC<sup>92</sup> – их рыночную цену. В порядке иллюстрации различия методов учета доли иностранных держателей ФРС и Казначейством можно привести динамику соответствующих показателей, рассчитанных на основе данных последней организации (рис. 3).

---

<sup>92</sup> Treasury International Capital (TIC) System.



**Рисунок 3. Сравнительная динамика роста государственного долга США, доли иностранных инвесторов в американских долговых обязательствах и их цен, млрд долл.<sup>93</sup>**

В соответствии с данными Казначейства США, доля иностранных держателей американского долга не прекращала рост и после 2011 года, однако в данном случае необходимо учитывать, что в приведенном на графике рисунка 3 объеме вложений зарубежных инвесторов в государственные ценные бумаги США учтены не только вложения государственных институтов, но и других инвесторов. А эти вложения составляли на декабрь 2014 года треть общего объема – 2041 из 6154 млрд долл. Абсолютная же величина вложений в американский долг только зарубежными государственными

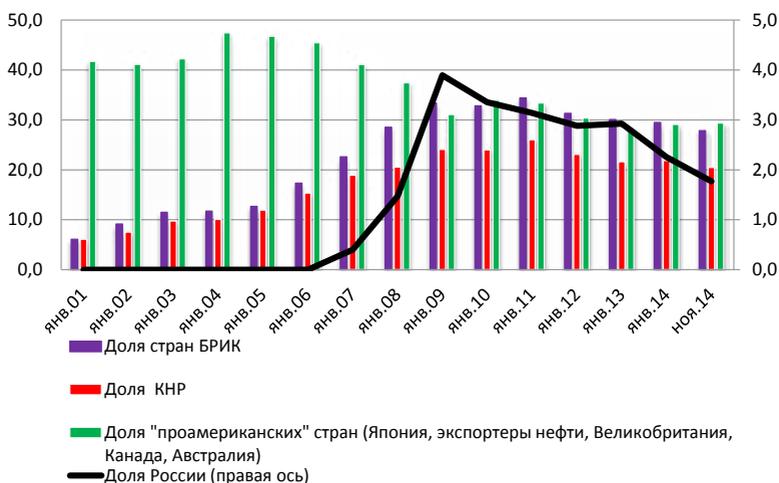
<sup>93</sup> Рассчитано по данным из следующих источников: Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities. Portfolio Holdings of U.S. and Foreign Securities. Treasury International Capital (TIC) System – Home Page, U.S. Department of the Treasury. URL: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>; Federal Debt: Total Public Debt, Quarterly, End of Period, Not Seasonally Adjusted. Federal Reserve Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2>; US 10 Year T-Note Futures Historical Data. Investing.com. URL: <http://www.investing.com/rates-bonds/us-10-yr-t-note-historical-data>.

органами начала сокращаться, по данным Казначейства, с августа 2014 года, а относительная (на рисунке 3 выделена отдельной линией) – с февраля 2013 года, когда объем этих вложений составлял 4100 млрд долл. при величине долга в 16,8 трлн, то есть доля зарубежных центральных банков в финансировании госдолга США составляла 24,4% против 23% по итогам второго полугодия 2014 года.

Кроме того, данные Казначейства несколько искажает использование рыночной, а не номинальной стоимости ценных бумаг. На рисунке 3 наряду с объемами вложений приведен также и ценовой ориентир по стоимости казначейских обязательств США – цена фьючерса на 10-летние ноты Казначейства – и по их динамике видно, что с 2008 года рыночная стоимость американских долговых бумаг достаточно заметно росла, увеличившись к концу 2014 года примерно на 10%, а пика их цена достигала в начале 2012 года, когда рост относительно 2008 составлял около 15%. Очевидно, что столь заметное изменение стоимости активов также влияет на рассчитываемый Казначейством объем долговых обязательств у зарубежных инвесторов, и может его несколько исказить в большую сторону.

Впрочем, в контексте потенциальных конфликтов интересов между держателями долга США и эмитентом, способных дестабилизировать ситуацию, большее внимание, на наш взгляд, необходимо уделить структуре государств-инвесторов, которая в течение последних двух десятилетий уже существенно изменилась и в настоящее время вновь начинает меняться. Первое изменение, как отмечалось выше, было связано с резким ростом доли развивающихся экономик, в том числе с ростом инвестиций государств, позднее оформившихся в группу БРИК, основную роль в которой играла КНР. Максимального уровня доля этих стран в структуре держателей государственного долга США достигла в 2011

году (рис. 4). На начало 2011 года на четыре этих государства приходилось 34,4% американского госдолга у иностранных держателей, что в то время составляло 11% его общего объема. Также можно отметить, что после сокращения доли стран БРИК также начала снижаться и в целом доля государственных вложений в общем объеме зарубежных инвестиций в казначейские обязательства США, причем сокращение последнего показателя происходило достаточно интенсивно – с максимума в 75,2%, зафиксированного в июле 2011 года, этот показатель упал до 66,8% в декабре 2014 года.



**Рисунок 4. Укрупненная структура иностранных держателей госдолга США, %<sup>94</sup>**

Таким образом, как рост иностранных инвестиций в американский госдолг, так и снижение данного показателя, наметившееся с 2011 года, можно связать в первую очередь с факто-

<sup>94</sup> Рассчитано по данным из следующих источников: Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities. Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities. Treasury International Capital (TIC) System – Home Page, U.S. Department of the Treasury. URL: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>.

ром изменения резервной политики государственных органов крупнейших развивающихся экономик. На графиках рисунка 4 видно, что с 2011 года началось устойчивое снижение в иностранных инвестициях доли КНР, что в первую очередь вызвало и сокращение соответствующего показателя по группе БРИК. Кроме того, в период с 2009 года происходило постоянное сокращение присутствия России в американских долговых бумагах, резко ускорившееся в 2013 году. Максимальный уровень российского присутствия в американском госдолге был зафиксирован в октябре 2012 года (171,1 млрд долл.), после чего началось динамичное уменьшение его как абсолютных, так и относительных параметров, и к декабрю 2014 года объем вложений сократился до 86 млрд долл., то есть в два раза за два года. Доля же России в иностранных вложениях сократилась с 4 до 1,4%, то есть почти трехкратно.

Быстрый уход России из американских долговых бумаг не производит на рынки заметного влияния в силу относительно небольшой исходной величины российских инвестиций и постепенности этого процесса. Однако в том случае, если аналогичные меры с той же интенсивностью предпримет крупнейший держатель американского госдолга – Китай – эффект может быть гораздо сильнее. В этой связи представляет интерес вопрос о том, могут ли заместить средства, выводящиеся из американского долга Китаем и Россией, другие инвесторы, в особенности страны, которые можно условно называть «проамериканскими» – как во внешнеполитическом, так и в экономическом отношении. К этой группе стран можно отнести все англосаксонские государства, включая Канаду, а также Японию и страны-экспортеры нефти (учитываемые статистикой Казначейства одной группой, в которую входят неоднородные во внешнеполитическом отношении государства ОПЕК с небольшими дополнениями), ведущими из которых являются арабские монархии Персидского залива.

В данной группе стран крупнейшим кредитором США является Япония – по состоянию на декабрь 2014 года ее вложения в американские долговые бумаги составили 1231 млрд долл. и этот показатель почти сравнялся с китайскими объемами инвестиций. В течение 2015 года Япония даже перехватывала лидерство среди держателей госбумаг США – впервые с августа 2008 года она вышла на первое место в феврале, однако затем вновь сократила свои вложения и первенство сохранил Китай. В контексте сопоставления вложений данных двух стран в госдолг США можно также отметить, что с лета 2011 года, после того, как наметилась тенденция сокращения китайских инвестиций в эти инструменты, объем и доля Японии начали расти достаточно интенсивно. С июля 2011 года по декабрь 2014 года вложения Японии в американский госдолг выросли на 39%, или, в абсолютном выражении – на 346 млрд долл. За это же время объем китайских вложений сократился на 71 млрд, а российских – на 66 млрд. Таким образом, одна Япония легко компенсировала вывод средств из американских долговых бумаг Китая и России.

Впрочем, необходимо отметить, что рост японских вложений имеет ограниченный потенциал, так как резервы этой страны в последние годы сокращаются: с января 2012 года по февраль 2015 год они уменьшились на 56 млрд долл., или на 4,5%. В январе 2015 года размер японских резервов составлял 1261 млрд долл., в тот числе резервы в иностранной валюте – 1199 млрд<sup>95</sup> при том, что японские вложения в американский долг, по данным Казначейства, измерялись в этом же месяце 1239 млрд.<sup>96</sup> То есть японские государ-

---

<sup>95</sup> JAPAN. Last Updated: March 6, 2015. International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Time series data. International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/data/jpn/eng/curjpn.htm>.

<sup>96</sup> Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities. Portfolio Holdings of U.S. and Foreign Securities. Treasury International Capital (TIC) System – Home Page, U.S. Department of the Treasury. URL: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>.

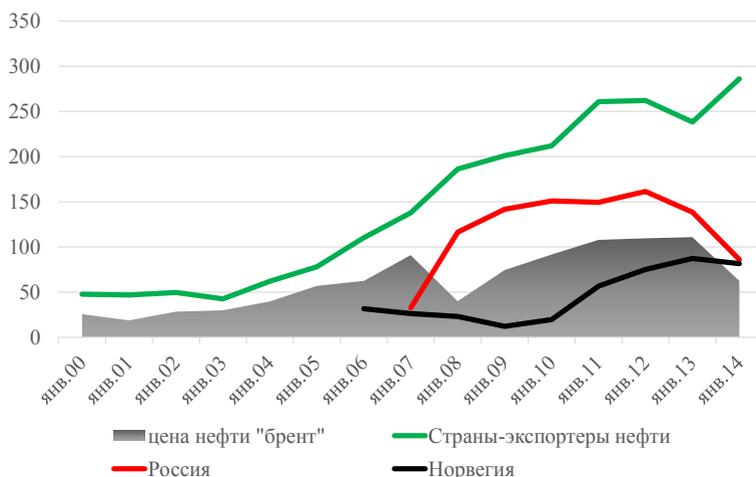
ственные резервы уже меньше той суммы, которая вложена в американские облигации, а это значит, что теперь японская доля растёт за счёт корпоративных инвесторов, поскольку у государства уже нет соответствующих финансовых возможностей и, более того, они быстро уменьшаются. Корпоративные же инвесторы, даже с учетом японской специфики, могут быть не столь готовы следовать интересам США и безоглядно наращивать свои вложения в активы сомнительного качества. Поэтому Япония не сможет стать альтернативой Китаю в вопросе масштабного финансирования американского долга.

Другие страны, даже в группе государств, следующих в фарватере американской политики, в отличие от Японии, не столь же интенсивно поддерживают своими финансами растущую задолженность США. Так, за период сворачивания китайских и российских вложений в американский госдолг аналогичный показатель Великобритании (крупнейшего после Японии держателя долга США в этой группе стран) почти не изменился – с августа 2011 года по декабрь 2014 года объем ее вложений увеличился на символические 7 млрд долл. – со 182 до 189 млрд, или на 3,8%. Также не слишком динамичным был и рост вложений со стороны стран-экспортеров нефти, объем которых в декабре 2014 года достиг 286 млрд долл., что превысило показатель июля 2011 года (244 млрд) на 17%. При этом рост объемов государственного долга США за этот же период составил 26,5%, увеличившись с 14 342 до 18 141 млрд долл.<sup>97</sup> Рассматривая вложения стран-экспортеров нефти в американские бумаги и их перспективы, можно также отметить, что они в значительной мере связаны с ценами на нефть, поскольку именно экспортные поступления от нефти являются основным фактором форми-

---

<sup>97</sup> Источник: Monthly Statement of the Public Debt. U.S. Department of the Treasury. Treasury Direct. URL: <http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/mspd/mspd.htm>.

рования государственных резервов, которые и вкладываются в госдолг США. В условиях снижения цен и их стабилизации на низком уровне можно ожидать сокращения резервов нефтедобывающих стран и, как следствие – сокращения их вложений в американские долговые обязательства, подобно тому, как рост цен на нефть в 2000-е годы сопровождался ростом таких вложений, причем не только у выделяемых статистикой Казначейства стран-экспортеров нефти, но и у других экономик с высокой ролью нефтяной отрасли (рис. 5).



**Рисунок 5. Сравнительная динамика цен на нефть и объемов инвестиций нефтедобывающих экономик в государственный долг США<sup>98</sup>**

Соответственно, в условиях долговременного (несколько лет) спада нефтяных цен экспортеры нефти будут вынуждены вывести свои средства из американских долговых обязательств, в

<sup>98</sup> Рассчитано по данным из следующих источников: Spot Prices for Crude Oil and Petroleum Products. U.S. Energy Information Administration. URL: [http://www.eia.gov/dnav/pet/pet\\_pri\\_spt\\_s1\\_d.htm](http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_d.htm); Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities. Portfolio Holdings of U.S. and Foreign Securities. Treasury International Capital (TIC) System – Home Page, U.S. Department of the Treasury. URL: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>.

том числе в силу необходимости реализации различных форм поддержки собственных экономик, а также по причине прекращения пополнения валютных резервов. Этот процесс стартовал параллельно с падением цены нефти в 2014 году, которое началось в июле-августе. В период с августа по декабрь значительно сократились вложения России (со 118 до 86 млрд долл., на 37%), Норвегии (с 87 до 81,6 млрд долл., на 6,7%) и Казахстана (с 36,1 до 31,6 млрд долл., на 14,2%). Данная тенденция в целом продолжилась и в 2015 году в связи с сохранением нефтяных цен на низких уровнях – так, объем вложений России снижался до 66,5 млрд долл. в апреле (затем, однако, вновь увеличившись до 92 млрд в декабре), Норвегии – до 69,1 млрд, Казахстана – до 22,6 млрд. Это сокращение вложений экспортеров нефти привело к определенным изменениям структуры держателей американского госдолга, а также способствует обострению проблемы его размещения в целом.

Таким образом, учитывая снижение долей стран БРИК (особенно России и КНР), и стран «проамериканской» группы, можно сделать вывод, что в последние годы (точнее, с середины 2011 г.) растет доля остальных стран, которые можно условно назвать «нейтральными», и которые руководствуются прежде всего собственными прагматичными интересами в процессе инвестирования средств. Также важно, что это происходит на фоне снижения доли средств государственных институтов в общем объеме зарубежных инвестиций в госдолг США. Оба эти фактора – рост доли негосударственных инвесторов, отличающихся большей мобильностью операций с капиталом, и рост доли стран, не связанных с США тесными партнерскими отношениями – повышают потенциальную изменчивость инвестиционных потоков в американские государственные долговые обязательства.

На основании рассмотренных тенденций изменения структуры держателей государственного долга США можно сделать

следующие основные выводы относительно текущей ситуации в этой сфере:

С 2011 года по настоящее время продолжается поступательный выход из американских долговых бумаг ряда крупных держателей из стран БРИК, прежде всего – КНР и России, которые ранее обеспечивали высокий спрос на данные активы и вносили значимый вклад в кредитование государственных расходов США.

Бывшая ранее основной группой стран – зарубежных держателей госдолга, связанных особыми отношениями с США, в настоящее время утратила свою доминирующую позицию и вряд ли сможет ее вернуть, особенно с учетом стагнации на нефтяном рынке.

Кризисные явления в ряде экономик, связанные с низкими ценами на нефть и замедлением глобального экономического роста обусловят выход этих стран из американских долговых бумаг в силу таких факторов, как прекращение роста экспортной выручки и резервов, необходимость расходования резервов на поддержку своих экономик, необходимость стабилизации курсов национальных валют посредством долларовых интервенций.

С 2013 года наметилась тенденция быстрого сокращения доли государственных институтов в общем объеме иностранных инвестиций в долговые бумаги США, что свидетельствует о росте настороженности зарубежных центральных банков к данным бумагам, ограничивает потенциальный спрос на них и повышает риск возникновения турбулентности на рынке этих инструментов в силу менее стабильных инвестиционных политик негосударственных инвесторов.

В контексте оценки перспектив изменения структуры зарубежных держателей американского госдолга наибольшего внимания заслуживает изучение причин происходящих изменений, особенно в части двух наиболее важных, на наш взгляд, тенден-

ций – сокращения присутствия в них средств России и КНР, и быстрого уменьшения доли государственных институтов (главным образом центральных банков), которые могут быть взаимосвязаны. Рассматривая эти тенденции недавнего времени, наметившиеся в 2011–2012 годах, трудно абстрагироваться от того факта, что начало выхода Китая и России из американского госдолга пришлось на период возникновения резких внешнеполитических разногласий этих стран с США по ряду принципиальных вопросов и на фоне международных событий, оцениваемых данными сторонами с противоположных точек зрения. В первую очередь к числу таких событий относится т.н. «арабская весна», а также такие острые ее последствия, как события в Ливии по свержению М. Каддафи с помощью западных вооруженных сил, гражданская война в Сирии, направленная против Б. Асада с активной поддержкой его противников США, попытка США выстроить антикитайскую коалицию в Азии. По каждому из данных эпизодов международной политики, начавшихся в 2011 году с ряда событий «арабской весны», у США и России с КНР были противоположные позиции, а разногласия, в том числе публичные и на уровне открытого противостояния в Совете безопасности ООН, носили крайне острый характер. Венцом внешнеполитической конфронтации, начавшейся в 2011 году на фоне военной интервенции в Ливии, не поддержанной Россией, Китаем, Индией и Бразилией, стал конфликт интересов на фоне украинского кризиса в 2014 году.

В условиях данной внешнеполитической конфронтации по широкому кругу вопросов кредитование крупнейшими развивающимися экономиками государственных расходов США, направляемых в том числе на реализацию интересов в сферах, являющихся предметом конфронтации, становится противоречащим интересам кредиторов. На наш взгляд, это стало одной из причин сокращения присутствия КНР и России в долговых бумагах США, хотя, безусловно, есть и ряд других причин, об-

условивших эту тенденцию – от технических вопросов сравнительной доходности инструментов из разных стран до необходимости продажи части резервов для валютных интервенций (характерно для российской ситуации в 2014 г.). Последняя причина, впрочем, не была актуальной для России ни в 2011, ни в 2012 году, когда началась тенденция ухода из американских госбумаг – в период 2012–2013 годов резервы Банка России росли, увеличившись с 498 до 516 млрд долл.<sup>99</sup> Еще менее значимой эта причина была для Китая, резервы которого в период с 2011 по 2013 год росли с большей интенсивностью – с 3255 до 3880 млрд долл.<sup>100</sup> Таким образом, учитывая как финансовое состояние основных инвесторов в лице КНР и России, так и внешнеполитический фон того периода, можно предположить, что значительную роль в начавшемся выходе из государственных долговых бумаг США сыграл все же последний фактор.

Рассматривая процессы уменьшения вложений средств в американские долговые бумаги странами, ставшими в последние годы фактически политическими противниками США, в частности, Россией, можно отметить, что изменение инвестиционных предпочтений и отказ от активов, связанных с американской валютой, в соответствии со статистикой Банка России началось еще в конце 2010 года (рис. 6). Причем сначала выход происходил только из ценных бумаг США, а не из долларовых активов в целом, доля которых в российских резервах долгое время сохранялась на достаточно стабильном уровне и начала сокращаться с конца 2012 года, пока это сокращение не привело к преобладанию в резервах евро, впервые в истории зафиксированному в I квартале 2014 года.

---

<sup>99</sup> Международные резервы Российской Федерации. Центральный банк Российской Федерации. URL: [http://www.cbr.ru/hd\\_base/Default.aspx?Prtd=mrrf\\_m](http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtd=mrrf_m).

<sup>100</sup> Total reserves (includes gold, current US\$). The World Bank Data. URL: <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>.

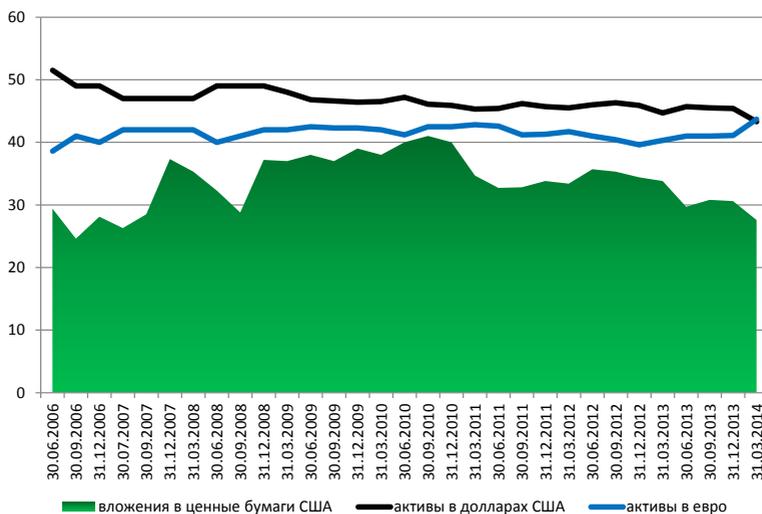


Рисунок 6. Изменения валютной и географической структуры международных резервов России, связанные с долларом США, %101

Первое же резкое падение доли долговых бумаг США в российских резервах произошло в I – II кварталах 2011 года, в течение которых она сократилась с 40 до 32,7%, или примерно на 20%. Экономические мотивы столь резкой реструктуризации портфеля резервов, традиционно отличающегося консерватизмом и стабильностью, в тот период найти сложно. В 2011 году наблюдался устойчивый рост резервов, в том числе в первом полугодии, то есть необходимости в выходе из американских бумаг ради, например, интервенций на внутреннем валютном рынке не было. Курсовой фактор в этот период также был в пользу доллара, который достаточно интенсивно рос относительно евро, укрепившись за полгода с 1,3 до примерно

<sup>101</sup> Составлено по данным Обзора деятельности Банка России по управлению валютными активами за 2007–2014 годы: Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. Центральный банк Российской Федерации. URL: <http://www.cbr.ru/publ/?Prftd=obzor>.

1,45, то есть отнести падение доли американских бумаг на пересчет их рыночной стоимости из-за курсовой разницы тоже нельзя – курс скорее дал бы корректировку в обратную сторону и показал рост доли американских активов из-за роста доллара. Росла также и цена американских государственных облигаций на рынке, то есть и изменение их рыночной стоимости также не могло стать причиной резкого сокращения доли данных инструментов в российских резервах.

Таким образом, причины экономического характера, как внутрироссийского, так и внешнего происхождения не располагали в этот период к резкому выходу из облигаций США. Зато к такого рода мере (возможно – даже в качестве инструмента экономического давления или, как минимум – высказывания своего недовольства действиями эмитента) располагала внешнеполитическая ситуация, связанная с активизировавшейся в этот период «арабской весной». Именно в первом полугодии 2011 года разворачивались основные события в Ливии, включая иностранную интервенцию, против которых выступала Россия (а также другие страны БРИК, не поддержавшие в Совете безопасности ООН резолюцию №1973 от 17 марта, позволяющую осуществить интервенцию). Против данной операции союзников неоднократно в резко критическом стиле высказывались представители руководства России и можно сделать предположение о том, что вывод значительных средств из американского госдолга был определенной формой реакции на соответствующие события, инициированные США. Если это предположение верно, то вывод средств из американских ценных бумаг в первом полугодии 2011 года можно расценивать как первую попытку экономического противодействия России внешнеполитическим шагам США с помощью финансовых мер ощутимого масштаба (объем выведенных средств оценивается в несколько десятков миллиардов долларов).

Предположение о политической мотивации реструктуризации инвестиционных портфелей центральных банков стран, являющихся оппонентами США на внешнеполитической арене, объясняет и другую выделенную выше тенденцию – снижение доли государственных институтов среди держателей американского госдолга. Возникшие напряжения в отношениях между США и их крупными зарубежными кредиторами, выливающиеся в экономические санкции, закономерно ведут к оттоку в первую очередь государственных средств из американского госдолга, что и проявляется в быстром сокращении доли государственных институтов. Эта тенденция, таким образом, также может свидетельствовать о том, что сокращение доли ведущих развивающихся экономик среди держателей госдолга США не является случайным и в значительной мере обусловлено именно внешнеполитическим противостоянием эмитента облигаций и их покупателей.

Последствия отмеченных тенденций в изменении географической структуры держателей государственного долга США могут быть многоплановыми и достаточно серьезными для мировой экономики, так как американские облигации и валюта, в которой они деноминированы, составляют фундамент современной глобальной финансовой архитектуры. В контексте оценки этих последствий прежде всего необходимо рассмотреть сценарий влияния на состояние государственного долга США выделенных тенденций, связанных с изменением структуры его держателей.

Наблюдающаяся в настоящее время тенденция замораживания и сворачивания китайских вложений в американский госдолг может свидетельствовать о стратегическом курсе КНР на отказ от поддержки американской системы государственных финансов, работающих в том числе и против интересов данной страны. Этот курс подкрепляется активным

продвижением юаня в качестве международного платежного средства, созданием альтернативных межгосударственных институтов развития (Азиатский банк инфраструктурных инвестиций, Новый банк развития БРИКС), формированием альтернативной системы рейтинговых оценок, и другими мерами, существенно подрывающими монополию США в ключевых сферах мировой финансово-информационной инфраструктуры. Действия России в этом же направлении, хотя и имеют значительно меньший масштаб, также вносят вклад в ослабление позиций США на рынке мировых резервов и в сфере валютно-финансового доминирования. Оформиившееся противостояние США и России на фоне украинского кризиса носит долгосрочный характер, что также является фактором стратегического курса России на вывод средств из американских активов, в том числе из государственных облигаций. Таким образом, как минимум две из крупнейших развивающихся экономик, вложения которых, как было показано выше, обеспечивали большую часть спроса на бурно растущий госдолг США, сворачивают свое финансирование этого долга, что, во-первых, само по себе становится фактором дестабилизации соответствующего рынка, а во-вторых – может стать примером и для ряда других стран.

Другим фактором снижения спроса на долговые обязательства США становится замедление роста мировой экономики и падение сырьевых рынков, что резко снижает темпы роста резервов сырьевых стран (вплоть до отрицательных значений), а также вынуждает многие государства использовать резервы для стабилизации экономической ситуации в кризисный период. Этот фактор будет актуальным для достаточно большого круга стран – от экспортеров сырья до государств еврозоны, в которой наряду с угрозой рецессии вновь обостряются проблемы обслуживания государственного долга. Таким образом, спад спроса на американские долго-

вые бумаги можно прогнозировать и со стороны инвесторов, не имеющих оснований для экономической конфронтации с США (как в случае с КНР и Россией).

В целом, текущая ситуация, характеризующаяся замедлением роста в основных экономических центрах мира и угрозой возникновения нового полномасштабного кризиса, не способствует росту спроса на долговые обязательства США теми же темпами, какими растет сам долг. Соответственно, это означает сокращение доли иностранных инвесторов, которое осложняется для эмитента такими факторами, как прекращение вложений со стороны самого крупного инвестора (КНР), вероятное сокращение резервов у стран – экспортеров нефти, которые также традиционно являются кредиторами США, а также рядом собственно американских проблем (ростом расходов, возвращением проблемы потолка государственного долга, ужесточением монетарной политики ФРС).

На фоне отмеченных особенностей текущей ситуации можно прогнозировать следующие изменения в структуре держателей госдолга США:

- сокращение доли развивающихся стран на фоне политического противостояния и проблем со стабильностью резервов у сырьевых экономик;
- принуждение к повышению покупок государственных облигаций США странами из условной группы «проамериканских» государств (в первую очередь Японии), тесно зависящих от США как в политическом, так и в экономическом плане даже на фоне неблагоприятной ситуации в соответствующих экономиках; сокращение количества государств этой группы на фоне появления внешнеполитических разногласий с некоторыми из них и постепенное уменьшение доли этой группы стран;
- сокращение доли государственных институтов в пользу корпоративных инвесторов, части которых (представля-

ющих КНР и Россию) в перспективе национальные регуляторы также предложат пересмотреть свою инвестиционную политику и отказаться от американских бумаг на фоне набирающего силу политического противостояния;

- уменьшение абсолютных объемов покупки зарубежными инвесторами американского государственного долга на фоне проблем национальных систем государственных финансов и снижение общей доли иностранных инвесторов в структуре держателей облигаций США;

- компенсация ухода иностранных инвесторов американскими государственными инвестициями – рост покупок облигаций США различными американскими государственными органами (ФРС, правительственными агентствами и пр.).

Последняя тенденция начала проявляться в период с 2010 года, а ее основной причиной стали программы монетарного стимулирования ФРС, в результате которых объем казначейских обязательств у федеральных банков вырос в период с 2010 по 2014 год с 812 до 2452 млрд долл., то есть в три раза. В целом же с 2010 по 2014 год доля долга у ФРС и на правительственных счетах увеличилась с 39 до 42%<sup>102</sup>. Несмотря на то, что данная доля достаточно велика, ее нынешние значения не являются необычными для американской практики размещения госдолга и, например, на протяжении большей первого десятилетия XXI века были еще больше (рис. 7), с тем, правда, уточнением, что доля ФРС никогда не была столь же значительной, как сегодня. Даже в 1946 году – пиковый для США по относительному размеру федерального долга – объем вложений ФРС в казначейские обязательства был равен 10,6% ВВП, тогда как по итогам 2014 года этот показатель составил 14,2%.

---

<sup>102</sup> The White House. Office of Management & Budget. Historical Tables. Table 7.1– FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2020. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>.

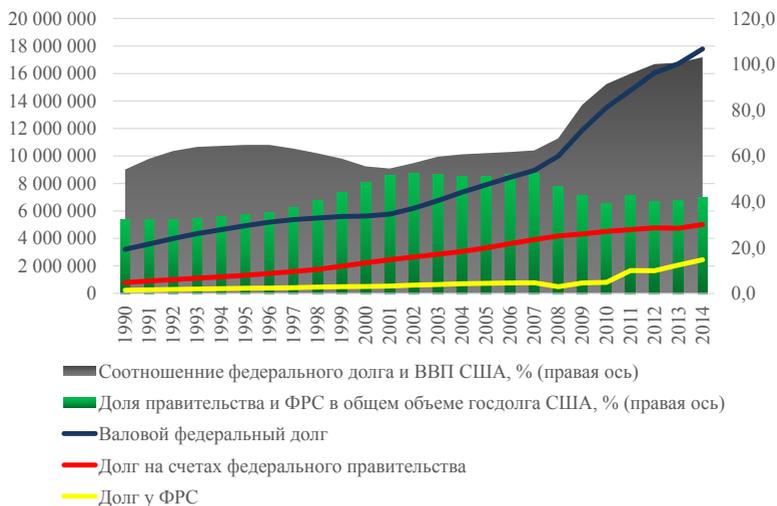


Рисунок 7. Динамика доли правительственных агентств и ФРС в структуре держателей федерального долга США в 1990–2014 годах в сопоставлении с основными параметрами долга<sup>103</sup>

Тем не менее, как видно из графиков рисунка 6, ситуация, при которой около половины федерального долга США, эмитированного Казначейством, покупается другими государственными организациями и ФРС, не нова, поэтому начавшееся вновь увеличение этого показателя как будто не должно служить признаком особых проблем в долговой сфере страны. Однако, на наш взгляд, ситуация середины 2000-х годов имеет существенные отличия от текущей. Основным отличием является значительно выросший за эти годы размер самого долга – как в абсолютном, так и в относительном выражении: если в 2000 году он измерялся 5629 млрд долл., или 55,5 ВВП, то в 2014 аналогичные показатели составляли

<sup>103</sup> Рассчитано по данным из следующего источника: The White House. Office of Management & Budget. Historical Tables. Table 7.1–FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2020. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>.

соответственно 17974 млрд долл. и 103,2%. То есть абсолютный размер федерального долга США вырос трехкратно, а относительный – двукратно.

В ситуации умеренных относительных значений размера госдолга (а уровень в 55% является нормальным для США и примерно равен его средней величине за весь послевоенный период) его надежность не вызывает сомнений у инвесторов, спрос на долговые инструменты стабилен, а изменения структуры инвесторов практически не имеют значения. Это положение меняется в случае чрезмерного роста долга, которое произошло в период 2007–2012 годов, в течение которого относительный размер федерального долга увеличился с 62,5 до 100,2%, достигнув экстремальных значений, ранее наблюдавшихся только во время Второй мировой войны. В такой ситуации доверие инвесторов и объективных наблюдателей может пошатнуться, что и происходило в последние годы – имели место неоднократные снижения суверенного рейтинга США независимыми агентствами, увеличился разрыв между ставкой ФРС и рыночной доходностью казначейских обязательств, наметилась рассмотренная выше тенденция выхода иностранных инвесторов из американского государственного долга.

В этом плане показательной, на наш взгляд, является ситуация на рынке государственных долговых обязательств, сложившаяся в 2014 – начале 2015 года, когда под влиянием инициированной Европейским центральным банком программы количественного смягчения началось почти обвальное падение доходностей облигаций практически всех европейских стран. В еврозоне падали доходности не только ее лидеров с относительно устойчивыми финансовыми системами, но и аутсайдеров, которые на протяжении последних лет фигурировали в качестве проблемных и даже потенциально дефолтных стран – Испании, Португалии, Италии. В

этот период инвесторы, в поисках убежища выводящие свои активы из дешевого евро, создали колоссальное давление на валюты и долговые рынки стран, не входящих в еврозону, в частности, Швейцарии и Дании. Однако обращает на себя внимание тот факт, что на фоне столь бурного, на грани паники, поиска средств для аллокации резервов практически не изменилась доходность государственных облигаций США (рис. 8).

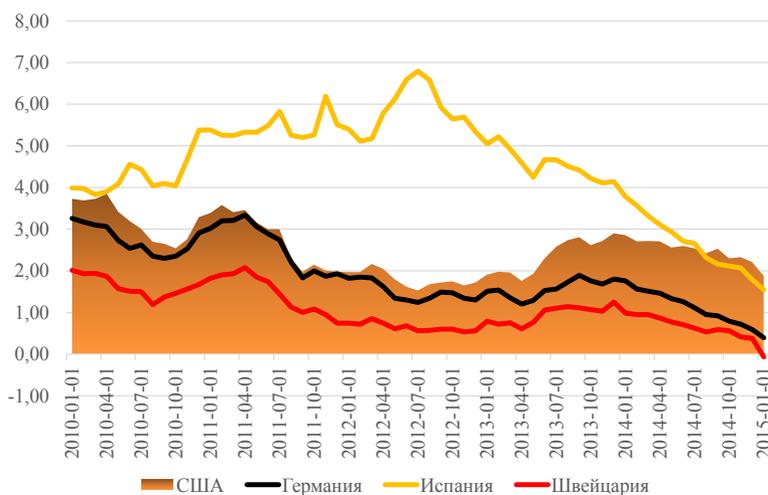


Рисунок 8. Сравнительная динамика доходности 10-летних государственных облигаций США и некоторых европейских государств в 2010–2015 годах, % годовых<sup>104</sup>

Если в течение последнего года доходность европейских облигаций упала примерно в три раза, то американские казначейские обязательства большую часть периода торговались на уровне около 2,5% годовых и продемонстрировали небольшое снижение доходности лишь в январе 2015 года,

<sup>104</sup> Рассчитано по данным из следующего источника: Interest Rates. Federal Reserve Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/32949>.

даже с учетом которого совокупное сокращение доходности не достигло и двукратной величины по сравнению с максимумами 2014 года. В результате доходность формально «топовых» в мировом масштабе американских облигаций с максимальными рейтингами от двух из трех агентств «большой тройки» в конце 2014 года находилась выше балансирующих на грани «мусорного» уровня облигаций Испании с рейтингами на уровне BBB (S&P) и примерно на 200 базисных пунктов выше европейских стран с аналогичными своему рейтингами – Германии и Швейцарии. То есть налицо явное расхождение в оценке рынком облигаций США и европейских суверенных эмитентов, что может толковаться как нежелание инвесторов идти в американские обязательства даже в условиях резко снижающейся (вплоть до отрицательной) доходности на европейском рынке.

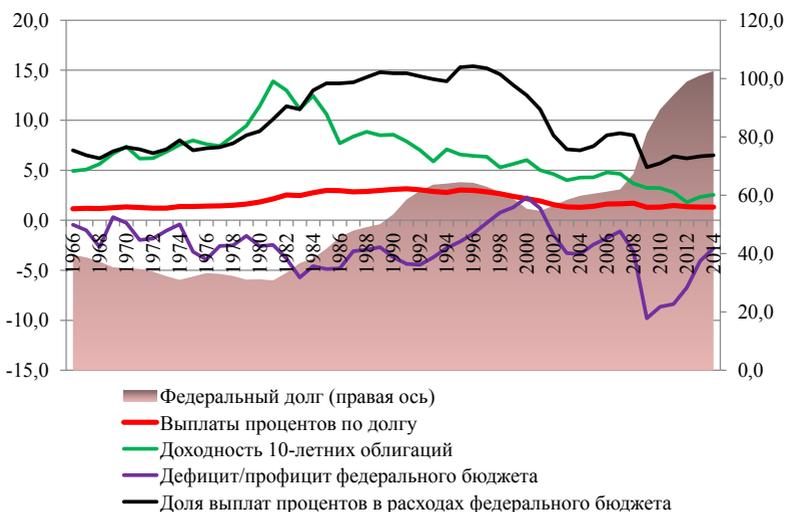
Если рассмотреть динамику графиков рисунка 7 более детально, становится видно, что движения доходности американских и европейских бумаг были синхронными примерно до середины-конца 2013 года, после чего началось заметное расхождение их траекторий. Если сопоставить это расхождение с приведенными выше (на рис. 2, например) данными о сворачивании присутствия иностранных инвесторов в американских бумагах, то можно отметить взаимосвязь между этими событиями. Доля иностранных держателей американского долга начинает сокращаться со II квартала 2013 года и примерно в этот же период доходность американских облигаций прекращает существенно снижаться, выбиваясь из общерыночной тенденции – на фоне начавшегося падения доходности европейских бумаг американские стоят на прежнем уровне. В октябре 2014 года американские бумаги становятся даже более доходными, чем испанские – опять же на фоне нового заметного снижения доли иностранных инве-

сторов в общем объеме госдолга США. Таким образом, можно сделать вывод, что сокращение присутствия иностранных инвесторов (основными из которых являются государственные) оказывает заметное давление на рынок государственных облигаций США. А это сокращение в указанный период обуславливается, как отмечалось выше, действиями двух основных игроков – КНР и России, имеющих трения или даже (в случае с Россией) острое противостояние с США на внешнеполитическом поле.

Следовательно, изменение структуры держателей американского госдолга оказывает влияние на состояние рынка облигаций, а дальнейшее сокращение доли крупнейших кредиторов США из числа развивающихся стран может привести к достаточно чувствительным проблемам для всей системы государственных финансов этой страны и, как следствие – для глобальной финансовой стабильности. Чем выше доходность государственных облигаций, тем дороже обслуживание государственного долга, а при существующих его размерах в США даже только в федеральной части разница даже в один процентный пункт выливается в очень значительные абсолютные суммы, способные существенно осложнить бюджетный процесс. В свою очередь, осложнение бюджетного процесса на фоне остальных проблем долговой сферы (проблема потолка долга, снижение доверия инвесторов, ужесточение денежно-кредитной политики и, как следствие – еще больший рост ставок доходности облигаций в обращении) может в обозримом будущем стать триггером обвала рынка казначейских облигаций. Поскольку данные инструменты являются ключевым сегментом мирового рынка государственных облигаций, такой сценарий вызовет сильнейший кризис как на этом, так и на валютном рынке, что способно полностью разрушить существующую глобальную финансовую архитектуру.

## **2.4. Угрозы дестабилизации системы государственных финансов США: причины и направления**

Рассмотренные в предыдущих разделах процессы ухудшения основных параметров системы государственных финансов США, произошедшие в период кризиса, и продолжавшиеся до середины 10-х годов, сопровождались противоречивыми тенденциями. С одной стороны, происходило безусловное и резкое ухудшение ключевых показателей, причем как в абсолютном, так и в относительном выражении – росли дефицит бюджета, государственный долг всех уровней, США потеряли высший кредитный рейтинг от агентства Standard&Poor's. Однако, с другой стороны, на фоне этих явно негативных тенденций рос спрос на государственные ценные бумаги США, снижалась доходность по ним, что сокращало стоимость обслуживания государственного долга и уменьшало давление на бюджет по линии выплат процентов по нему. В настоящее время относительный объем расходов бюджета на обслуживание федерального долга близок к своим традиционным и минимальным уровням, наблюдавшимся в 1960–1970-е годы, и составляет 1,3–1,4% ВВП при том, что размер самого долга превышает уровни тех лет в несколько раз, а дефицит федерального бюджета также в разы больше средних уровней 1960–1970-х годов (рис. 1).



**Рисунок 1. Динамика относительных параметров (в % к ВВП) ключевых показателей системы государственных финансов США в сопоставлении с доходностью 10-летних казначейских облигаций<sup>105</sup>**

Также аномально низка в настоящее время и доля расходов по обслуживанию госдолга в расходах федерального бюджета, составив по итогам 2014 года 6,5%, что ниже аналогичных значений за весь послевоенный период (за исключением 1959 и 1962 г.) и почти в три раза ниже максимума, пришедшегося на середину 90-х. То есть, несмотря на обвальное ухудшение показателей бюджетного дефицита и государственного долга, никакого напряжения государственных финансов оперативного характера это увеличение долга

<sup>105</sup> Рассчитано по данным ФРБ Сент-Луиса и Казначейства США: Federal Outlays: Interest, Millions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYOINT#>; Federal Debt: Total Public Debt, Millions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEBTN#>; Federal Surplus or Deficit [-], Millions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYFSD#>; Table 6.1—COMPOSITION OF OUTLAYS: 1940–2020. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>; 10-Year Treasury Constant Maturity Rate. FRED Economic Data. St. Louis Fed. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DGS10>.

не вызывает в силу чрезвычайно низкой доходности казначейских обязательств, упавшей в период «Великой рецессии» более, чем в два раза.

Эта ситуация демонстрирует, с одной стороны, слабую зависимость между показателями федерального долга и стабильностью государственной финансовой системы и, с другой стороны – широкие возможности американских регуляторов по управлению ситуацией с ее разбалансированностью. Последние годы существования США с аномально высоким государственным долгом показывают, что эта проблема сама по себе может быть урегулирована путем манипулирования рыночной ситуацией и ставками доходности. В то же время очевидно, что такие возможности имеют ограниченный потенциал – как во времени, так и в части используемых ресурсов и инструментария, а стабильность бюджета на фоне колоссального объема госдолга является очень хрупкой. В этой связи возникает ряд вопросов относительно перспектив сохранения данной стабильности – как в части ее продолжительности, так и в плане выявления причин и драйверов, способных ее разрушить. Кроме того, представляется необходимым уточнить и само понимание того, что можно считать критически значимой дестабилизацией государственных финансов, поскольку происходившие в этой сфере процессы в период после 2007 года, будучи по форме явной дестабилизацией, не привели к каким-либо значимым последствиям для финансовой системы США.

Уточнение сути и содержания дестабилизации государственных финансов можно начать с обозначения ее негативной роли – на наш взгляд, таковым может быть назван процесс с сильным и явным негативным влиянием на мировую экономику, выступающий фактором генерирования мощного глобального кризиса. Такого рода события могут, на наш взгляд, стать следствием нескольких возможных вариантов

развития ситуации вокруг разбалансированности государственных финансов США:

1. Увеличение бюджетного дефицита наряду с существенными ограничениями возможностей его финансирования.
2. Обвал рынка государственных долговых обязательств США в форме резкого падения их цены и роста доходности.
3. Сильная девальвация доллара США.

Все три указанных варианта могут быть взаимосвязаны и образовать общую цепь причинно-следственных явлений, однако возможны и локализованные проявления проблем в каждой из указанных сфер с сильными негативными последствиями для глобальной финансовой стабильности. Ключевым звеном в последовательности наиболее вероятного сценария дестабилизации государственных финансов США будет, по нашему мнению, обвал рынка казначейских обязательств, который и вызовет основную волну последствий для американских и мировых финансовых активов (включая девальвацию доллара, обвал фондовых рынков и пр.), однако причины и триггеры этого явления будут иметь фундаментальный характер, связанный с обострением ситуации в бюджетной сфере.

Для того чтобы уточнить состав комбинации факторов, способных привести к сценарию дестабилизации государственных финансов США, целесообразно рассмотреть опыт прошлых периодов «турбулентности» ключевых показателей данной сферы и спроецировать этот опыт на текущую ситуацию. Если принять в качестве признаков дестабилизации чрезмерные значения таких показателей, как бюджетный дефицит, государственный долг, а также объемы расходов по обслуживанию госдолга – как сами по себе, так и их долю в бюджетных расходах (см. рис. 1) – то можно выделить два периода серьезного разбалансирования федеральных финансов США – начало 1980-х и начало 1990-х годов.

Каждый из этих периодов характеризовался следующими особенностями: рост бюджетного дефицита, рост государственного долга, увеличение или высокий уровень бюджетных расходов на обслуживание государственного долга. При этом в обоих случаях обострение ситуации с государственными финансами имело пролонгированные последствия для этой сферы в виде продолжающегося несколько лет спустя роста государственного долга и высокого уровня расходов на его обслуживание. Кроме того, очень важной особенностью этих случаев было поведение доходности государственных облигаций США – и в начале 1980-х, и в начале 1990-х ее уровень был очень высок, что также способствовало возникновению дестабилизации системы государственных финансов в целом. В 1981 году доходность 10-летних облигаций колебалась около 14% годовых, в 1990-м она составляла почти 9%. И, также в обоих случаях, по мере эскалации бюджетных проблем США, доходность этих бумаг существенно падала, облегчая бремя этих проблем – к 1986 году она сократилась почти вдвое с уровня 1981 года – до 7,7%, к 1993 году – до 5,9% с 8,6% в 1990 году.

Это падение доходности американских госбумаг, позволявшее в обоих случаях купировать бюджетно-долговые проблемы, происходило с помощью ФРС, существенно снижавшей процентные ставки. Если в 1981 году ставка по федеральным фондам находилась в интервале 16–19% (это был очень своеобразный год, с запредельными уровнями ставки ФРС, которая менялась несколько раз в течение года), то к октябрю 1986 года она снизилась до 5,85%. В начале 90-х ситуация была аналогичной – если в феврале 1990 года ставка по федеральным фондам составляла 8,25%, то к началу 1993 года она была понижена до 3%<sup>106</sup>.

---

<sup>106</sup> Effective Federal Funds Rate. FRED Economic Data. St. Louis Fed. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FEDFUNDS>.

Проецируя рассмотренные ситуации на положение, сложившееся в период кризиса 2007–2009 годов и его последствия, можно найти как схожие черты, так и существенные отличия – и в особенностях показателей системы государственных финансов, и в регулятивном влиянии ФРС. Так же, как и в прошлых случаях, наблюдался резкий рост бюджетного дефицита, причем до значительно больших уровней, которые фиксировались в течение более длительного периода, чем в 80-е и 90-е годы прошлого века. Также произошло существенное увеличение размеров государственного долга, причем в больших масштабах, за счет которого финансировался огромный дефицит. Наконец, так же вела себя ФРС, снижая ставки и обеспечивая, тем самым, среди прочего, и сокращение доходности государственных облигаций, а следовательно – и уменьшение стоимости обслуживания выросшего долга. Однако есть и значимые отличия ситуации, сформировавшейся по итогам борьбы с кризисом в 10-е годы XXI века, от примеров 80-х и 90-х годов прошлого столетия.

Отличием в пользу текущей ситуации является отмеченная выше низкая доходность государственных ценных бумаг США и обусловленная ей низкая стоимость обслуживания госдолга, выражающаяся в небольших относительных объемах выплат процентов из бюджета. Однако есть и негативная особенность текущей ситуации, невыгодно отличающая ее от прошлых периодов – отсутствие у ФРС регулятивных возможностей влияния на снижение доходности казначейских обязательств. Эти возможности уже были полностью использованы и исчерпаны в 2007–2008 годах, когда ставка по федеральным фондам была понижена до нулевых значений и, соответственно, дальнейшее ее снижение стало невозможно (что и вызвало к жизни новацию в лице «количественного смягчения»). Это означает, что в случае роста рыночной доходности государственных облигаций США и пропорцио-

нального увеличения расходов на обслуживание госдолга, ставящего под угрозу бюджетную стабильность, ФРС не сможет вновь обеспечить снижение этих показателей посредством традиционных методов монетарной политики, как это было в 1980-е и 1990-е годы.

Ключевыми показателями в системе государственных финансов, определяющими уровень потенциальной ее дестабилизации, являются бюджетный дефицит и доходность долговых обязательств. Размер бюджетного дефицита прямо влияет на прирост государственного долга и на его общий объем. Общая величина госдолга и доходность государственных облигаций, в свою очередь, влияют на объем платежей по долгу, на их размер в целом, и долю в бюджетных расходах в частности. Таким образом, возможное сочетание двух негативных для США факторов – роста бюджетного дефицита и доходности казначейских обязательств – вызовет всплеск расходов на обслуживание государственного долга как в абсолютном, так и в относительном выражении, что может стать началом критической дестабилизации системы федеральных государственных финансов.

Рассмотрение вероятности такого сочетания указанных факторов можно начать с оценок, дающихся органом, разрабатывающим федеральный бюджет США – Административно-бюджетным управлением Белого дома. В соответствии с данными оценками, содержащимися в аналитических материалах, сопровождающих бюджет США на 2016 финансовый год, предполагается увеличение большинства ключевых параметров федеральных финансов как в части бюджетных показателей, так и государственного долга, а также повышение доходности государственных долговых обязательств (табл. 1).

Таблица 1. Основные параметры системы федеральных финансов США до 2025 года, прогнозируемые в проекте бюджета на 2016 финансовый год<sup>107</sup>

	Дефицит бюджета/ ВВП при базовом сценарии	Федеральный долг у инвесторов % ВВП	Доля обслуживания долга в расходах бюджета	Федеральный долг, млрд долл.	Доходность 10-летних казначейских нот
2010	-8,7	60,9	5,7	13 528,8	3,2
2011	-8,5	65,9	6,4	14 764,2	2,8
2012	-6,8	70,4	6,2	16 050,9	1,8
2013	-4,1	72,3	6,4	16 719,4	2,4
2014	-2,8	74,1	6,5	17 768,2	2,6
2015	-3,2	75,1	6,1	18600,3	2,8
2016	-2,8	75,2	7,1	19 306,7	3,3
2017	-2,8	75,2	8,8	20068,4	3,7
2018	-2,7	75,2	10,0	20 844,9	4,0
2019	-3,1	75,6	10,8	21 616,2	4,3
2020	-3,3	76,2	11,6	22 389,2	4,5
2021	-3,3	76,8	12,2	23 190,5	4,5
2022	-3,9	77,9	12,4	23 931,2	4,5
2023	-3,8	78,9	13,0	24 693,4	4,5
2024	-3,7	79,6	13,4	25 473,5	4,5
2025	-4,1	80,8	13,5	26 241,5	4,5

Негативные тенденции ожидаются по всему спектру бюджетных и долговых показателей. Дефицит федерального бюджета будет увеличиваться особенно заметно, начиная с 2019 года, и к середине 20-х годов превысит 4% ВВП. Рост дефицита потянет за собой повышение долговой нагрузки – прогнозиру-

<sup>107</sup> Составлено по данным Административно-бюджетного управления Белого дома: The President's Budget for Fiscal Year 2016. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget>.

ется увеличение общего объема федерального долга к 2015 году на 8,5 трлн долл. по сравнению с текущим его размером. Также прогнозируется и рост размера долга у инвесторов (public), который вырастет в относительном выражении с 74% в 2014 году до 81%. В данном случае необходимо отметить, что Белый дом предпочитает принимать в расчет в бюджетном процессе не всю величину федерального долга, а только ту его часть, которая находится у негосударственных держателей (debt held by the public), тогда как значительная его доля, которой владеют различные государственные органы, не принимается в расчет. Показательно, что устойчивой тенденцией является постоянный рост доли негосударственных инвесторов, которая даже в относительном выражении в период 2010–2025 года должна увеличиться на треть (с 61 до 81%), что свидетельствует об уменьшающемся ресурсе государственных агентств и фондов по приобретению долговых обязательств.

Также прогнозируется достаточно интенсивный рост доходности государственных долговых бумаг Казначейства, в два-три раза по сравнению с уровнями 2012–2014 годов. К 2020 году (уже через пять лет) их доходность, в соответствии с этими оценками Белого дома, достигнет 4,5% годовых – уровня, который последний раз наблюдался в 2007 году. Одновременное увеличение объема государственного долга и процентных ставок по нему означает существенный рост нагрузки на бюджет по линии обслуживания долговых обязательств, и эта ситуация также прогнозируется Административно-бюджетным управлением – доля расходов на выплату процентов по долгу в расходах федерального бюджета резко возрастет, достигнув к 2025 году 13,5% против 5,7% в 2010 году. Также увеличится и величина этого показателя относительно ВВП – с 1,5% в 2010 году до 2,7% в 2020 г.<sup>108</sup>

---

<sup>108</sup> Analytical Perspectives, Budget of the United States Government, Fiscal Year 2016. P.32. The White House. Office of Management and Budget. URL: [https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Analytical\\_Perspectives](https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Analytical_Perspectives).

При этом в рассмотренном прогнозе Административно-бюджетное управление исходит из достаточно оптимистического взгляда на перспективы роста ВВП, чем объясняется ожидаемая стабилизация относительного размера госдолга на уровне около 100%, а также некоторые другие показатели. В частности, предполагается, что реальный рост ВВП в 2015 году составит 3%, в 2016 – 3%, в 2017 – 2,7%, в 2018 – 2,5%<sup>109</sup>. Этот прогноз с высокой долей вероятности не сбудется, что наглядно подтверждают данные по экономическому росту за 2015 год, в котором ВВП вырос лишь на 2,4%. В том случае, если реалии экономического развития США окажутся ниже текущих ожиданий, относительные параметры государственного долга и бюджетного дефицита будут значительно хуже, в частности, размер федерального долга относительно ВВП может достигнуть отметки в 120% ВВП уже к 2020–2025 годам, даже при отсутствии нового масштабного кризиса. В случае же возникновения такого кризиса и реализации мер поддержки экономики в масштабах, аналогичных периоду 2008–2010 годов, относительный размер госдолга может достигнуть к 2025 году уровня порядка 150% ВВП.

Однако даже в рамках текущего сценария Административно-бюджетного управления, не предполагающего кризиса, и основывающегося на умеренно-высоких темпах роста ВВП, ключевые параметры, оказывающие влияние на стабильность системы государственных финансов – абсолютные и относительные размеры бюджетного дефицита и расходов на обслуживание государственного долга – указывают на возникновение мощного очага потенциальной дестабилизации к 2020 году. Совокупность этих параметров, содержащаяся в прогнозах, сопровождающих бюджет-2016, предполагает крайне неблагоприятное их сочетание. Причем это сочетание не имеет прецедентов в истории США – даже в период Второй мировой войны,

---

<sup>109</sup> Там же, с.12.

когда был достигнут исторический максимум бюджетного дефицита (29,6% в 1943 г.), и послевоенного пика размеров федерального долга, пришедшегося на 1946 год, этот пик не сопровождался столь негативной ситуацией по другим параметрам, как это ожидается в 2020–2025 годах, причем в «нормальных условиях», не отягощенных даже экономическим кризисом. В таблице 2 приведены худшие в новой экономической истории США годы в плане ключевых параметров государственных финансов в сопоставлении с прогнозируемыми Административно-бюджетным управлением Белого дома параметрами на 2025 год, которые позволяют оценить масштаб проблем, нарастающих в этой сфере американской экономики.

**Таблица 2. Сопоставление худших показателей ключевых параметров состояния системы федеральных финансов США в отдельные годы с прогнозом Административно-бюджетного управления на 2025 год<sup>110</sup>**

	Дефицит бюджета, % ВВП	Федеральный долг, % ВВП	Доля обслуживания долга в расходах бюджета	Выплаты по долгу относительно ВВП, %	Доходность 10-летних казначейских нот, % годовых
1943	29,6	77,3	1,9	0,75	-
1946	7,0	118,9	7,4	1,8	-
1981	2,5	31,7	10,1	2,14	13,9

<sup>110</sup> Составлено по данным из следующих источников: The President's Budget for Fiscal Year 2016. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget>; Table 6.1—COMPOSITION OF OUTLAYS: 1940–2020. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>; Table 7.1—FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2020. Historical Tables. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>; Table 1.2—SUMMARY OF RECEIPTS, OUTLAYS, AND SURPLUSES OR DEFICITS (–) AS PERCENTAGES OF GDP: 1930–2020. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>; Federal Outlays: Interest as Percent of Gross Domestic Product. FRED Economic Data. St. Louis Fed. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/EYQIGDA188S>; Analytical Perspectives, Budget of the United States Government, Fiscal Year 2016. P. 32. The White House. Office of Management and Budget. URL: [https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Analytical\\_Perspectives](https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Analytical_Perspectives); 10-Year Treasury Constant Maturity Rate. FRED Economic Data. St. Louis Fed. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DGS10>.

1991	4,4	58,9	14,7	3,15	7,86
1996	1,3	64,9	15,4	2,98	6,44
2025	4,1	93,4	13,5	2,7	4,5

В соответствии с текущими ожиданиями Белого дома, ни один из ключевых параметров государственных финансов США к 2025 году не превысит худших величин, зафиксированных в XX веке, однако большинство этих параметров близки к критическим уровням (размер госдолга, доля выплачиваемых процентов в бюджетных расходах, размер этих выплат относительно ВВП), а другие также достаточно высоки. Но наибольшую угрозу представляют не уровни отдельных индикаторов, а их комбинация, которую можно назвать беспрецедентно угрожающей. Ни в один из худших годов в истории США не было столь сложной ситуации по всем направлениям одновременно – критически высокие уровни госдолга и бюджетного дефицита в 1940-х годах, например, не сопровождалась столь же высокими расходами на его обслуживание. В трудные для государственных финансов периоды начала 1980-х или 1990-х годов, напротив, была чрезвычайно высока доходность государственных облигаций и относительный размер выплат по обслуживанию госдолга, но сам его размер находился на умеренных уровнях при столь же умеренном дефиците бюджета.

Ситуация же, ожидаемая Административно-бюджетным управлением к 2025 году, причем на фоне бескризисного развития (ни в одном году в период 2016–2025 гг. не ожидается отрицательный рост ВВП, а минимальные значения роста составляют в этом прогнозе 2,3%<sup>111</sup>) характеризуется как тяжелая или близкая к критической по всему без исключения спектру рассмотренных параметров. Прогнозируется средний уровень

<sup>111</sup> Analytical Perspectives, Budget of the United States Government, Fiscal Year 2016. P.12. The White House. Office of Management and Budget. URL: [https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Analytical\\_Perspectives](https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Analytical_Perspectives).

доходности государственных облигаций, высокий уровень дефицита бюджета, очень высокий уровень выплат по долгу относительно ВВП и близкие к историческим максимумам показатели относительного размера федерального долга и доли расходов на обслуживание госдолга в расходах бюджета. Такой неблагоприятной комбинации факторов в истории государственных финансов США в обозримой ретроспективе просто не было.

При этом существует очень высокая вероятность того, что базовый сценарий, предполагающий данные параметры в перспективе до 2025 года, не будет реализован в силу ряда препятствий, в первую очередь в части экономического роста. Заложенные в прогноз параметры экономического роста в интервале 2,3–3% в период 2015–2025 годов абсолютно нереальны, так как за последние сто лет, в том числе в более благоприятные для экономики США периоды, не было ни одного десятилетия, в котором темпы роста американской экономики постоянно находились бы на уровне 2,3% и выше. Более того, был только один отрезок времени длительностью десять и более лет (с 1992 по 2007 г.), в котором не фиксировалась рецессия. Учитывая сегодняшние экономические реалии, прогнозирование беспрецедентно благоприятного периода десятилетнего экономического роста высокими темпами представляется по меньшей мере неуместным.

Учитывая высокую вероятность эскалации финансового кризиса или, как минимум, рецессии в американской экономике, можно прогнозировать существенное ухудшение рассмотренных параметров бюджетного дефицита и государственного долга. Причем в случае реализации даже нейтрального сценария развития экономики США в предстоящие десять лет, включающего два-три года роста, близкого к нулевому (т.е. обычной для таких отрезков ситуации) средние темпы роста составят не 2,5%, как в прогнозе Административно-бюджетного управ-

ления, а порядка 1,8–2%, то есть совокупный прирост ВВП за десятилетний период будет меньше на треть. Это значит, что к 2025 году его размер в текущих долларах будет не 28,1 трлн долл. (что предусматривается данным прогнозом), а около 24 трлн. В этом случае прогнозируемый сегодня размер федерального долга на уровне 26,2 трлн долл.<sup>112</sup> будет означать относительный его объем в 109% ВВП, а не в 93%, как в текущем прогнозе.

При этом также надо учитывать, что рецессии требуют увеличения бюджетных расходов и дефицита, что имеет своим следствием более интенсивное наращивание государственного долга. Поэтому замедление роста ВВП будет сопровождаться ускорением роста госдолга и, как следствие – быстрым увеличением относительных показателей задолженности. При негативном сценарии, включающем возникновение нового финансового кризиса и реализацию масштабных программ помощи экономике, ухудшение показателей состояния государственных финансов может принять обвальный характер.

В этой ситуации возникнет комбинация факторов, способная привести к дестабилизации государственных финансов США, которую можно охарактеризовать как критическую и имеющую разрушительные последствия как для американской, так и для мировой экономики. Основным фактором, который станет непосредственным драйвером дестабилизации финансовой системы, на наш взгляд, является утрата доверия инвесторов к долговым обязательствам США с последующей их распродажей, возможно, в паническом режиме. В настоящее время доверие инвесторов является фактически единственным, помимо неадекватных кредитных рейтингов, фактором поддержки рынка долговых бумаг США. Однако ресурс этого доверия ограничен, и уже в настоящее время близок к исчерпанию, о чем сви-

---

<sup>112</sup> Analytical Perspectives, Budget of the United States Government, Fiscal Year 2016. P. 34. The White House. Office of Management and Budget. URL: [https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Analytical\\_Perspectives](https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Analytical_Perspectives).

детельствуют рассмотренные выше тенденции стабилизации и сокращения вложений в данные бумаги ключевых инвесторов – иностранных государственных институтов – наблюдающиеся на фоне увеличения размеров долга.

Фундаментальным же фактором, который может спровоцировать утрату доверия инвесторов и их выход из казначейских долговых обязательств, может стать резкое ухудшение рассмотренных параметров состояния федеральной финансовой системы вследствие экономических проблем. Отправной точкой ухудшения этих параметров с высокой вероятностью станет повышение доходности казначейских бумаг и рост на этой основе стоимости обслуживания государственного долга. В отличие от прошлых периодов осложнения ситуации с государственными финансами, в настоящее время у ФРС нет возможности снизить рыночную доходность казначейских бумаг, понижая ставку, которая уже находится на нуле. Более того, риторика ФРС 2013–2014 годов содержит тезис о скором повышении ставки и даже произведено первое повышение ставки в декабре 2015 года. Однако даже в случае, если эта риторика так и останется исключительно «уговорами рынка» и ставка не будет существенно повышаться, на наш взгляд, доходность казначейских обязательств будет расти.

Основания для такого предположения строятся на нескольких посылах. Во-первых, тенденции инвестирования в государственные долговые бумаги США, рассмотренные в предыдущих разделах, демонстрируют сокращение доли и объемов у крупнейших держателей, в первую очередь у зарубежных государственных институтов. Во-вторых, низкие ставки доходности в течение последних лет во многом поддерживались программой количественного смягчения, в рамках которой ФРС выкупала эти бумаги у участников рынка, то есть оказывала очень сильное влияние на конъюнктуру рынка, поддерживая высокие цены. После сворачивания этой программы такой поддержки у

рынка казначейских обязательств нет, и это отражается на их доходности, повышая ее, и будет отражаться впредь. В-третьих, в последние годы рыночная динамика котировок казначейских обязательств демонстрирует утрату взаимосвязи с ключевыми факторами, которые традиционно определяли ее динамику – ставками ФРС и курсом доллара (рис. 2), что, по нашему мнению, свидетельствует о снижении их инвестиционной привлекательности.



Рисунок 2. Сравнительная динамика рыночной доходности 10-летних казначейских обязательств со ставкой ФРС и курсом доллара к евро

Как отмечалось выше, традиционным фактором рыночной доходности казначейских облигаций США являлась ставка ФРС, однако ее влияние практически исчезло после обнуления ставки в декабре 2008 года, что наглядно прослеживается при сопоставлении графиков ставки по федеральным фондам и доходности 10-летних нот. Если в 2007 году эти ставки двигались синхронно, то после 2009 года доходность казначейских обяза-

тельность демонстрировала сильную волатильность при неизменной ставке ФРС. Данная наглядная закономерность подтверждается и значениями коэффициента корреляции для периодов до обнуления ставки и после – в период с января 2007 года по март 2009 года коэффициент корреляции между ставкой ФРС и рыночной доходностью указанных казначейских обязательств составлял 0,90, а в период с апреля 2009 года по октябрь 2015 года он снизился до 0,22. То есть влияние процентной ставки ФРС на рыночную доходность американского госдолга практически исчезло.

Другим важным фактором этой доходности до последнего времени оставался курс доллара. Взаимосвязь курса доллара и доходности американских облигаций также достаточно четко прослеживается в графиках последних лет. Эта взаимосвязь во многом объясняется растущей привлекательностью финансового актива вследствие укрепления курса валюты его деноминации, так как в этом случае инвестор получает не только процентный доход, но и курсовой. Как следствие, рост курса доллара означал рост цены облигаций и снижение их доходности, и наоборот. То есть после утраты ориентира в виде ставки ФРС рынок стал больше учитывать курс доллара в процессе ценообразования казначейских обязательств, и этот курс стал в некотором смысле ориентиром для инвесторов и существенным фактором доходности американского госдолга и, как следствие – стоимости его обслуживания.

Однако в конце 2014 года и этот ориентир утратил свое значение – сильное укрепление доллара, начавшееся в мае 2014 года, и длящееся по настоящее время (до начала 2016 г.), не привело к пропорциональному снижению доходности облигаций, более того, с декабря 2014 года эта доходность стала расти на фоне продолжающегося укрепления доллара. Так же, как и в случае со ставкой ФРС, эта утрата взаимосвязи отразилась в падении коэффициента корреляции, который в период с апреля

2009 года по октябрь 2014 года составлял 0,58, а с ноября 2014 года по октябрь 2015 года – лишь 0,29.

Утрата курсового фактора ценообразования американских облигаций в указанный период, на наш взгляд, связана с несколькими факторами, которые привели к разбалансированию рынка и нивелированию ранее работавших ориентиров для цен и доходности казначейских обязательств. Основным из этих факторов можно назвать прекращение программы количественного смягчения, то есть уход с рынка крупнейшего покупателя федеральных долговых бумаг – ФРС. Именно с окончанием программы выкупа активов на рынке в октябре 2014 года совпало по времени начало расхождения курса доллара и доходности казначейских обязательств. Другим фактором повышения доходности этих бумаг в указанный период, даже несмотря на рост курса доллара, стали, по нашему мнению, вынужденные их продажи рядом развивающихся стран – экспортеров сырья, которые проводились для реализации различных программ поддержки экономики в условиях падения цен сырья, главным образом – для поддержки курсов национальных валют интервенциями. Высвобождение средств из резервов для этих целей требовало продажи ценных бумаг, хранящихся в этих резервах, а поскольку большая часть резервов мира приходится на долларовые активы, включая казначейские обязательства, то продажа этих активов для получения наличной валюты обусловила давление на их цены и стала фактором повышения доходности. По данным МВФ, со II квартала 2014 года, ставшего последним перед падением нефтяных цен, по I квартал 2015 года объем резервов развивающихся стран уменьшился на 551 млрд долл., или на 7%<sup>113</sup>. Данные федерального Казначейства США также демонстрируют сокращение объема обязательств у иностранных государственных держателей, которое началось осе-

---

<sup>113</sup> Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>.

нию 2014 года вслед за падением нефтяных цен. Если в августе общий объем средств у таких держателей составлял 4157 млрд долл.<sup>114</sup>, то в последующие месяцы этот показатель снижался, достигнув 4086 млрд в феврале 2015 года, после которого вновь начался рост, однако вплоть до августа 2015 года он оставался примерно на том же уровне, что и год назад.

Наконец, еще одним важным фактором разнонаправленного движения курса доллара и доходности долговых бумаг США стала политика ФРС, реализуемая в течение 2015 года. Эта политика заключалась в попытке охладить перегретые рынки, не навредив макроэкономическим показателям посредством вербальных интервенций относительно повышения ставки, но без ее фактического повышения. Регулярные вбросы информации со стороны ФРС о скором повышении ставки без выполнения этих обещаний стали новым нетрадиционным инструментом монетарной политики, изобретенным американским регулятором. На наш взгляд, эти вербальные интервенции также оказали определенное воздействие как на курс доллара, который рос на ожидании повышения ставки, так и на доходность казначейских обязательств, которая также росла на этих заявлениях, поскольку повышение базовой ставки означает и последующее повышение всех остальных ставок долговых инструментов. В результате использования этого «инструмента» ФРС, среди прочего, нарушилась взаимосвязь курса доллара и доходности казначейских обязательств.

Рассмотренные факторы доходности американских государственных бумаг оказывают преимущественно понижательное влияние на их стоимость, то есть провоцируют рост доходности и, как следствие – увеличение расходов на обслуживание госдолга. При этом необходимо отметить еще одну очень показательную особенность текущей ситуации с доходностью каз-

---

<sup>114</sup> Major foreign holders of treasury securities (in billions of dollars), holdings at end of period. Treasury International Capital (TIC) System – Home Page. U.S. Department of the Treasury. URL: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>.

начейских обязательств. Эти бумаги традиционно выступали в роли «актива-убежища» (т.н. safe heaven, букв. – «тихая гавань») для инвесторов в кризисные периоды. Именно поэтому во время прошлого кризиса росли вложения в американский госдолг, резко снижалась его доходность, и на фоне растущего спроса на соответствующие ценные бумаги рос курс доллара, несмотря на то, что очагом кризиса были США и их финансовая система. То есть при падении фондовых или товарных рынков имел место рост рынка государственных облигаций, куда уходили средства инвесторов, и наоборот – при росте фондовых и товарных рынков цена облигаций падала, а доходность росла. В 2015 году ситуация изменилась (рис. 3 и 4).

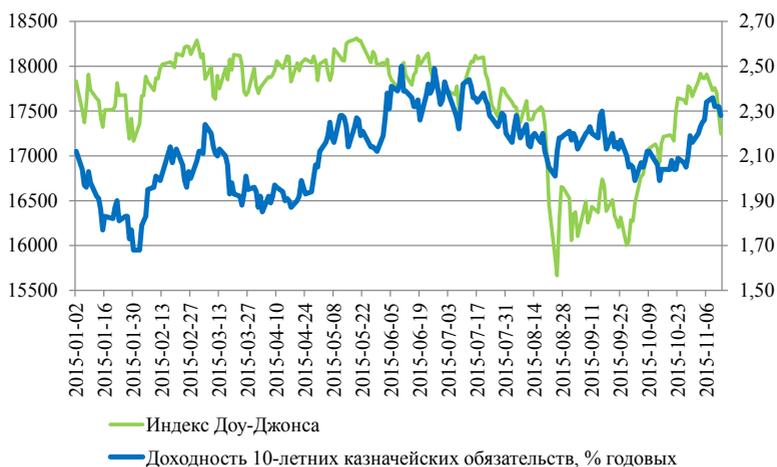


Рисунок 3. Сравнительная динамика индекса Dow Jones Industrial Average и доходности 10-летних казначейских обязательств в 2015 году<sup>115</sup>

<sup>115</sup> Рассчитано по данным ФБР Сент-Луиса: FRED Economic Data. St. Louis Fed. 10-Year Treasury Constant Maturity Rate, Percent, Daily, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DGS10>; FRED Economic Data. St. Louis Fed. Dow Jones Industrial Average: URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DJIA>.



**Рисунок 4. Сравнительная динамика цены нефти сорта Brent и доходности 10-летних казначейских обязательств в 2015 году<sup>116</sup>**

В течение 2015 года наблюдалось размывание взаимосвязи между фондовым, товарным и долговым секторами мировых финансовых рынков. Так, в первой половине года поступательно и существенно росла доходность американских облигаций при том, что фондовый рынок США практически не демонстрировал роста. Динамика товарного рынка в части нефтяных котировок была больше коррелирована с доходностью облигаций в этот период. Во втором же полугодии расхождение траекторий облигаций с фондовым и товарным секторами усилилось. На фоне резкого обвала котировок акций в августе (индекс Доу-Джонса упал на 13%) и существенного снижения нефтяных цен в июле-августе почти на 50% доходность американских государственных бумаг снизилась очень незначитель-

<sup>116</sup> Рассчитано по данным ФБР Сент-Луиса: FRED Economic Data. St. Louis Fed. 10-Year Treasury Constant Maturity Rate, Percent, Daily, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DGS10>; FRED Economic Data. St. Louis Fed. Crude Oil Prices: Brent – Europe. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DCOILBRETEU>.

но – с 2,3 до 2,1%, то есть примерно на 10%. Во время предыдущей серьезной коррекции рынков в июле – сентябре 2011 года, когда индекс Доу-Джонса снижался примерно на 20%, доходность 10-летних обязательств упала почти в два раза – с 3,2 до 1,7%. Таким образом, в 2015 году реакция рынка американских долговых бумаг на ситуацию на смежных секторах была смазанной и несущественной, что, на наш взгляд, является признаком начала утраты этими бумагами статуса актива-убежища. Данный вывод подтверждается рассмотренными выше тенденциями, характеризующими проявления ключевых факторов доходности этих инструментов, а также значительно худшей ее динамикой в последние годы по сравнению с аналогичными инструментами развитых стран, имеющих, так же, как и США, максимальные кредитные рейтинги (рис. 5).

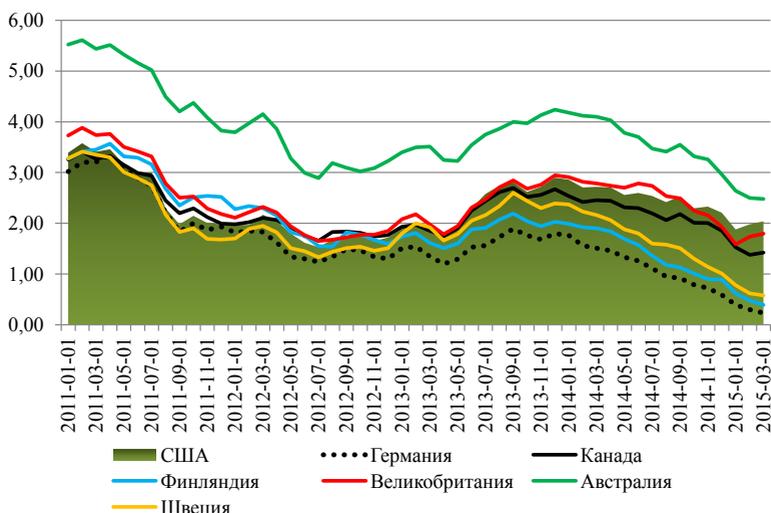


Рисунок 5. Сравнительная динамика доходности 10-летних государственных облигаций стран, имеющих максимальный суверенный кредитный рейтинг, в 2011–2015 годах<sup>117</sup>

<sup>117</sup> Рассчитано по данным ФБР Сент-Луиса: FRED Economic Data. St. Louis Fed. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2>.

Ретроспективный обзор динамики доходности казначейских обязательств США и их «конкурентов» из других развитых стран с кредитными рейтингами уровня AAA позволяет проследить постепенное расхождение траектории главного резервного актива мира с общерыночными тенденциями. В начале 2011 года шесть из семи рассматриваемых бумаг имели примерно одинаковую доходность порядка 3,5% годовых, за исключением Австралии, повышенная доходность по бумагам которой в тот момент объяснялась значительно более высокой ставкой центрального банка – 4,75%. В последующие годы доходность всех рассматриваемых бумаг менялась синхронно и в очень узком интервале. Ситуация начала меняться в 2013 году, когда наметился опережающий рост доходности американских бумаг, причем в ситуации, когда базовая ставка американского центрального банка была минимальной по сравнению с другими странами. Ставка Европейского центрального банка (Германия, Финляндия) в течение 2013 года составляла 0,75–0,5%, Банка Англии – 0,5%, шведского Риксбанка – 1%, Банка Канады – 1%, Резервного банка Австралии – 3–2,5%. При этом в 2013 году доходность американских казначейских обязательств была максимальной, уступая лишь австралийским облигациям (равную доходность также имели британские облигации).

Таким образом, к 2013 году уже фактически была утрачена взаимосвязь котировок казначейских бумаг США и базовых факторов их ценообразования – ставки центрального банка, суверенных кредитных рейтингов, ориентиров в виде аналогичных инструментов. Причем происходило это на фоне действовавшей в то время программы количественного смягчения и массивной покупки данных бумаг ФРС, что являлось сильной поддержкой их котировкам. После 2013 года расхождение траекторий доходности американских бумаг и «остального мира» еще больше усилилось, достигнув весной 2015 года уже очень значимых величин. В частности, к этому

моменту доходность казначейских бумаг (при почти нулевой ставке ФРС) практически сравнялась с доходностью австралийских облигаций (при 2,3-процентной ставке центрального банка Австралии). Доходность американских бумаг по итогам марта 2015 года (2,04%) превышала доходность облигаций Германии (0,23%) в девять раз, облигаций Финляндии (0,39%) – в 5,2 раза, облигаций Швеции (0,58%) – в 3,5 раза. К 2015 году доходность казначейских обязательств США уже прочно опережала аналогичные показатели облигаций Великобритании и Канады, при том, что в этих странах ставка центрального банка была заметно выше американской – 0,5%. Уровни доходности 2015 года в сравнении с их величинами 2011 года показывают, что американские бумаги менялись в цене меньше всего из рассмотренной выборки. Их доходность сократилась с 3,5 до 2% – в 1,7 раза, тогда как доходность германских бондов уменьшилась в 13 раз, финских – в 8,4 раза, шведских – в 5,7 раза. Даже коллеги США по англосаксонской экономической модели продемонстрировали большее снижение доходности – канадские облигации уменьшили ее в 2,3 раза, австралийские – в 2,2 раза, британские – в 2,1 раз.

Столь существенное превышение доходностью американских государственных обязательств соответствующих параметров облигаций других развитых стран с аналогичными кредитными рейтингами уже само по себе является свидетельством пониженного спроса на них, что отражается в ценовой премии за риск. Иными словами, облигации федерального казначейства США уже в настоящее время испытывают серьезный дефицит спроса, который эмитент вынужден компенсировать значительно более высокой доходностью, чем у аналогичных бумаг, имеющих такой же кредитный рейтинг. В свою очередь, повышенная доходность государственных облигаций уже становится фактором дополнительной нагрузки на федеральный бюджет, который в последние годы, включая 2015 финансовый

год<sup>118</sup>, не испытывал сложностей с обслуживанием госдолга в связи с низкой доходностью, установившейся после 2011 года.

Ситуация все большей «отвязки» доходности долговых обязательств США от всех основных факторов, ранее ограничивающих ее рост, и отражающая их постоянно снижающуюся инвестиционную привлекательность, создает предпосылки для обвала котировок данных инструментов, который может спровоцировать любой из множества триггеров – снижение курса доллара, действия ФРС по ставке, ухудшение макроэкономической ситуации в США или в системе государственных финансов. Наконец, поводом для падения этого рынка могут стать действия крупных держателей, в том числе, вызванные политическими разногласиями с эмитентом. В таких условиях нарастающая нестабильность рынка казначейских обязательств, проявляющаяся в их растущей доходности с высокой степенью вероятности будет усиливаться, так как факторов дальнейшего снижения спроса на эти бумаги достаточно много, тогда как факторов их роста практически нет. Соответственно, рост доходности облигаций практически неизбежен и так же неизбежно увеличение стоимости новых заимствований и рост стоимости обслуживания государственного долга США.

Рост этих параметров будет оказывать давление на расходную часть федерального бюджета, что в условиях замедления экономического роста выльется в увеличение дефицита бюджета и относительных параметров государственного долга. В этих условиях прогноз Административно-бюджетного управления по снижению относительного размера государственного долга с 2016 года представляется не реалистичным, гораздо вероятнее дальнейшее увеличение этого показателя. В свою очередь, наращивание относительных параметров государственного долга еще больше снизит качество долговых бумаг в глазах инвесторов и спрос на них, в том числе на междуна-

---

<sup>118</sup> Финансовый год в США заканчивается 30 сентября.

родных рынках. В этих условиях повысится вероятность возврата ФРС к скупке казначейских обязательств – как с целью собственно финансирования дефицита бюджета, так и для поддержания их цен и ограничения роста доходности.

Однако даже запуск новой программы количественного смягчения, по нашему мнению, не сможет изменить тенденцию снижения инвестиционной привлекательности американских долговых бумаг, так как инвесторы все более отчетливо осознают хрупкость пирамидальной конструкции федерального долга США. Манипулирование рыночными условиями со стороны ФРС может несколько оттянуть решение долгового кризиса, но не предотвратить его. Решение же этого кризиса неизбежно выльется в массивную распродажу американских долговых бумаг, падение их цены и взлет доходности. Как следствие, резко вырастут и ставки доходности на первичном рынке, то есть в разы увеличится стоимость привлекаемых денег и обслуживание новых долгов, что создаст новый виток бюджетных проблем из-за увеличения расходов на выплату процентов по долгу. В результате в финансовой системе США может пройти несколько витков спирали последовательного повышения доходности долговых инструментов, расходов по их обслуживанию, бюджетных расходов в целом и общего объема государственного долга. Завершением этой спирали станет радикальное решение проблемы долговой перегрузки США – реструктуризация долга с сопутствующими проблемами для финансовой системы и экономики страны, которые в настоящее время наблюдаются в «периферийных странах» еврозоны, либо на развивающихся рынках. Однако, в отличие от этих стран, последствия аналогичных проблем США для мировой финансово-экономической системы будут значительно более серьезными.

## **ГЛАВА 3. ВЛИЯНИЕ ДОЛГОВОЙ ПРОБЛЕМЫ США НА МИРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ: НАПРАВЛЕНИЯ, ЭТАПЫ, ПОТЕНЦИАЛ**

---

### **3.1. Монетарная политика ФРС как кризисообразующий фактор**

Дестабилизация системы государственных финансов США в период «Великой рецессии» имела ряд существенных последствий для сфер, оказывающих влияние на мировые финансовые рынки. К числу наиболее значимых из таких последствий можно отнести наращивание государственного долга, а также изменения в монетарной политике ФРС, которая в условиях этой дестабилизации и роста государственного долга корректировала приоритеты своей деятельности, дополнив традиционные сферы регулирования «опекой» рынка государственного долга. В результате монетарная политика ФРС по мере разрастания проблем в сфере государственных финансов и увеличения объемов программы количественного смягчения формировала все больше предпосылок возникновения нового кризиса наряду с увеличением масштаба исходных проблем. В настоящее время круг затрагиваемых политикой ФРС процессов мировой экономики чрезвычайно расширился. При этом можно отметить, что формирование американским центральным банком предпосылок глобальных финансовых кризисов имеет разноплановый характер – в их число входят и фундаментальные проблемы долгосрочного характера, и ситуационная рыночная турбулентность. На наш взгляд, наиболее существенными факторами генерирования мировых финансовых кризисов, ставшими результатом монетарной политики ФРС, являются следующие:

1. Переориентация инвестиционных потоков финансового сектора с реального сектора на спекуляции на финансовых рынках, возникшая в 1990-е годы в результате отказа от разделения инвестиционной и кредитной деятельности банков, и усилившаяся в ходе реализации монетарных стимулов в период после 2008 года.

2. Вовлечение основных экономических центров мира в гонку девальваций, валютные войны и порождение вала необеспеченной ликвидности в глобальном масштабе с соответствующими последствиями для финансовой стабильности.

3. Стимулирование наращивания долгов всеми группами заемщиков – от государств до домохозяйств – большинством регионов и экономик мира, происходившее за счет крайне низких процентных ставок долгового рынка, сложившихся вследствие программ монетарного стимулирования.

4. Стимулирование формирования и роста пузырей на большинстве секторов мирового финансового рынка.

5. Снижение товарных рынков из-за укрепления доллара, вызванного как риторикой ФРС об ужесточении монетарной политики, так и «гонкой девальваций» валют мира относительно доллара.

6. Утрата возможностей эффективного регулирования финансовых рынков после обнуления ставок и проведения масштабной программы количественного смягчения.

Некоторые из указанных факторов проявляются уже достаточно продолжительное время (в частности, фундаментальная проблема неверной ориентации инвестиционных потоков, возникшая после отмены закона Гласса-Стиголла в США), другие оформились совсем недавно. Однако действие всех этих факторов, продуцированных непосредственно ФРС или с ее активным участием, проявлялось в

ситуации, создавшейся на мировых рынках к рубежу 2015–2016 годов. А эта ситуация во многих отношениях может характеризоваться как кризисная или предкризисная.

Кризисная ситуация сложилась на большинстве сегментов товарного рынка. Падение цен 2013–2014 года (которое по некоторым товарным активам началось раньше) к концу 2015 года было сопоставимо с масштабами кризиса 2007–2009 годов (табл. 1).

**Таблица 1. Сравнительные параметры падения цен на некоторые виды сырья в 2014–2015 и 2008–2009 годах**

	2013–2015 гг.			2008–2009 гг.		
	Цена в январе 2013 г.	Цена в ноябре 2015 г.	Изменение, %	Цена в июне 2008 г.	Цена в январе 2009 г.	Изменение, %
Нефть Brent, долл./барр.	115,7	43,2	66	143,9	36,2	75
Золото, долл./унция	1 695	1 064	37	933,7	740	21
Медь, долл./фунт	3,753	2,002	47	3,918	1,376	65
Алюминий, долл./тонна	2 046	1 432	30	3 073	1 322	57
Пшеница (Лондон), фунты/тонна	214,5	98	54	158	87	45

При этом в секторах промышленных и драгоценных металлов падение цен, особенно с учетом пиковых уровней 2011–2012 годов, было иногда значительно более сильным (например, по золоту), или более глубоким – например, цены никеля в конце 2015 года опустились ниже минимумов прошлого кризиса.

Предкризисная ситуация, которую можно охарактеризовать таким образом, диагностируя сформированные пузыри, наблюдалась на фондовом и долговом рынках, а так-

же рынках ряда производных финансовых инструментов. Фондовые рынки развитых стран находились на уровнях, соответствующих состоянию пузырей по ключевому критерию соотношения рыночной капитализации и ВВП. В частности, фондовый рынок США по этому соотношению на основе акций, входящих в широкий индекс Wilshire 5000, в конце ноября измерялся капитализацией в размере более 120% ВВП<sup>119</sup>. Этот показатель находился на пиковом уровне в диапазоне между аналогичными максимумами 2000 года (150%), наблюдавшемся накануне так называемого «краха доткомов<sup>120</sup>», и 2007 года (111%), предшествовавшего прошлому кризису. Столь же переоцененными оставались и рынки многих других стран, причем во многих случаях интенсивный рост продолжался и в 2015 году, несмотря на высокую базу роста, ухудшение макроэкономических показателей и сворачивание программ монетарного стимулирования ФРС. Кроме того, в 2015 году также был отмечен бум на ряде развивающихся рынков (прежде всего, КНР), которые росли настолько интенсивно, что достигли уровней соотношения капитализации и ВВП, характерных для развитых рынков.

Пузыри стали итогом систематических усилий большинства центральных банков развитых стран по накачиванию финансового сектора дополнительной ликвидностью, а пионером и апологетом данной практики стала ФРС США со своей программой количественного смягчения, запущенной в декабре 2008 года. Подробный анализ этапов эволюции данной программы, продемонстрировавшей нетривиальные подходы к реализации задач стимулирующей монетарной политики, не является необходимым в контек-

---

<sup>119</sup> Where Are We with Market Valuations? Gurufocus.com: URL: <http://www.gurufocus.com/stock-market-valuations.php>.

<sup>120</sup> От англ. dotcom – сленговое обозначение интернет-компаний от расширения доменного адреса «.com».

сте оценки ситуации, сформировавшейся к началу 2016 года. Можно вкратце остановиться лишь на сути данной программы и состоянии финансовых рынков по ее итогам.

Политика количественного смягчения предполагала снабжение деньгами финансовой системы со стороны центральных банков, осуществляемое, как правило, в форме выкупа последними различных финансовых активов (например, государственных ценных бумаг) у банков, что должно было, по замыслу идеологов этой меры, высвободить связанные данными активами деньги и направить их в экономику, стимулируя как спрос, так и производство товаров и услуг.

Программа количественного смягчения ФРС (quantitative easing, QE) осуществлялась в период с декабря 2008 года по октябрь 2014 года. В рамках этой программы было осуществлено несколько т.н. «раундов», а также «операция «твист», общий объем предоставленной ликвидности со стороны ФРС составил около 3,7 трлн долл., что соответствует 25% ВВП США 2008 года (14,7 трлн долл.) – года начала программы. Выкупаемые ФРС у банков в рамках данной программы активы аккумулировались на балансе резервной системы.

Динамика объемов выкупленных в ходе нескольких раундов количественного смягчения активов ФРС США отражена на рисунке 1. На данной диаграмме представлены три основных вида выкупавшихся ФРС активов – государственные казначейские обязательства (U.S. Treasury Bills), долговые бумаги федеральных агентств (Federal agency debt securities) и ипотечные закладные (Mortgage-backed securities). Больше всего выкупалось, как видно из графика, казначейских обязательств, но и ипотечные бумаги также составляли весьма значительную часть выкупаемых активов.

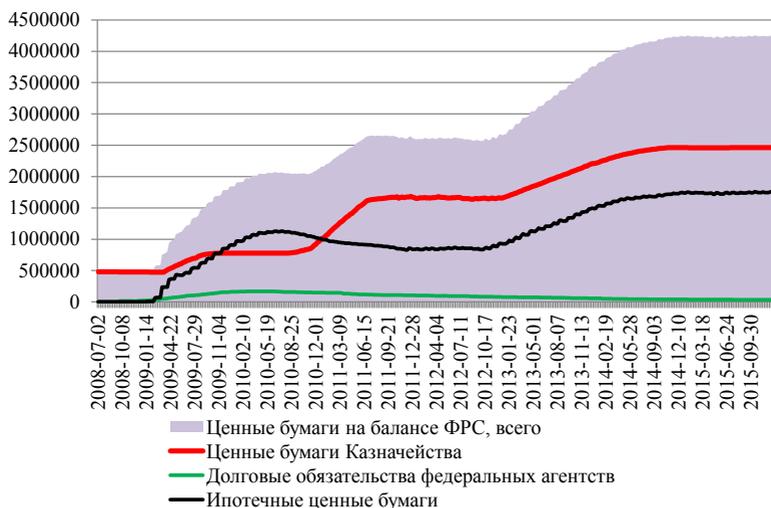


Рисунок 1. Динамика изменения объема ценных бумаг и их основных видов на балансе ФРС в период проведения количественного смягчения, млн долл.<sup>121</sup>

На приведенном графике также наглядно видны сроки «раундов» количественного смягчения. Первый раунд начался в декабре 2008 года и продолжался до марта 2010 года. За это время объем ценных бумаг на балансе ФРС увеличился в 4 раза – с 0,5 до 2 трлн долларов. Второй раунд длился с ноября 2010 года до июня 2011 года, в его рамках осуществлялся выкуп у банков ценных бумаг на 75 млрд ежемесячно, а по результатам этого раунда баланс ФРС увеличился до 2,6 трлн долл. ценных бумаг.

В промежутке между вторым и третьим раундами ФРС также провела так называемую «операцию твист», о которой было объявлено 21 сентября 2011 года. Эта операция пред-

<sup>121</sup> Рассчитано по данным ФРС США: Table 1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Federal Reserve Board's web site. URL: <http://www.federalreserve.gov>.

усматривала обмен (twist) долгосрочных казначейских бумаг на краткосрочные – ФРС выкупала у держателей бумаги со сроками до погашения от 6 до 30 лет в объеме 400 млрд долл. и продавала аналогичные инструменты со сроками до погашения менее 3 лет. Эта операция была попыткой предоставить держателям государственных бумаг ликвидность без увеличения баланса ФРС и фактического печатания денег, так как бумаги с коротким сроком погашения по мере их погашения обеспечивали бы поступление денег держателям.

13 сентября 2012 года было объявлено о третьем раунде количественного смягчения, который предусматривал ежемесячный выкуп ипотечных бумаг на 40 млрд долл. Этот этап плавно был модифицирован 12 декабря 2012 года путем дополнения выкупа ипотечных бумаг на 40 млрд скупкой еще и долгосрочных казначейских обязательств на 45 млрд в месяц. В сентябре 2013 года было принято решение о постепенном сокращении объема выкупаемых ценных бумаг и сворачивании программы количественного смягчения, которая была полностью прекращена 29 октября 2014 года.

Как видно из диаграмм рисунка 1, реализация данной программы довела объем ценных бумаг на балансе ФРС до 4,2 трлн долл., а общий объем средств, влитых ФРС в американскую финансовую систему за неполных шесть лет составил примерно 3,7 трлн долл. без учета средств по операции «твист» (примерно 0,5 трлн). С учетом операции «твист» общий объем предоставленной ликвидности составил около 4,2 млрд долл., что соответствует 24% ВВП США в год окончания программы количественного смягчения (17,4 трлн долл. в 2014 г).

Эффективность политики количественного смягчения как драйвера экономического роста оказалась весьма сомнительна – так, при интервенциях ФРС в банковскую систему в размере 3,7 трлн долл. рост номинального ВВП в 2008–2014 годах измерялся лишь 2,6 трлн долл. (17,348 трлн против 14,719

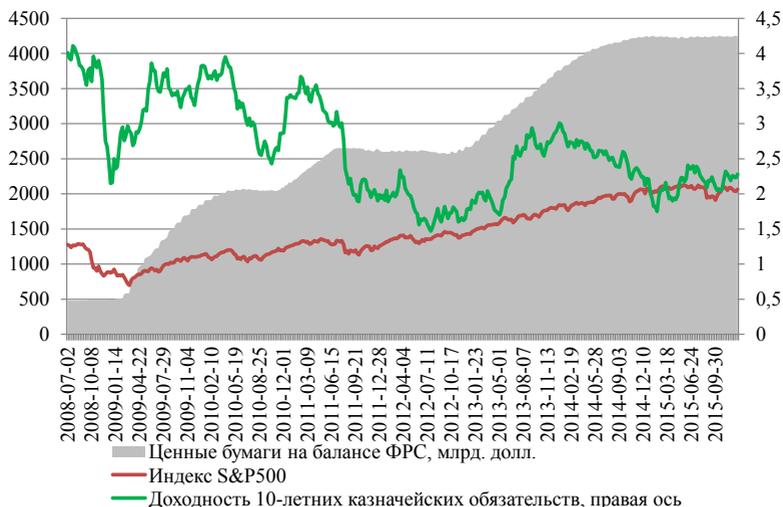
трлн<sup>122</sup>). Однако в контексте настоящего раздела влияние монетарной политики ФРС на реальный сектор и макроэкономические показатели США можно оставить за скобками, сосредоточившись на ее роли в разбалансировании финансовых рынков – как американских, так и мировых.

Широкомасштабное вливание денег ФРС в банковскую систему имело два наиболее явных последствия для ключевых сегментов финансового рынка США. Во-первых, начал уверенно расти фондовый рынок, так как значительная часть средств ФРС, предоставленная банкам, ушла в различных формах в операции с ценными бумагами – как непосредственно банками-получателями, так и их клиентами, а также самими эмитентами, начавшими практиковать в возрастающих масштабах т.н. «обратные выкупы» (buy back) своих акций с целью поддержки роста капитализации компаний – показателя, от которого во многих корпорациях зависит размер бонусов менеджмента. Во-вторых, выкуп ФРС у банков облигаций в огромных количествах означал рост рыночной цены данных инструментов и снижение их доходности, что было особенно кстати для инструментов государственного долга, резко увеличившегося в размерах в последние годы и требующего все большего объема средств на выплату процентов. Снижение же доходности казначейских обязательств за счет активной их скупки ФРС позволяло существенно сократить как их доходность, так и расходы на обслуживание растущего государственного долга.

Оба эти рынка – и фондовый, и рынок государственных облигаций США – демонстрировали в течение 2009–2014 годов, в период действия программы количественно смягчения, значительную корреляцию с объемами выкупаемых ФРС у банков активов (рис. 2).

---

<sup>122</sup> По данным ФРС: Gross Domestic Product, Billions of Dollars. Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GDP>.



**Рисунок 2. Сравнительная динамика объемов ценных бумаг на балансе ФРС, доходности государственных облигаций и фондового индекса Standard & Poor's 500<sup>123</sup>**

Менее выраженным влияние было на рынке государственных облигаций, где наблюдалась заметная волатильность, однако тенденция снижения доходности после старта количественного смягчения все же имела место – так, доходность 10-летних обязательств с почти 4% годовых на момент начала программы сократилась до 2% к концу 2014 года. Большую зависимость от раундов количественного смягчения демонстрировал фондовый рынок США – за стартом каждого из трех раундов выкупа активов следовала волна роста фондовых индексов, который прекратился вскоре после окончания данной программы, весной 2015 года.

<sup>123</sup> Рассчитано по данным ФРС США: Table 1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Federal Reserve Board's web site. URL: <http://www.federalreserve.gov>; 10-Year Treasury Constant Maturity Rate. FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DGS10>; S&P 500®. FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/SP500>.

Таким образом, программа количественного смягчения ФРС стала мощнейшим фактором роста пузырей на фондовом рынке, причем не только за счет предоставления денег банковской системе, которые в больших объемах ушли в операции на данном рынке, но и за счет резкого падения стоимости займов, что привело к перетоку больших объемов ликвидности с денежного рынка на фондовый и иные «рисковые» сектора. Низкие ставки займов стимулировали рост кредитов под операции на фондовом рынке, которые в сложившихся условиях обеспечивали практически гарантированную высокую прибыль, так как намерения ФРС по продолжению и расширению QE означали твердую гарантию дальнейшего роста котировок акций в условиях крайне дешевых заемных средств для инвесторов в эти ценные бумаги.

Эта ситуация резко повысила инвестиционную привлекательность фондовых активов по сравнению с реальным сектором экономики, что нашло отражение в статистике инвестиций. В период действия программы количественного смягчения объем инвестиций в основной капитал в США увеличился крайне незначительно – с 3091 млрд долл. в 2008 году до 3359 млрд долл. в 2014 году<sup>124</sup>, причем в течение большей части этого периода (в 2009–2012 гг.) данный показатель оставался ниже уровня 2008 года, несмотря на то, что в период 2009–2012 годов в рамках QE ФРС предоставила ликвидность в объеме более 2 трлн долл. На фоне стагнации инвестиций в основной капитал разительным контрастом стало процветание фондового рынка США – суммарная рыночная капитализация американских компаний в период с 2008 по 2014 год выросла в 2,3 раза – с 11 590 до 26 331 млрд долл.<sup>125</sup>

---

<sup>124</sup> Gross Fixed Capital Formation in United States, Billions of Dollars. Federal Reserve Bank of Saint Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/USAGFCFADSMEI>.

<sup>125</sup> Market capitalization of listed domestic companies (current US\$). The World Bank Data. URL: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>.

Таким образом, монетарные стимулы оказали эффект не на инвестиции в экономику, которые оставались практически неизменными, а на рост финансовых рынков, активы которых и стали основным приложением выделяемых ФРС средств. Помимо фондового и долгового секторов, повышение котировок наблюдалось в период действия программы количественного смягчения и на других ключевых секторах, в частности, на товарном рынке. С 2009 по 2011–2012 годы росли цены на практически всех сегментах организованных товарных рынков – на промышленные и драгоценные металлы, сельскохозяйственную продукцию, энергоносители. Особенно бурный рост наблюдался в 2009–2011 годах, когда эффект монетарного стимулирования сочетался с фактором технической коррекции рынков после обвала 2008 года. В последующий период, с 2012 года на ряде сегментов товарного рынка наблюдался спад от пиковых уровней, однако вплоть до начала 2016 года и новой волны падения рынков в ходе уже нового кризиса котировки товарных активов оставались на более высоких уровнях, чем до начала QE в конце 2008 года. В период же «активной фазы» данной программы, которой можно считать период до середины 2013 года, когда тогдашний глава ФРС Б. Бернанке объявил о планах по ее сворачиванию, котировки даже на относительно угнетенных сегментах товарного рынка (металлы, некоторые виды сельскохозяйственной продукции) оставались на 30–50% выше уровней, наблюдавшихся на старте программы.

Нефтяной сегмент рынка также получил мощный стимул для роста от программы количественного смягчения, а его высокая ликвидность и инвестиционная привлекательность обусловили значительный уровень корреляции между объемами средств, выделяемых ФРС в рамках раундов QE, и движением котировок (рис. 3).

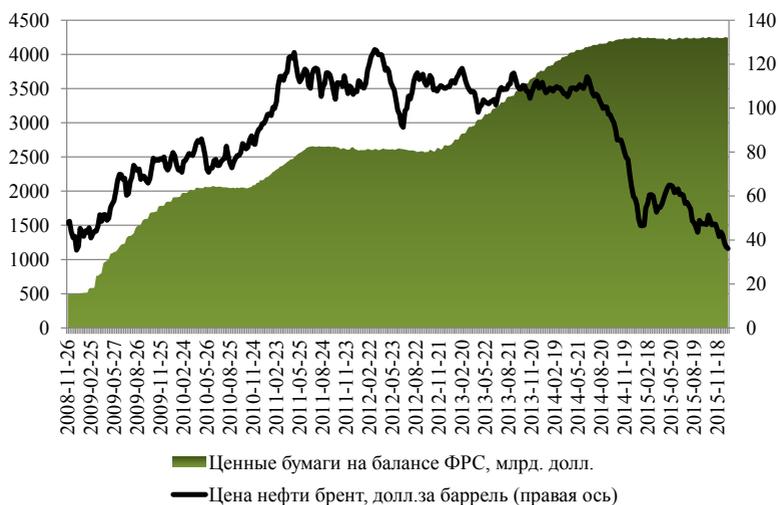


Рисунок 3. Сравнительная динамика цен на нефть и объема выкупленных ФРС активов в рамках программы количественного смягчения<sup>126</sup>

В отличие от большинства других товарных активов, нефть оставалась на высоких уровнях и после 2012 года, несмотря на увеличивающееся превышение предложения над спросом. На наш взгляд, эта ситуация также была следствием того, что нефтяные контракты являются ведущим сегментом биржевого товарного рынка и способны аккумулировать большой объем избыточной ликвидности, образовавшейся на мировых рынках вследствие реализации программы количественного смягчения. Однако завершение данной программы в конце 2014 года привело к прекращению притока средств в том числе на нефтяной рынок и цены, лишенные искусственной поддержки, начали быстро снижаться. В результате к началу 2015 года нефтяные

<sup>126</sup> Рассчитано по данным из следующих источников: Table 1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Federal Reserve Board's web site. URL: <http://www.federalreserve.gov>; Spot Prices for Crude Oil and Petroleum Products. U.S. Energy Information Administration. URL: [http://www.eia.gov/dnav/pet/pet\\_pri\\_spt\\_s1\\_d.htm](http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_d.htm).

цены пришли на те же уровни, на которые еще раньше вышли большинство других товарных активов – промышленные металлы, золото, пшеница и т.п. – уровни лета-осени 2008 года, то есть периода острой фазы прошлого кризиса. Дальнейшее падение нефтяных котировок, в результате которого в начале 2016 года они укрепились значительно ниже минимумов прошлого кризиса, было вызвано уже индивидуальными факторами нефтяного рынка, но падение во второй половине 2014 года, на наш взгляд, правомерно связывать именно с фактором сворачивания ФРС программы количественного смягчения, так как в результате нефтяные цены пришли к «общему знаменателю» с другими товарными активами.

Пузыри на товарном рынке, возникшие как результат монетарного стимулирования ФРС, с их последующим схлопыванием стали серьезнейшим фактором кризисных явлений в сырьевых экономиках – не только развивающихся, но и развитых. В свою очередь, сырьевые экономики и соответствующие сектора в развитых странах внесли вклад в замедление общемировой динамики экономического роста, а также стали источником проблем для смежных экономик и секторов, сократив потребление. В результате обвала нефтяных цен и продолжившегося в 2014 году снижения цен на другие товарные активы по итогам года ухудшился ряд ключевых показателей мировой торговли. Так, по данным UNCTAD в 2014 году (в котором только началось снижение цен, оказавшее наиболее сильное влияние на сырьевые экономики в 2015 г.) практически прекратился рост мирового экспорта, который измерялся всего 0,26%. При этом в большинстве стран, ориентированных на экспорт той или иной сырьевой продукции, отмечался значительный спад этого показателя. Так, по группе стран – экспортеров нефти спад составил 6,1%, по экспортерам сельскохозяйственной продукции – 4,9%, по экспортерам продукции горнодобывающей промышленности – 2,2%. Эти же группы стран в силу возникших проблем в

экономике из-за низких цен на сырье существенно сократили импорт – экспортеры нефти – на 3,2%, экспортеры сельхозпродукции – на 1,9%, экспортеры продукции горнодобывающей промышленности – на 6,4%. Фактор спада спроса со стороны сырьевых экономик обусловил и стагнацию импорта в мировом масштабе, который в 2014 году вырос на символические 0,25%<sup>127</sup>.

На фоне стагнации мировой торговли и экономического роста закономерно выглядит и низкий уровень инфляции, который для большинства центральных банков мира являлся приоритетом монетарной политики и целевым индикатором, и повышение которого должно было стать свидетельством успешности практики количественного смягчения. Рост цен означал бы оживление спроса, деловой активности, производства товаров и услуг. Однако ни в одной из ведущих экономик, проводивших политику количественного смягчения (прекращение которой увязывалось регуляторами с достижением целевых уровней инфляции) цели по инфляции не были достигнуты, несмотря на гигантские объемы вкачиваемых на протяжении нескольких лет в банковские системы средств. В большинстве случаев это давало поводы для все новых раундов количественного смягчения, за исключением США, где QE было свернуто, несмотря на то, что целевой уровень инфляции в 2% так и не был достигнут.

Таким образом, практика количественного смягчения породила своеобразный макроэкономический парадокс – резкое увеличение денежной массы не привело к росту инфляции, не оказав сколь-нибудь существенного влияния на тенденцию замедления роста цен на фоне подавленного роста. Данная ситуация резко выбивается из традиционной взаимосвязи компонентов денежной массы и инфляции, наблюдавшейся в США в прошлые периоды (рис. 4).

---

<sup>127</sup> Merchandise: Total trade growth rates, annual, 1950-2014. UNCTADStat. URL:<http://unctadstat.unctad.org/wds/TableView/tableView.aspx>

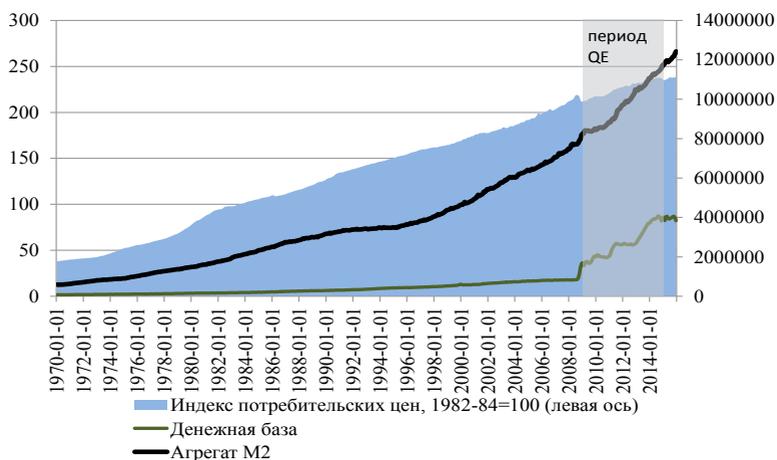


Рисунок 4. Сравнительная динамика индекса потребительских цен США и основных компонентов денежной массы, млн долл.<sup>128</sup>

В период реализации программы количественного смягчения, с декабря 2008 по октябрь 2014 года, объем основных агрегатов денежной массы рос значительно быстрее, чем в предыдущие годы, особенно в части денежной базы, на объеме которой отразился выкуп активов ФРС в рамках данной программы. При этом индекс потребительских цен сохранялся в русле долгосрочной тенденции, и даже несколько замедлил рост. Это противоречие можно, по нашему мнению, объяснить изменившейся системой финансовых потоков и их взаимосвязей в рамках ориентированной на рыночные спекуляции экономической модели, сформировавшейся после отмены разделения инвестиционной и кредитной деятельности банков.

В рамках этой модели канал перетока финансовых средств из банковской системы в экономику сильно сузился вследствие

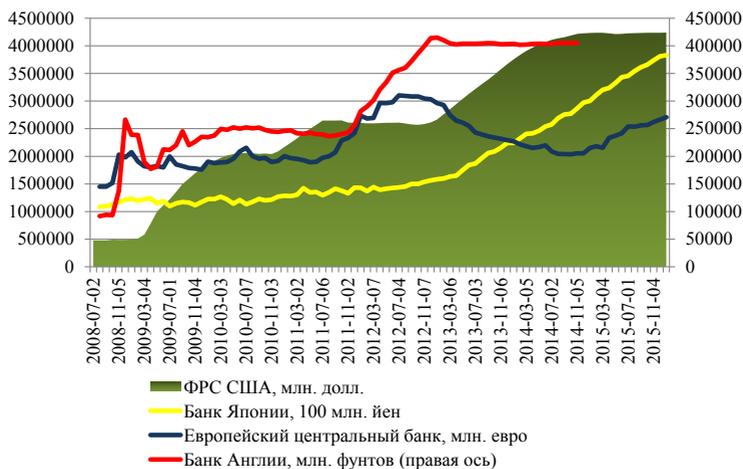
<sup>128</sup> Рассчитано по данным из следующих источников: M2 Money Stock. Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/M2NS>; Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items. Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/CPIAUCSL>; Monetary Base; Total. Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/BOGMBASE>.

переноса акцента деятельности банков с кредитования на операции с активами финансовых рынков. Как следствие, выделяемые центральными банками мира (в т.ч. ФРС) средства не доходят до реального и потребительского секторов экономики, концентрируясь на сфере инвестиционных операций. В результате традиционная инфляция, будь то индекс потребительских цен, или индекс цен производителей, стагнировала вблизи нулевых значений на протяжении нескольких лет, несмотря на резкий рост денежной массы, поскольку дополнительная ликвидность была направлена в сферу организованных рынков, где и происходила «инфляция фиктивного капитала», выражавшаяся в росте до неадекватных значений цен акций, товарных контрактов, долговых инструментов как государственного, так и корпоративного секторов.

Таким образом, монетарная политика ФРС вкупе с особенностями современной финансовой архитектуры создала макроэкономический парадокс минимизации инфляции при растущей денежной массе за счет канализации дополнительных ее объемов в сектор спекулятивных финансовых операций. Помимо нового явления в практике современной макроэкономики, данная ситуация констатировала изначально неверный посыл проведения количественного смягчения, которое не может быть успешным в условиях приоритетности для банков инвестиционно-спекулятивных операций, а не кредитования реального сектора. Кроме того, опыт количественного смягчения показывает, что целевые уровни инфляции (как и в целом использование инфляционного таргетирования) неэффективны при реализации монетарной политики в условиях сложившейся финансовой архитектуры. А это, в свою очередь, означает, что центральные банки развитых стран могут практически до бесконечности вливать средства в банковские системы своих стран, не получая

на выходе искомый рост инфляции, так как эти средства просто не идут по назначению, оседая на финансовых рынках.

Между тем, уже сделанные в рамках различных подвидов количественного смягчения вливания со стороны ведущих центральных банков «развитого мира» исчисляются колоссальными суммами. Центральные банки еврозоны, Японии и Великобритании приступили к своим программам – аналогам американской QE несколько позже ФРС, но также успели очень существенно обременить свои балансы выкупленными активами (рис. 5). Во втором полугодии 2011 года к сходным с количественным смягчением программам вслед за ФРС приступили Европейский центральный банк и Банк Англии, а с середины 2013 года масштабный выкуп начал Банк Японии.

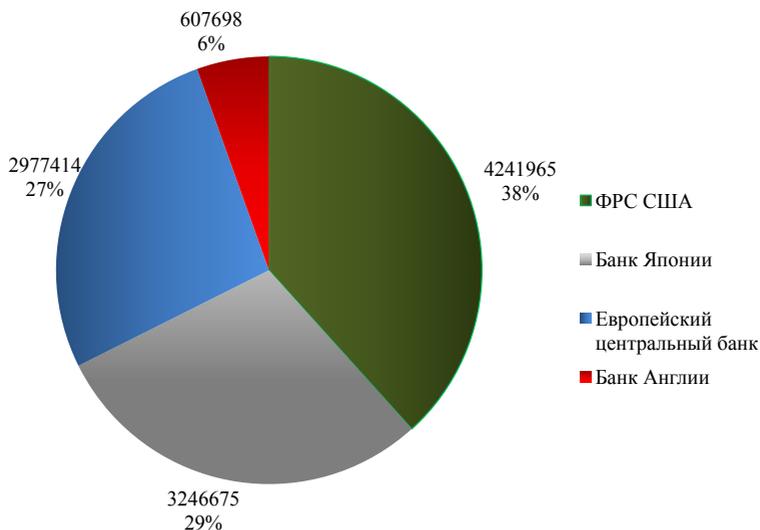


**Рисунок 5. Динамика увеличения балансов крупнейших центральных банков развитых стран в 2008–2015 годах<sup>129</sup>**

<sup>129</sup> Рассчитано по данным из следующих источников: Table 1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Federal Reserve Board's web site. URL: <http://www.federalreserve.gov>; Total Central Bank Assets for United Kingdom. Federal Reserve Bank of Saint Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/UKASSETS>; Bank of Japan: Total Assets for Japan. Federal Reserve Bank of Saint Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/JPNASSETS>; Central Bank Assets for Euro Area. Federal Reserve Bank of Saint Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/ECBASSETS>.

Деятельность ЕЦБ на этом направлении, представленная на графике рисунка 5, имеет определенную специфику – рост баланса этого банка в 2011–2012 годах обусловлен не программой монетарного стимулирования, а борьбой с долговым кризисом, в ходе которой ЕЦБ выкупал с рынка (фактически в рамках интервенций) государственные облигации проблемных в долговом отношении стран – Греции, Португалии, Италии, поддерживая финансовую стабильность европейских денежных рынков. Однако в октябре 2014 года и ЕЦБ стал осуществлять количественное смягчение в форме, аналогичной ФРС – выкупая у банков активы, а с марта 2015 года ЕЦБ вновь приступил к выкупу государственных облигаций в рамках программы предоставления банкам ликвидности.

В результате программ количественного смягчения центральных банков США, еврозоны, Японии и Великобритании их совокупный баланс к концу 2015 года составил около 11,1 трлн долл. (рис. 6). Эта величина соответствует 14% мирового ВВП за 2014 год, и 29% ВВП четырех рассмотренных экономик (38,3 трлн долл.). При этом, как отмечалось выше на примере США, эффективность монетарных вливаний была настолько невелика, что даже размер увеличения номинального ВВП США в период действия программы QE оказался меньше объема ликвидности, предоставленной ФРС банковскому сектору.



**Рисунок 6. Объемы и доли балансов ведущих центральных банков развитых экономик на конец 2015 года, млн долл.<sup>130</sup>**

Пример ФРС в проведении количественного смягчения и следование этому примеру другими центральными банками развитых стран, выразились не только в увеличении их балансов и разрастании пузырей на организованных рынках, но и в гонке девальваций, которую некоторые эксперты характеризовали как валютные войны, направленные на получение ценовых конкурентных преимуществ во внешней торговле. В последние годы, ознаменовавшиеся реализацией политики количественного смягчения, от присоединения к этой политике новых стран зависели также и валютные кур-

---

<sup>130</sup> Рассчитано по данным из следующих источников: Table 1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Federal Reserve Board's web site. URL: <http://www.federalreserve.gov>; Total Central Bank Assets for United Kingdom. Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/UKASSETS>; Bank of Japan: Total Assets for Japan. Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/JPNASSETS>; Central Bank Assets for Euro Area. Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/ECBASSETS>.

сы. Так, в течение первого года реализации QE в США, пока к аналогичной практике не обратились другие центральные банки, курс доллара быстро падал – в течение 2009 года относительно евро американская валюта подешевела почти на 20% – с 1,27 до 1,51 доллара за евро. В течение 2010–2014 годов при достаточно высокой волатильности соотношение доллара и евро не выходило за пределы коридора 1,2–1,4, однако после заявлений о реализации программ количественного смягчения со стороны ЕЦБ с одновременным сворачиванием QE ФРС со второго полугодия 2014 года началось падение евро, которое к началу 2015 года достигло 25% (с 1,4 до 1,05 доллара/евро). Второе полугодие 2014 года было ознаменовано не столько и не только падением евро, сколько укреплением доллара вследствие прекращения программы количественного смягчения.

Японская валюта также продемонстрировала обвал после начала крупномасштабного количественного смягчения Банком Японии – с начала 2013 года, в котором стартовала эта программа (значительно превысившая своими относительными показателями американский аналог), курс иены к доллару снизился примерно на треть – с 90 до 120 иен в 2015 году. Британский фунт, в отличие от евро и иены, практически не реагировал на программу количественного смягчения Банка Англии, его курс в 2012 году, на который пришелся пик наращивания баланса британским регулятором, менялся незначительно и стал заметно падать в том же втором полугодии 2014 года, когда было свернуто QE ФРС, началось укрепление доллара и падение сырьевых рынков. С лета 2014 года по начало 2016 года курс фунта стерлингов снизился на 17% – с 1,72 до 1,42 доллара за фунт.

Количественное смягчение и наступивший за ним период очень низких ставок денежного рынка – не только в США, но и в большинстве развитых экономик, последовавших приме-

ру ФРС, и начавших свои аналогичные программы, привели также к увеличению задолженности большинством основных секторов экономики. После недолгого перерыва, связанного с кризисом 2008–2009 годов, американская экономика вернулась на путь наращивания долгов (рис. 7). Долговая модель роста, по которой шло развитие американской экономики в 1990–2000-е годы, привела к чрезмерному долговому бремени в некоторых секторах и именно этот фактор, впервые проявившийся на ипотечном рынке США в 2007 году, активировал механизм глобального финансового кризиса.



**Рисунок 7. Динамика объема выпущенного долга основных секторов американской экономики, млрд долл.<sup>131</sup>**

После кризиса в ряде секторов американской экономики наблюдалось снижение долговой нагрузки, однако количественное смягчение с небольшим лагом вновь спровоцировало наращивание долга, в результате чего по итогам 2014

<sup>131</sup> Рассчитано по данным из следующего источника: Z1. Financial Accounts of the United States. Federal Reserve Statistical Release. Release Date: December 10, 2015. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/current>.

года совокупный долг всех секторов экономики США превысил 61 трлн долл. При этом, как видно из диаграммы рисунка, наибольший рост долгового бремени произошел на уровне федерального правительства, которое внесло основной вклад в прирост валового долга всех секторов и довело свою долю до рекордного за последние десятилетия уровня в 23,4% (для сравнения, в 1980 г. доля федерального долга составляла 16,7%, в 1990 г. – 19,1%, в 2000 г. – 14,3%, в 2007 году, накануне кризиса – 11,6%).

Другие компоненты долга США, приведенные на графиках рисунка 7, демонстрировали снижение в период 2008–2010 годов, после чего вновь начался рост и в некоторых случаях, так же, как и в компоненте федерального долга, были достигнуты новые максимумы. Однако, рассматривая эту динамику и, в частности, снижение объемов задолженности после кризиса, надо учитывать, что это снижение произошло не в силу оздоровления финансовой практики бизнеса и домохозяйств, уменьшивших объемы заимствований и увеличивших погашение долгов, а в большей мере по причине больших списаний плохих долгов, что отразилось в статистике в виде уменьшения объемов долга.

Объемы списаний в период как собственно кризиса в 2008–2009 годах, так и в последующие годы оставались весьма высокими, и не только в США, но и в других развитых экономиках. Например, в Великобритании рекордные объемы списаний долгов банкам наблюдались в IV квартале 2009 года (5,8 млрд фунтов) и во II квартале 2011 года (5,1 млрд)<sup>132</sup>. В США объемы списаний банками плохих долгов также резко увеличились с 2009 года, особенно сильными были списания по потребительским кредитам, задолженностям по кредитным картам, а также ипотеке. В период пи-

---

<sup>132</sup> Banks write off record level of corporate debts. Philip Aldrick, The Telegraph, 13 Nov 2011. URL: <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/8887631/Banks-write-off-record-level-of-corporate-debts.html>.

ковых списаний, пришедшийся на 2010 год, их квартальный уровень по наиболее проблемным видам займов – кредитным картам и потребительским кредитам – доходил до 10–11% и 6–7% соответственно.<sup>133</sup> Именно резким ростом списаний различных видов задолженности в период 2008–2012 годов и обусловлен отмеченный на рисунке 7 спад объемов долга ряда секторов американской экономики. Рост же федерального долга продолжался, так как списание долгов Казначейства США невозможно – такое событие означало бы дефолт либо реструктуризацию (что является, по сути эвфемизмом дефолта) – поэтому растущее бремя государственного долга было принято на себя ФРС, в том числе в рамках программы количественного смягчения, путем скупки прежде всего государственных облигаций и поддержки не только банковской системы, но и рынка государственного долга США.

Несмотря на масштабные списания долгов, в 2010–2012 годах начался новый виток роста задолженности домохозяйств, финансового и нефинансового секторов американской экономики. Этому способствовали крайне низкие ставки денежного рынка, сформировавшиеся к этому периоду под влиянием монетарного стимулирования. В частности, средневзвешенная ставка по всем ссудам всех банков США ко II кварталу 2012 года опустилась до исторического минимума и находилась на уровнях около 2,2% годовых в течение нескольких последующих лет.<sup>134</sup> Примерно на таком же уровне сформировалась и доходность 10-летних казначейских обязательств США – начиная со второго полугодия 2011 года она колебалась в пределах около 1,5–2,5%. Таким образом, фактор низких ставок вновь запустил механизм наращи-

---

<sup>133</sup> Charge-Off and Delinquency Rates on Loans and Leases at Commercial Banks. Charge-Off Rates, All Banks, NSA. Board of Governors of the Federal Reserve System. Economic Research & Data. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/chargeoff/chgallnsa.htm>.

<sup>134</sup> Weighted-Average Effective Loan Rate for All Commercial and Industry Loans, All Commercial Banks. Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/EEANQ>.

вания долгов всеми участниками финансового рынка США, надувая кредитные пузыри и создавая новые предпосылки для очередного кризиса.

В результате осуществления количественного смягчения ФРС на глобальных рынках сформировался целый комплекс взаимодополняющих проблем, сделавший практически неизбежным возникновение нового крупномасштабного финансового кризиса. Основными компонентами этого проблемного узла стали:

1. Пузыри на фондовых рынках, выражающиеся в чрезмерных значениях как абсолютных показателей капитализации, так и ряда коэффициентов, соотносящих капитализацию с фундаментальными экономическими показателями, и создающие угрозу биржевых крахов.

2. Экстремальные значения государственного долга в развитых странах и некоторых крупных развивающихся экономиках, ставящие под угрозу рынки государственных долговых обязательств в условиях повышения ставок и стоимости обслуживания госдолга.

3. Чрезмерный уровень задолженности корпоративного сектора и домохозяйств, особенно на отдельных сегментах (например, студенческий долг в США или перекредитованность сланцевой нефтедобычи), угрожающий стабильности банковской системы, кредитовавшей проблемные сферы.

4. Отсутствие адекватного характеру и масштабу проблем инструментария регулирования у центральных банков, вызванное обнулением процентных ставок (а в некоторых случаях – их отрицательными значениями) и перегруженностью балансов активами, выкупленными ранее в рамках программ количественного смягчения.

5. Падение товарных рынков, создавшее широкий комплекс проблем – от экономического спада в сырьевых экономиках, негативно влияющего на мировой рост, до разба-

лансирования ситуации в банковском секторе и на смежных секторах мировых финансовых рынков.

Данный комплекс проблем опасен не только тем, что каждая из них в отдельности способна спровоцировать мировой финансовый кризис, но и их тесной взаимосвязью, обусловленной общими для всех секторов и сегментов финансовых рынков каналами перетока ликвидности. Это значит, что обострение ситуации на любом из указанных направлений с высокой степенью вероятности приведет к эскалации проблем в смежных сферах, что выльется в быстрое разрастание кризиса по всему спектру финансовых рынков с его переходом на банковский сектор и в нефинансовый бизнес.

Последствия завершения количественного смягчения, ставшего в некоторый момент процессом без «положительной суммы», когда как его продолжение, так и прекращение имели бы негативные результаты, проявились в 2014–2015 годах в падении товарных рынков и некоторых других сферах. Однако ФРС не могла ограничиться только прекращением QE, логика смены курса монетарной политики требовала также и повышения ставок – хотя бы для того, чтобы инструмент ставок вновь вернулся в арсенал регулирования. Первое повышение ставок в декабре 2015 года также добавило негатива на мировые финансовые рынки, ранее оказавшиеся под ударом из-за сворачивания количественного смягчения. Таким образом, ФРС продолжала выступать в роли дестабилизирующего мировые рынки фактора.

Одним из каналов трансляции негативного влияния ФРС стал рост курса доллара вследствие ужесточения монетарной политики, который происходил начиная со второго полугодия 2014 года, после прекращения QE, и во многом обуславливал падение цен на товарных рынках (рис. 8).

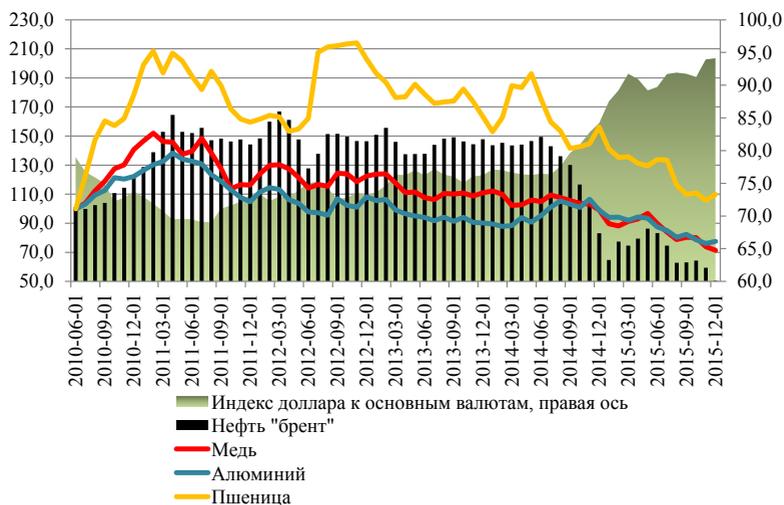


Рисунок 8. Взаимосвязь курса доллара США и динамики цен некоторых товаров на мировом рынке<sup>135</sup>

В период после завершения количественного смягчения цены на ряд товаров опустились практически на ту же величину, на которую вырос доллар, в котором деноминированы эти цены. Индекс доллара США к основным валютам в период с июля 2014 года по декабрь 2015 года вырос на 23%. В этот же период мировые цены на пшеницу снизились на 31%, на медь – на 23%, на алюминий – на 35%, то есть снижение значительной части товарных активов носило технический характер и было в большей мере реакцией на рост курса доллара. Исключением из этого ряда стала цена нефти, упавшая за указанный период на 65%, но в данном случае

<sup>135</sup> Рассчитано по данным МВФ, агрегированным на сайте ФРБ Сент-Луиса: Global price of Brent Crude. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/POILBREUSD>; Global price of Copper. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/PCOPPUUSD>; Global price of Wheat. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/PWHEAMTUSD>; Global price of Aluminum. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/PALUMUSD>; а также данным ФРБ Сент-Луиса: Trade Weighted U.S. Dollar Index: Major Currencies. Federal Reserve Bank of Saint Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DTWEXM>.

есть два фактора специфики нефтяных котировок – их длительная стабильность в предыдущий период, когда цены на другие товары уже корректировались вниз, и ряд сильных специфических факторов нефтяного рынка, проявившихся в это время – снятие санкций с Ирана, замедление экономики Китая, отмена запрета на экспорт нефти в США и пр.

Первый фактор также имеет отношение к ситуации в монетарной сфере, поэтому можно уделить ему дополнительное внимание. Стабильность нефтяных цен наблюдалась в период с 2011 по середину 2014 года, когда они колебались в узком коридоре 95–125 долл. с небольшими отклонениями от среднего уровня в 110 долл. В этот же период происходило поступательное, но достаточно заметное укрепление доллара США – по индексу к основным валютам оно составило около 15%. В отличие от нефти, практически не реагировавшей на рост доллара, другие товары в это время постепенно теряли в цене, то есть происходила корректировка цен с учетом курса валюты деноминации товарных контрактов – пшеница снизилась в цене в этот период на 10%, алюминий – на 39%, медь – на 32%. Конечно, величина снижения цен на разные группы товаров определялась не только курсом доллара, но и спецификой тех или иных товарных рынков, однако и курсовая составляющая в ценовых тенденциях также имела место.

В свою очередь, курсовой фактор ценообразования мировых товарных рынков в значительной степени является следствием монетарной политики ФРС. Резкое укрепление курса доллара со второго полугодия 2014 года стало следствием ужесточения этой политики – вследствие уменьшения объемов, а затем – завершения программы количественного смягчения, что обусловило рост доллара в 2014 году, а после этого, в 2015 году новый виток роста стал следствием курса на повышение ставок ФРС. Укрепление доллара, сыгравшее определенную роль в падении товарных рынков, вызвало

цепь негативных последствий, которые стали катализатором первой фазы нового глобального финансового кризиса. К числу этих последствий можно отнести следующие:

- спад в сырьевых экономиках, ограничивший мировую торговлю и замедливший глобальный экономический рост;
- спад в сырьевых секторах развитых стран, негативно отразившийся на макроэкономических показателях, фондовых рынках и банковской системе данных экономик;
- падение развивающихся фондовых рынков;
- девальвации «сырьевых» валют с предвзвешенным исчерпанием резервов центральных банков в попытках удержать курсы интервенциями и выводом для этого значительных средств из государственных ценных бумаг США, что оказало негативное влияние на рынок американского госдолга.

Таким образом, монетарная политика ФРС на протяжении последних лет выступала в качестве фактора формирования предпосылок глобального финансового кризиса – посредством неоправданно длительной реализации политики количественного смягчения, сформировавшей колоссальные дисбалансы на большинстве секторов мирового финансового рынка, а также реализации этих предпосылок в кризисном сценарии, начавшемся в конце 2014 года с падения товарных рынков после прекращения QE. Первая фаза кризиса, длившаяся с конца 2014 по конец 2015 года, характеризовалась падением товарных рынков, а после повышения ставок ФРС в декабре 2015 года началась вторая фаза, включающая в себя падение фондовых рынков и эффект от их падения, который будет проявляться в широком спектре последствий, включая перспективы обвала рынка государственных долговых обязательств США и спад мировой экономики.

### **3.2. Балансирование рынка государственных долговых обязательств США в условиях снижения спроса: влияние ФРС и государственного регулирования**

Финансовая система США является ключевым и системообразующим компонентом существующей архитектуры мировой финансовой системы, а ее базовым элементом, в свою очередь, выступают государственные финансы, прежде всего – государственные долговые обязательства. Соответственно, от устойчивости рынка государственного долга США зависит вся глобальная финансовая система, а дестабилизация этого рынка будет иметь самые серьезные, вплоть до разрушительных, последствия для мировой финансовой стабильности. Рассмотренные выше (п. 2.4) угрозы дестабилизации системы государственных финансов США являются следствием ее усиливающегося разбалансирования и постоянно повышают риск обвала рынка казначейских обязательств. Перспективы реализации такого сценария обуславливаются наличием ряда существенных факторов, способных вызвать резкое снижение спроса на данные обязательства, падение их цены, рост доходности, и резко обострить проблему обслуживания государственного долга и бюджетный процесс. Стагнация спроса на рынке государственного долга США по некоторым группам инвесторов началась в период 2011–2013 годов, и опасность этой тенденции, на наш взгляд, в полной мере осознается соответствующими американскими институтами. На наш взгляд ряд событий последних лет на американском и мировом финансовом рынках могут рассматриваться в контексте сохранения стабильности рынка государственных обязательств США, точнее, балансирования спроса на данные бумаги.

Ключевым вопросом стабильности рынка государственных обязательств является устойчивость спроса на данные инструменты, так как от постоянного спроса зависит возможность эмиссии новых порций государственного долга, покрывающего предыдущие выпуски. В свою очередь, спрос на казначейские обязательства США формируется несколькими основными группами инвесторов – как американских, так и зарубежных, который поддерживает не только объемы выпуска новых долговых обязательств, но и, что не менее важно для эмитента, стоимость их обслуживания, процентную ставку, которую приходится выплачивать держателям данных обязательств. В свою очередь, спрос со стороны инвесторов в государственный долг США обуславливается рядом факторов – как общих (например, ситуацией на мировых финансовых рынках в контексте т.н. «риск-аппетита»), так и специфических для различных групп инвесторов.

Таким образом, стабильность рынка казначейских обязательств США и, как следствие – всей мировой финансовой системы, в конечном счете определяется платежеспособностью основных покупателей этих ценных бумаг. Среди держателей этих инструментов укрупненно выделяются две основные группы – государственные же организации различного рода (government accounts), на которые по итогам сентября 2015 года приходилось 27,5% общего объема долга (5 из 18,2 трлн долл.) и другие инвесторы (the public), аккумулирующие в настоящее время, соответственно, 72,5% федерального долга, или около 13,15 трлн долл.<sup>136</sup> При этом доля таких инвесторов в структуре держателей американского госдолга постоянно растет – например, в 2011 году она составляла 68,5%, то есть зависимость этого рынка от сторонних держателей повышается и, как следствие, повышается зависимость американской системы государствен-

---

<sup>136</sup> Treasury Bulletin// Issue: December 2015// U.S Department of the Treasury. Bureau of the Fiscal Service: website. URL: <https://www.fiscal.treasury.gov/fsreports/rpt/treasBulletin/current.htm> (дата обращения: 18.02.2016).

ных финансов от уровня платежеспособности инвесторов.

Среди сторонних (public) инвесторов также можно выделить несколько ключевых групп. Прежде всего, надо отметить, что к этой категории инвесторов относится ФРС – объем государственного долга у федеральных резервных банков в сентябре 2015 года исчислялся 2,8 трлн долл. Что же касается оставшейся части в 10,3 трлн долл., то она распределяется по двум укрупненным группам инвесторов – американских и зарубежных, причем зарубежные владеют большей частью данных обязательств. В сентябре 2015 года на них приходился 6,1 трлн долл., что соответствовало 33,5% всего объема федерального долга, 46,4% долга у инвесторов и 59% долга у держателей без учета государственных организаций и ФРС. То есть большая часть казначейских облигаций в свободном обращении принадлежит зарубежным инвесторам, что ставит систему американских государственных финансов в достаточно сильную зависимость от иностранных держателей. При этом основной группой иностранных держателей являются государственные институты (прежде всего, центральные банки и суверенные фонды), на которые в том же сентябре 2015 года приходилось 68% объема вложений всех иностранных инвесторов (4147 млрд долл.)<sup>137</sup>.

В связи с высокой долей зарубежных инвесторов на рынке держателей американского долга готовность данной группы держателей к дальнейшему наращиванию своих вложений темпами, опережающими прирост долга (что наблюдалось в последние годы) становится очень важным фактором стабильности рынка казначейских облигаций. В случае прекращения этого наращивания или, тем более, сокращения вложений в данные активы со стороны основной группы инвесторов дестабилизация рынка становится неизбежной. Между тем, именно такая ситуация, наблюдающаяся с конца 2013 года, становится

---

<sup>137</sup> Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities// Securities (B): Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities// U.S Department of the Treasury: website. URL: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx> (дата обращения: 18.02.2016).

тенденцией (рис. 1). В течение 2014–2015 годов объем долга у иностранных держателей стабилизировался, причем в 2015 году он даже незначительно уменьшался на фоне роста объемов долга.

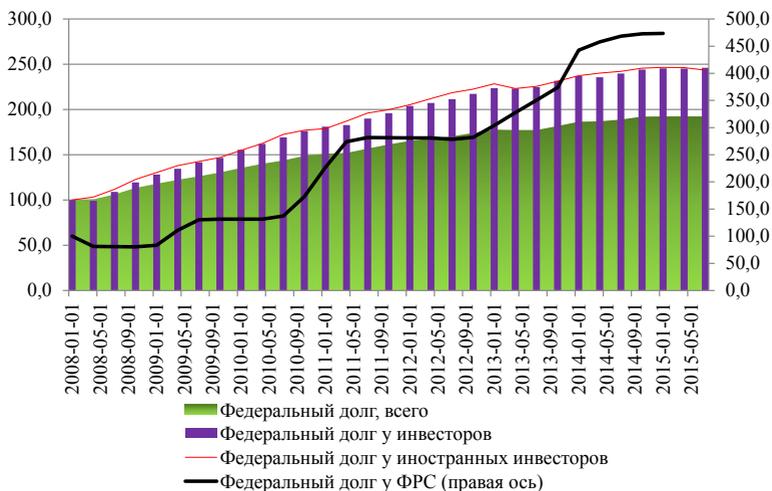


Рисунок 1. Индексные значения (I кв. 2008 г. = 100) объемов федерального государственного долга США в целом и у основных групп держателей в 2008–2015 годах<sup>138</sup>

Данная стабилизация прервала противоположную тенденцию, длившуюся в предыдущие годы, в том числе и в период кризиса – как видно из графиков рисунка 1, вплоть до 2013 года темпы роста объема госдолга у инвесторов в целом и у иностранных держателей – в частности – опережали темпы роста

<sup>138</sup> Рассчитано по данным Федерального резервного банка Сент-Луиса: Federal Debt: Total Public Debt// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEBTN> (дата обращения: 16.02.2016); Federal Debt Held by the Public// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYGFDPUN> (дата обращения: 16.02.2016); Federal Debt Held by Foreign and International Investors// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FDHFBN> (дата обращения: 16.02.2016); Federal Debt Held by Federal Reserve Banks// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FDHFBRBN> (дата обращения: 16.02.2016).

самого долга. Эта ситуация, наряду с активностью ФРС, выкупавшей в рамках количественного смягчения государственные облигации у банков, обуславливала постоянное превышение спроса на эти инструменты над предложением, снижение их доходности и комфортную стоимость обслуживания колоссальных абсолютных объемов федерального долга США. С 2014 года при сохраняющемся росте государственного долга (с января 2014 по сентябрь 2015 г. он увеличился примерно на 1 трлн долл.) объем вложений иностранных инвесторов оставался примерно на одном уровне – как по статистике ФРС (источник данных рис. 1), так и по данным Казначейства, в соответствии с которыми этот объем увеличился за данный период с 6 до 6,1 трлн долл.

Избыток прироста федерального долга, невыкупленный в этот период иностранными инвесторами, которые раньше были основными инвесторами, оказался у ФРС, объем вложений которой в казначейские обязательства с января 2014 по декабрь 2015 года вырос на 0,6 трлн – с 2,2 до 2,8 трлн долл. Однако, как известно, увеличение доли ФРС происходило в рамках реализации количественного смягчения – программы, которая прекратилась в конце 2014 года и после этого ФРС больше не является покупателем казначейских обязательств, что происходит на фоне сокращающихся вложений в данные инструменты зарубежных инвесторов. В связи с тем, что зарубежные инвесторы и, в первую очередь, государственные институты, являются крупнейшими держателями казначейских обязательств, то есть фактически гарантами стабильности рынков этих инструментов, причины сокращения их вложений в госдолг США заслуживают более пристального внимания.

Государственные институты вкладывают в американские долговые бумаги преимущественно средства своих резервов, будь то золотовалютные резервы центральных банков или ресурсы, аккумулированные в суверенных фондах. Поэтому ди-

намика таких вложений обусловливается состоянием этих резервов, интенсивностью их прироста, либо сокращения (табл. 1).

Таблица 1. Динамика состояния международных золотовалютных резервов мира в 2008–2015 годах, млрд долл.<sup>139</sup>

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	3 кв. 2015 <sup>1</sup>
Весь мир, все резервы	7 346	8 165	9 265	10 206	10 953	11 683	11 591	11 203
в том числе размещенные резервы	4 210	4 590	5 163	5 655	6 089	6 228	6 085	6 606
в том числе в долларовых активах	2 685	2 848	3 193	3 525	3 733	3 802	3 839	4 226
Развитые страны	2 503	2 791	3 105	3 412	3 706	3 824	3 856	3 928
в том числе размещенные резервы	2 209	2 441	2 721	3 026	3 297	3 406	3 435	3 503
в том числе в долларовых активах	1 477	1 584	1 765	2 006	2 052	2 098	2 184	2 260
Развивающиеся страны	4 844	5 374	6 160	6 794	7 247	7 859	7 735	7 507
в том числе размещенные резервы	2 001	2 149	2 442	2 630	2 793	2 821	2 650	2 560
в том числе в долларовых активах	1 207	1 264	1 429	1 519	1 681	1 704	1 656	1 631

<sup>139</sup> Составлено по данным Международного валютного фонда: World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves// IMF DATA// International Monetary Fund: website. URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4> (дата обращения: 16.02.2016).

Динамика же международных резервов в течение последних двух лет была отрицательной – их совокупный объем с 2013 года по III квартал 2015 года сократился с 11 683 до 11 203 млрд долл., то есть почти на полтриллиона долларов, или на 4%. Необходимо отметить, что в настоящее время большая часть мировых резервов аккумулирована развивающимися странами, на которые приходится 67% их общего объема, и именно развивающиеся страны в 2014 году теряли резервы – их размер сократился с 7859 до 7507 млрд долл., на 4,5%. При этом именно развивающиеся страны в течение последних лет были основным драйвером роста резервов в мире, увеличив их объем с 2008 по 2013 год на 3 трлн долл. (в 1,6 раза) и обеспечив большую часть общемирового прироста в 4,3 трлн долл.

Поскольку государственные резервы являются, как было показано выше, основным фактором спроса на американские долговые бумаги, их увеличение в период 2008–2013 годов в значительной мере обеспечило спрос на данные инструменты, объем которых в тот же период вырос на 6 трлн долл. Таким образом, спрос, а значит, и комфортные условия эмиссии казначейских облигаций США (низкие ставки, большие объемы и пр.) в кризисный и посткризисный период были обеспечены в первую очередь ростом государственных валютных резервов мира. Безусловно, далеко не все резервы вкладывались в долларовые активы, и это также отражено в данных таблицы 1, однако, отмечая факт относительно незначительного прироста долларовых вложений (на 1,1 трлн), также надо учитывать, что в статистике МВФ валютная структура резервов представлена только для размещенной части резервов, тогда как у развивающихся экономик эта часть является меньшей. Большая же часть этих резервов классифицируется как «неразмещенные» и не содержит данных по валютам размещения,

что не означает отсутствия в этой части резервов долларовых активов.

Более точное представление об объемах вложений иностранных государственных организаций в казначейские обязательства США дает статистика Казначейства, которое на ежемесячной основе публикует данные об основных держателях этих инструментов в географическом разрезе. В соответствии с этими данными, с января 2008 по декабрь 2013 года объем федеральных долговых бумаг у иностранных государственных держателей вырос с 1690 до 4055 млрд долл.<sup>140</sup>, то есть почти на 2,3 трлн долл., что в целом корреспондируется со статистикой МВФ в части международных резервов, рассмотренной выше. Это значит, что примерно треть прироста государственного долга США в этот период была профинансирована из средств резервов иностранных государств, которые быстро росли.

Прекращение же роста мировых резервов, наблюдающееся в течение 2014–2015 годов, привело к сворачиванию покупок казначейских обязательств иностранными суверенными держателями. Причем, если в 2014 году, как резервы, так и объем госдолга США у иностранных держателей просто прекратили рост, то в 2015 году оба этих показателя продемонстрировали снижение. Снижение объема мировых резервов, как отмечалось выше, было, прежде всего, обусловлено уменьшением их объема у развивающихся стран. В свою очередь, сокращение резервов развивающихся стран было вызвано главным образом падением товарных рынков во второй половине 2014 года с последующим продолжением этого падения в 2015–2016 годах (рис. 2).

---

<sup>140</sup> Major Foreign Holders of Treasury Securities// Securities (B): Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities// U.S Department of the Treasury: website. URL: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx>.

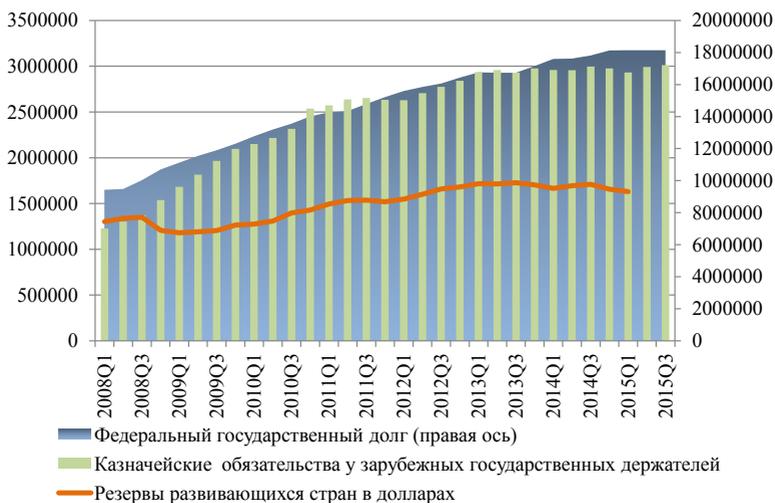


**Рисунок 2. Сравнительная динамика общего объема золотовалютных резервов развивающихся стран и цен на нефть «бrent» в 2008–2015 годах, млн долл., если не указано иное<sup>141</sup>**

Поскольку большинство развивающихся экономик, обладающих значительными резервами, имеют сырьевой характер, падение цен на экспортируемое сырье привело к снижению экспортных поступлений и сильному давлению на их национальные валюты, что обусловило валютные интервенции центральных банков. Интервенции, а также другие последствия падения товарных цен привели к сокращению резервов, которое происходило в том числе и за счет продажи американских долговых бумаг из портфелей центральных банков и иных государственных структур для высвобождения средств, необходимых на антикризисные меры. Сокращение

<sup>141</sup> Рассчитано по данным Федерального резервного банка Сент-Луиса и МВФ: Crude Oil Prices: Brent – Europe// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/MCOILBRENTU> (дата обращения: 16.02.2016); World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves// IMF DATA// International Monetary Fund: website. URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4> (дата обращения: 16.02.2016).

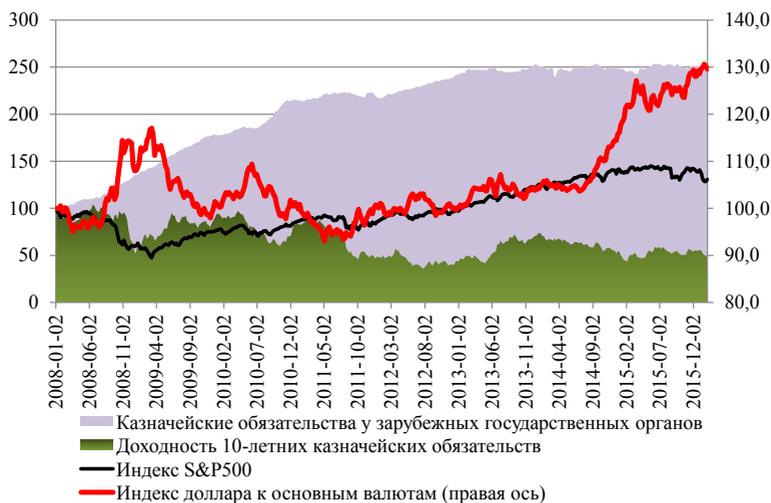
резервов развивающихся стран, в том числе, в долларовых активах, отразилось на объемах казначейских обязательств у иностранных государственных держателей в целом и привело к расхождению траекторий этого показателя и объемов выпущенного федерального долга, который продолжал расти в условиях сокращения спроса со стороны крупнейшей группы инвесторов (рис. 3).



**Рисунок 3. Сравнительная динамика общего объема федеральной части государственного долга США, долларовых резервов развивающихся стран и казначейских обязательств, хранящихся ФРС для зарубежных государственных держателей, млн долл.<sup>142</sup>**

<sup>142</sup> Рассчитано по данным Федерального резервного банка Сент-Луиса и МВФ: Federal Debt: Total Public Debt// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEBTN> (дата обращения: 16.02.2016); Memorandum item: Securities Held in Custody for Foreign Official and International Accounts – Marketable U.S. Treasury Securities// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/WMTSECL1> (дата обращения: 16.02.2016); World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves// IMF DATA// International Monetary Fund: website. URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4> (дата обращения: 16.02.2016).

Таким образом, в период 2014–2016 годов сформировалась следующая причинно-следственная связь: падение товарных рынков – проблемы в странах с сырьевой экономикой – сокращение резервов этих стран – сокращение спроса на государственные долговые бумаги США со стороны иностранных государственных держателей. Сокращение спроса на американский госдолг со стороны одной из основных групп инвесторов на фоне продолжающегося роста его абсолютного размера должно было привести к снижению совокупного спроса и, как следствие – к снижению цены облигаций и росту их доходности. Фактическая же картина на рынке несколько отличалась от этой теоретической конструкции, причем динамика доходности казначейских обязательств в последние годы несколько раз меняла направление. Для уточнения причин этих изменений необходимо более детально рассмотреть период кризисного и посткризисного поведения рынка казначейских обязательств, причем рассматривать данный рынок не только в контексте роли иностранных инвесторов на нем, но и в привязке его динамики к смежным секторам (фондовому и валютному), которые также оказывают сильное влияние на котировки долгового рынка (рис. 4).



**Рисунок 4. Сравнительная динамика ключевых параметров  
финансового рынка США с объемом государственных долговых  
обязательств у зарубежных государственных держателей,  
индексные значения (начало 2008 г. = 100)<sup>143</sup>**

Прежде всего, можно отметить, что взаимосвязь между объемом федерального долга у иностранных государственных держателей и ставками рыночной доходности действовала достаточно длительное время, причем в разных условиях. Эта взаимосвязь работала и в период кризиса (в 2008–2009 гг.), и в период посткризисного восстановления в 2010–2011 годах и в дальнейшем. Причем работала эта взаимосвязь в обе стороны

<sup>143</sup> Рассчитано по данным Федерального резервного банка Сент-Луиса: Memorandum item: Securities Held in Custody for Foreign Official and International Accounts – Marketable U.S. Treasury Securities// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/WMTSECL1> (дата обращения: 16.02.2016); Trade Weighted U.S. Dollar Index: Major Currencies, Index Mar 1973=100, Weekly, Not Seasonally Adjusted// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DTWEXM> (дата обращения: 16.02.2016); S&P 500®// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/SP500> (дата обращения: 16.02.2016); 10-Year Treasury Constant Maturity Rate// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DGS10> (дата обращения: 16.02.2016).

– если с 2008 по середину 2013 года доходность поступательно снижалась на фоне роста присутствия иностранных суверенных инвесторов в казначейских бумагах, то с июня 2013 года, с прекращением этого роста и стабилизацией соответствующего показателя на одном уровне произошло скачкообразное повышение доходности. При этом изменение доходности облигаций не противоречило движениям на смежных секторах финансового рынка – падение доходности сопровождалось ростом курса доллара, ее рост – снижением доллара. С фондовым рынком также имела традиционная взаимосвязь – рост доходности происходил, как правило, на фоне роста акций и наоборот, что отражало обычные закономерности межрыночного перелива капитала, в рамках которых в периоды роста фондовых активов инвесторы выходят из облигаций и вкладывают деньги в акции, и наоборот.

Таким образом, вплоть до 2014 года фактор спроса на казначейские обязательства со стороны крупнейшей группы инвесторов – зарубежных государственных институтов – действовал на рынок вполне предсказуемо. Рост вложений этих инвесторов сопровождался снижением доходности облигаций (тенденция, наблюдавшаяся до середины 2013 г.), прекращение этого роста привело к увеличению доходности. С июня 2013 года доходности федеральных долговых бумаг существенно увеличиваются и остаются в новом коридоре (2,5–2,7% годовых против 1,7–1,9% в предшествующий период) на фоне прекращения роста вложений иностранными государственными держателями и даже небольшого сокращения этих вложений. Однако взаимосвязь между доходностью казначейских обязательств и объемом вложений в них иностранных государственных инвесторов прервалась в конце 2014 года, что также демонстрируют графики рисунка 4. Объемы федерального долга у иностранных государственных инвесторов остаются на стабильных уровнях, сложившихся в мае-июне 2013

года (в интервале 2,9–3,0 трлн долл.) на протяжении трех лет, и на этих же уровнях они были в конце 2014 года, однако доходность федеральных долговых бумаг начала поступательно снижаться с сентября 2014 года. По 10-летним казначейским облигациям с сентября 2014 года по февраль 2016 года она упала с 2,6% до 1,74%, то есть примерно в 1,5 раза. Также в этот период началась высокая волатильность на смежных секторах финансового рынка – резкий рост курса доллара США и амплитудные колебания фондовых рынков с существенным их снижением, которое произошло в конце 2015 – начале 2016 года.

Все эти события на финансовых рынках – укрепление доллара, падение фондовых рынков и обусловленный этим рост государственных облигаций – были вызваны завершением программы количественного смягчения и прекращением масштабированного поступления на рынки ликвидности от ФРС. Смена курса ФРС со стимулирующей на нейтральную, а впоследствии (с декабря 2015 г.) – рестрикционную политику вызвала стагнацию и депрессию финансовой сферы, на некоторых сегментах рынков перешедшую в кризис. Кризисная же логика диктует инвесторам иные модели поведения, в частности, уход из рискованных активов (в т.ч. товарных и фондовых) в т.н. «безрисковые», в первую очередь долговые инструменты с фиксированной доходностью и высокими рейтингами. Основным сегментом на рынке таких инструментов является рынок суверенных долговых обязательств, а крупнейший компонент этого рынка – казначейские обязательства США.

Соответственно, после начала падения цен товарных, а впоследствии – и фондовых активов – значительная часть средств ушла из этих активов в «убежища» – государственный долг, прежде всего – государственный долг США. Приоритетность американских долговых обязательств для инвесторов объясняется несколькими факторами – высокими рейтингами, боль-

шой емкостью рынка, способного абсорбировать сотни миллиардов долларов без существенного изменения цены актива, максимальной доходностью по сравнению с аналогичными инструментами того же уровня кредитного рейтинга. После европейского долгового кризиса список стран с максимальными рейтингами существенно сократился, что ограничило возможности инвесторов по размещению средств, поэтому долговые бумаги Казначейства США получили дополнительное конкурентное преимущество в борьбе за свободные средства инвесторов. На начало 2016 года в мире осталось только девять суверенных эмитентов с максимальными рейтингами от всех агентств «большой тройки» и 11 – включая США и Финляндию, у которых один из трех рейтингов был на одну ступень ниже. При этом доходность американских государственных облигаций была значительно выше европейских бумаг такого же уровня и уступала только аналогам из Австралии и Сингапура (табл. 2).

**Таблица 2. Суверенные кредитные рейтинги и рыночная доходность 10-летних государственных облигаций стран с максимальными рейтингами, на 25.02.2016 г.<sup>144</sup>**

	<b>Standard &amp; Poor's</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>	<b>Доходность, % годовых</b>
Австралия	AAA	Aaa	AAA	2,406
Сингапур	AAA	Aaa	AAA	2,219
США	AA+	Aaa	AAA	1,745
Норвегия	AAA	Aaa	AAA	1,406
Канада	AAA	Aaa	AAA	1,15
Швеция	AAA	Aaa	AAA	0,728
Дания	AAA	Aaa	AAA	0,508

<sup>144</sup> Составлено по данным из следующих источников: Государственные облигации//Котировки// Inesting.com: website. URL: <http://ru.investing.com/rates-bonds/world-government-bonds> (дата обращения: 25.02.2016); Credit Rating// Indicators// TradingEconomics: website. URL: <http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating> (дата обращения: 25.02.2016).

Финляндия	AA+	Aaa	AAA	0,474
Нидерланды	AAA	Aaa	AAA	0,316
Германия	AAA	Aaa	AAA	0,165
Швейцария	AAA	Aaa	AAA	-0,407

Большинство стран с максимальными рейтингами имеют относительно небольшие размеры как экономики, так и государственного долга и в силу этого их облигации не могут быть емким рынком для размещения больших объемов средств. Фактически единственным конкурентом казначейских бумаг США в этом отношении могут считаться бундес-бонды Германии, но их доходность на порядок ниже. Таким образом, американские долговые инструменты в настоящее время являются практически безальтернативным инструментом для инвесторов, обладающих крупными объемами ликвидности, требующей быстрого размещения в условиях рыночной неопределенности.

Снижение рейтингов эмитентов, конкурирующих с государственными долговыми обязательствами США за деньги инвесторов, также можно рассматривать через призму балансирования спроса на американский госдолг, осуществляемого согласованными усилиями ключевых институтов США. В данном случае в роли такого института выступала Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission – SEC). Этот орган лицензирует деятельность рейтинговых агентств или NRSRO – национально признанных статистических рейтинговых организаций – и в качестве надзорного органа способен оказывать влияние на их деятельность, в том числе и в части их содействия стабильности рынка государственного долга США. С этой точки зрения история долгового кризиса в ЕС и влияния на него рейтинговых агентств может выглядеть и как сознательное влияние на репутацию конкурента с целью сокращения его доли на рынке – в данном случае на рынке мировых резервных активов.

Европейский долговой кризис начался с волны понижений суверенных кредитных рейтингов – сначала так называемых «периферийных» стран ЕС, которая впоследствии перекинулась на более устойчивые экономики после того, как поднялась волна опасений инвесторов и начались распродажи суверенных европейских долговых бумаг. «Большая тройка» рейтинговых агентств, как известно, имеет американское происхождение, а их деятельность, как упоминалось выше, лицензируется и регулируется SEC. Это регулирование усилилось после принятия в США «Закона Додда-Франка о реформировании Уолл-Стрит и защите потребителей» 21 июля 2010 года, после чего Комиссия начала проверки деятельности агентств (первое комплексное исследование было проведено в сентябре 2011 г.) и, естественно, обнаружила в их деятельности «очевидные изъяны». Примечательно, что эта проверка прошла после беспрецедентного снижения рейтинга США агентством Standard&Poor's в августе 2011 года, и после нее рейтинг США остается неизменным.

Зато после ужесточения контроля за деятельностью агентств (в рамках которого, например, в январе 2013 г. SEC запретила независимому агентству Egan-Jones оценивать суверенный рейтинг США) «большая тройка» продолжила линию на снижение рейтингов европейских стран. Первым новую волну снижения рейтингов начало агентство Standard&Poor's, причем после ряда мер, направленных против него финансовыми властями. В результате этих мер, в конце августа 2011 года прежний его глава Д. Шарма подал в отставку, в сентябре было проведено упомянутое выше исследование деятельности агентств SEC и найдены нарушения, а уже в январе 2012 года S&P первым из «большой тройки» провело масштабное снижение рейтингов европейских стран – были снижены рейтинги Франции, Италии, Испании, Португалии, Австрии, Кипра, Мальты, Словакии

и Словении. Рейтинговые действия S&P совершило в отношении 16 стран ЕС, при этом высшие рейтинги уровня AAA потеряли две крупные и относительно благополучные (особенно по сравнению с США) экономики еврозоны – Франция и Австрия. А спустя несколько дней этим же агентством был лишен максимального уровня AAA и рейтинг крупнейшего европейского антикризисного института – Европейского фонда финансовой стабильности (ЕФФС), выполняющего стабилизационную функцию в условиях долгового кризиса.

Таким образом, на всем протяжении европейского долгового кризиса – с 2009 года до настоящего времени – рейтинговые агентства «большой тройки» последовательно и систематически давили рынок суверенных долговых обязательств стран еврозоны, а также атаковали европейские хозяйствующие субъекты, вплоть до крупнейшего наднационального института – ЕФФС. Эффективность кредитных рейтингов и агентств как инструмента экономического давления весьма высока и обуславливается тем, что их оценки установлены в качестве инвестиционных критериев в большинстве стран мира. Это значит, что при снижении рейтингов многие институциональные инвесторы в соответствии с пруденциальным регулированием обязаны продать бумаги с пониженным рейтингом, так как они больше не соответствуют нормативно установленным стандартам. Поэтому при снижении рейтинга тех или иных облигаций начинаются их массовые продажи, что с одной стороны означает новую волну турбулентности (вплоть до паники) на атакованных агентствами рынках, а также необходимость новых мер поддержки со стороны государства, ведущих к ослаблению государственных финансов, а с другой стороны – приток ушедших из проблемных бумаг (например, европейских) в более надежные, сохранившие свой максимальный рейтинг (например, американские).

Ряд авторов проводили исследования о влиянии рейтинговых действий на ключевые параметры финансовых рынков эмитентов, в первую очередь – на курс валют и доходность облигаций – и выявили наличие взаимосвязи между этими процессами. В частности, влияние рейтинговых действий в ходе европейского долгового кризиса было рассмотрено Baum, Karpava и др.<sup>145</sup> в исследовании, в ходе которого оценивалось влияние 150 рейтинговых действий трех агентств на курс евро и доходность суверенных облигаций стран еврозоны в период долгового кризиса, и была выявлена взаимосвязь между этими переменными, причем влияние негативных рейтинговых действий проявлялось сильнее.

В результате европейского долгового кризиса и, не в последнюю очередь – снижения рейтингов ряда стран еврозоны, тренд на увеличение доли евро в мировых резервах, длившийся до 2009 года, был сломлен. Это было вполне естественным следствием атаки на рейтинги европейских стран, так как после череды их снижений в еврозоне осталось лишь три страны – Германия, Финляндия и Лихтенштейн – с максимальными рейтингами, причем крупным эмитентом долговых бумаг, которые могут быть средством размещения резервных активов в мировом масштабе, была только Германия. После снижения рейтингов Франции, Австрии, Нидерландов, а также ЕФФС доля резервов, хранящихся в евро, начала снижаться (рис. 5). С максимального уровня в 28%, отмеченного в III квартале 2009 года, доля евро в мировых резервах упала до 20,3 к III кварталу 2015 года.

---

<sup>145</sup> Baum, C., Karpava M., Schäfer D., Stephan A. (2014). Credit Rating Agency Downgrades and the Eurozone Sovereign Debt Crises. URL: [http://www.bc.edu/content/dam/files/schools/cas\\_sites/economics/pdf/workingpapers/wp841.pdf](http://www.bc.edu/content/dam/files/schools/cas_sites/economics/pdf/workingpapers/wp841.pdf) (дата обращения: 1.03.2016).

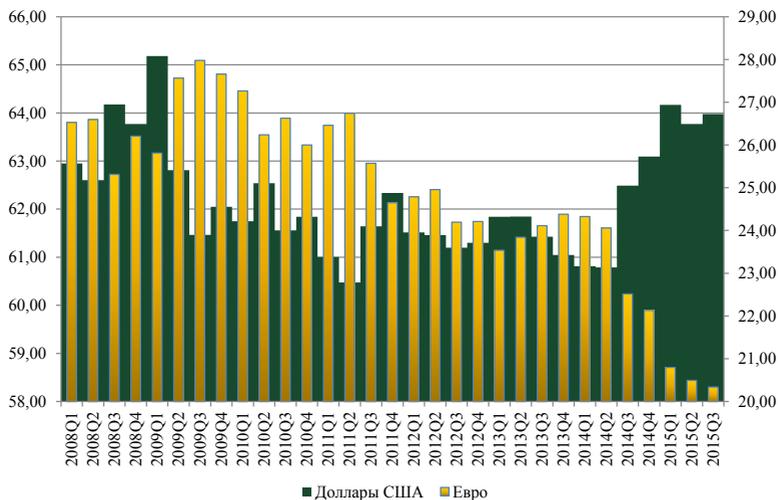


Рисунок 5. Сравнительная динамика изменения долей активов, деноминированных в долларах и евро, в размещенной части мировых резервов, %<sup>146</sup>

Также можно отметить, что активы, деноминированные в евро, утрачивали свои позиции не только в относительном, но и в абсолютном выражении. Максимальный их размер был зафиксирован во II квартале 2014 года и составил 1,52 трлн долл., после чего началось быстрое сокращение данного показателя и по итогам III квартала 2015 года он измерялся уже 1,34 трлн долл. То есть в течение пяти кварталов произошло сокращение объема мировых резервов, хранящихся в евро, на 0,2 трлн долл., и это снижение началось именно с того квартала, в котором ФРС прекратила программу количественного смягчения, спровоцировав падение на большинстве секторов финансовых рынков, а также рост курса доллара.

<sup>146</sup> Рассчитано по данным МВФ: World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves// IMF DATA// International Monetary Fund: website. URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4> (дата обращения: 16.02.2016).

Состояние, в котором пребывали рынки после прекращения QE – высокая волатильность, неопределенность, угроза обвала рынков и снижение «риск-аппетита» – в значительной мере позволили компенсировать снижение спроса на казначейские обязательства США, в том числе со стороны государственных иностранных инвесторов, которое было рассмотрено выше. Стабилизация и сокращение их вложений в эти бумаги не стали фактором разбалансирования рынка федерального долга США, так как на фоне начавшегося в 2014–2015 годах спада на рынках появились иные группы инвесторов в американский долг, компенсировавшие сократившийся спрос по линии зарубежных резервных активов. Прирост вложений в казначейские обязательства в период рыночной турбулентности традиционно обеспечили средства негосударственных институциональных инвесторов. Проиллюстрировать изменения на рынке казначейских обязательств можно с помощью данных о первичном размещении всех видов этих инструментов (нот, облигаций, векселей различных типов со сроками обращения от 4 недель до 30 лет) на аукционах Казначейства по группам инвесторов (рис. 6).



Рисунок 6. Изменение долей участников аукционов по первичному размещению всех видов казначейских обязательств США в 2010–2016 годах, млрд долл.<sup>147</sup>

На данной диаграмме основное внимание уделено долям ключевых групп инвесторов, но для иллюстрации объемов эмиссий также приведены и их абсолютные параметры. Прежде всего, можно отметить, что и статистикой о первичном размещении государственных долговых бумаг подтверждается тенденция постепенного сокращения присутствия иностранных участников, хотя в данном случае среди них не выделены государственные и частные инвесторы. Доля иностранных покупателей данных бумаг в целом постепенно сокращалась с 2010 года, достигнув минимума к 2013 году и, хотя в 2014–2015 годах несколько увеличилась, возврата к

<sup>147</sup> Рассчитано автором по данным Казначейства США, источники: Coupon Auctions – Data from October 2009-present// Investor Class Auction Allotments// Resource Center// US Department of the Treasury: website. URL: [https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Pages/investor\\_class\\_auction.aspx](https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Pages/investor_class_auction.aspx) (дата обращения: 25.02.2016); Bill Auctions – Data from October 2009-present// Investor Class Auction Allotments// Resource Center// US Department of the Treasury: website. URL: [https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Pages/investor\\_class\\_auction.aspx](https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Pages/investor_class_auction.aspx) (дата обращения: 25.02.2016).

уровню 2010–2011 годов не произошло. Также обращает на себя внимание еще большее сокращение доли такой группы инвесторов, как брокеры и дилеры, которая уменьшилась с 52% в 2010 году до 37% в 2015 году, что может быть признаком сокращения спроса на казначейские обязательства со стороны клиентов, приобретающих эти бумаги через посредников финансового рынка. Максимальный же рост участия в аукционах был продемонстрирован в эти годы инвестиционными фондами, доля которых выросла более чем в 2 раза – с 19 до 42%.

Таким образом, в течение шести посткризисных лет структура участников аукционов по первичному размещению казначейских облигаций претерпела достаточно существенные изменения. В 2015 году по сравнению с 2010 годом сократились (иногда – очень существенно) доли всех, за исключением одной, групп инвесторов – иностранных, депозитарных институтов, частных лиц, дилеров и брокеров, федеральных резервных банков. Сокращение покупок новых эмиссий федерального долга США всеми этими инвесторами было компенсировано увеличением доли одной группы инвесторов – инвестиционных фондов. Эта группа, в соответствии с классификацией Казначейства<sup>148</sup>, включает такие виды финансовых институтов, как взаимные фонды, фонды денежного рынка, хедж-фонды, управляющие деньгами (money managers) и инвестиционные консультанты (investment advisors).

Причина такого резкого повышения интереса инвестиционных фондов к государственному долгу США, скачкообразно проявившегося в 2014 году, когда объем покупок соответствующих активов на аукционах вырос почти на триллион

---

<sup>148</sup> Auction allotment data investor class descriptions// Investor Class Auction Allotments// Resource Center//US Department of the Treasury: website. URL: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Documents/investor-class-descriptions.pdf> (дата обращения: 29.02.2016).

долларов (в 2,5 раза), носила не рыночный, а административный характер. Именно в 2014 году Комиссия по ценным бумагам и биржам США обнародовала планы по изменению регулирования надзора деятельности инвестиционных фондов в сторону усиления, и подготовке к стресс-тестам, аналогичным практикуемым в банковском секторе. Было объявлено, что новые правила ужесточат пруденциальные нормативы в части структуры инвестиционного портфеля с целью уменьшения в нем доли высокорисковых активов и повышения – безрисковых. Поскольку безрисковыми активами считаются государственные долговые бумаги, это означало необходимость очень существенной реструктуризации портфелей в пользу казначейских обязательств. Учитывая, что весь сектор инвестиционных фондов имеет в управлении активы общей стоимостью около 50 трлн долл.<sup>149</sup>, реструктуризация портфелей требовала длительного времени и началась заблаговременно, еще до принятия соответствующих норм, продолжаясь в 2015 и 2016 году. Новые правила должны вступить в силу в октябре 2016 года и, по оценкам аналитиков из ведущих американских финансовых компаний, объем перевода средств в государственные облигации только в течение 2016 года составит 300–400 млрд долл. Аналитики JPMorgan Chase & Co также указывают, что именно с фактором изменения данных норм связано резкое увеличение инвестиций денежных фондов в государственные обязательства, которые «в конце января 2016 года... выросли до \$1,47 трлн с \$1,18 млрд в феврале 2015 года»<sup>150</sup>

Таким образом, Комиссия по ценным бумагам и биржам, меняя правила деятельности крупнейшей группы инвесто-

---

<sup>149</sup> Эндрю Акерман. SEC готовит стресс-тесты для инвестиционных фондов// Ведомости. 09.09.2014 г. website. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2014/09/09/sec-prismotrit-za-fondami> (дата обращения: 29.02. 2016).

<sup>150</sup> «Цунами» в \$400 млрд ударит по финансовому рынку США // Вести Экономика, 24.02.2016. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/67814> (дата обращения: 24.02. 2016).

ров на долговом рынке, также способствовала выравниванию спроса на казначейские обязательства, который в последние годы просел под действием ряда факторов. На наш взгляд, нельзя исключать того, что использование административного ресурса SEC для принуждения инвестиционных фондов к наращиванию вложений в федеральный долг было обусловлено не только необходимостью совершенствования нормативного регулирования качества портфелей, которое не менялось с 1992 года, даже в условиях постоянного надувания пузырей и появления все новых видов высокорисковых финансовых инструментов. Можно отметить, что инициатива данных регулятивных перемен возникла и начала реализовываться именно в период устойчивого снижения спроса на казначейские обязательства со стороны традиционных инвесторов, в том числе иностранных государственных органов, а также в условиях резкого роста государственного долга и прогнозов по его дальнейшему увеличению. В этих условиях государству необходимо было найти новые источники гарантированного и крупномасштабного спроса на инструменты федерального заимствования, и этим источником после изменений нормативной базы становится индустрия инвестиционных фондов.

Резюмируя вышеизложенное, можно сделать вывод, что в условиях наметившегося в 2010-х годах сокращения спроса на долговые обязательства США был принят комплекс мер, направленных на восстановление спроса на эти инструменты путем таких действий, как снижение привлекательности конкурирующих ценных бумаг, создание дополнительного спроса со стороны подконтрольных на национальном уровне инвесторов, а также создание благоприятной для повышения спроса глобальной финансовой среды. Данные меры осуществлялись как ФРС, так и правительственными учреждениями – Казначейством, Комиссией по ценным бумагам и биржам, Министерством юстиции, и посредством воздействия дан-

ных организаций на подконтрольные им финансовые и иные институты, влияющие на ситуацию на финансовых рынках (банки, институциональные инвесторы, рейтинговые агентства). Фактическими итогами данных действий на рынке государственного долга США стали восстановление спроса на казначейские обязательства, снижение их доходности и, как следствие, стоимости обслуживания государственного долга, рост курса доллара и доли долларовых активов в мировых резервах. Наряду с данными, благоприятными для рынка государственного долга США, итогами, на мировых рынках возник ряд кризисных явлений и обострилась угроза эскалации глобального финансового кризиса.

### **3.3. Обвал государственного долга США или управляемый хаос на мировых рынках: кризисные альтернативы для американских регуляторов**

Несмотря на меры, предпринимаемые заинтересованными организациями США для повышения спроса на долговые обязательства страны, перспективы сохранения стабильности на рынке этих обязательств остаются неустойчивыми. В начале 2016 года объем федерального долга достиг уровня в 19,1 трлн долл.<sup>151</sup>, а текущие прогнозы профильных органов (Административно-бюджетного управления Белого дома, Бюджетного управления Конгресса и пр.) предполагают дальнейший поступательный рост данного параметра. Так, в соответствии с текущими оценками Административно-бюд-

---

<sup>151</sup> DAILY TREASURY STATEMENT. Cash and debt operations of the United States Treasury// Monday, March 7, 2016// Cash and Debt Management and Forecasting// Resource Center// U.S. Department of the Treasury: website. URL: <https://www.fms.treas.gov/fmsweb/view/DTSFiles?dir=w&fname=16030700.txt> (дата обращения: 9.03.2016).

жетного управления администрации президента США, объем федерального долга в 2021 году будет превышать уровень 2015 года на 5 трлн долл., причем также будет расти и доля долга у инвесторов, то есть все больше средств планируется получать на открытых рынках (табл. 1).

**Таблица 1. Прогнозируемая Административно-бюджетным управлением администрации президента США динамика параметров федерального государственного долга США до 2021 года (с 2016 г. – оценочные данные)<sup>152</sup>**

Годы	Объем федерального долга, млн долл.	Федеральный долг у инвесторов, млн долл.	Доля долга у инвесторов в общем объеме, %
2015	18 120 106	13 116 692	72,4
2016	19 433 320	14 128 738	72,7
2017	20 149 416	14 763 197	73,3
2018	20 884 271	15 323 508	73,4
2019	21 695 471	15 982 242	73,7
2020	22 446 759	16 614 892	74,0
2021	23 198 542	17 263 523	74,4

В условиях прогнозируемого роста объема государственного долга критически важной становится проблема обеспечения низкой стоимости обслуживания растущей массы долга, так как выплата процентов в этой ситуации имеет тенденцию к росту, причем, как в абсолютных размерах, так и в относительном выражении увеличения доли в расходах бюджета. Именно такая тенденция в настоящее время прогнозируется тем же Административно-бюджетным управлением (рис. 1).

<sup>152</sup> Table 7.1–FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2021// Historical Tables// Office of Management and Budget// The Administration// The White House: website. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals> (дата обращения: 9.03.2016).

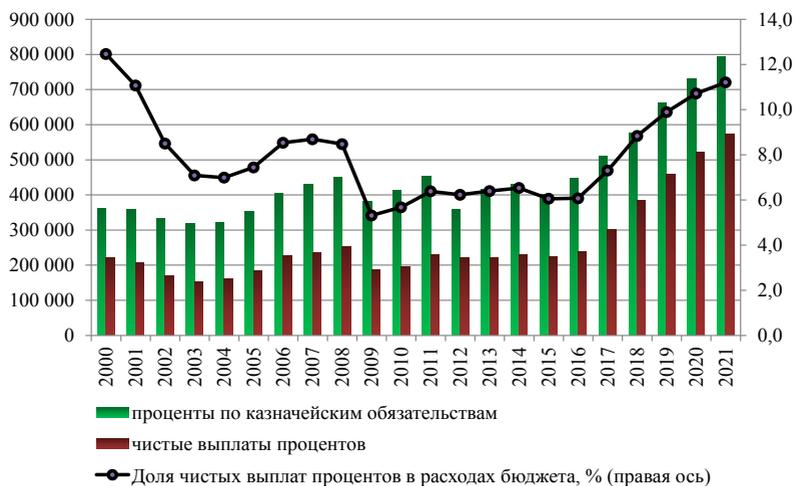


Рисунок 1. Динамика расходов на выплату процентов по федеральному государственному долгу США, млн долл. (начиная с 2016 г. – оценочные данные)<sup>153</sup>

В соответствии с текущими оценками предполагается резкий рост абсолютных и относительных показателей стоимости обслуживания федерального долга начиная с 2017 года, в результате которого к 2021 году выплаты процентов будут составлять 11,2% расходов бюджета, а в абсолютном выражении достигнут 0,8 трлн долл.

В условиях ожидаемого роста как объемов долга, так и стоимости его обслуживания, особую остроту приобретает вопрос доходности государственных облигаций. Этот параметр обуславливает не только степень нагрузки на федеральный бюджет брени по выплате процентов, но и интенсивность процесса дальнейшего наращивания «тела» долга, так как объем новых эмиссий долговых обязательств зависит от величины погаша-

<sup>153</sup> Рассчитано по данным Административно-бюджетного управления администрации президента США: Table 3.2–OUTLAYS BY FUNCTION AND SUBFUNCTION: 1962–2021// Historical Tables// Office of Management and Budget// The Administration// The White House: website. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals> (дата обращения: 9.03.2016).

емых ими процентов прошлых выпусков. Поэтому чем выше стоимость обслуживания госдолга, тем быстрее происходит увеличение его объема, что, в свою очередь, оказывает все более негативное влияние на систему государственных финансов в целом и, в конечном счете – на всю экономику. Соответственно, ключевой задачей финансовых регуляторов США становится минимизация доходности государственных долговых обязательств, что позволит решить несколько задач – обеспечить возможность дальнейшего и относительно дешевого наращивания госдолга на разнообразные нужды; уменьшить расходы бюджета по выплатам процентов, высвободив бюджетные средства для других программ; уменьшить темпы прироста объемов государственного долга и давление этого негативного фактора на экономические и имиджевые аспекты развития США.

Снижение доходности в условиях роста объема эмиссии долговых обязательств может происходить только при одном условии – опережающем росте спроса на данные финансовые инструменты. Однако, как было показано в предыдущих разделах настоящего издания, спрос на казначейские обязательства США в течение последних лет имеет тенденцию к снижению. Эта тенденция отражается в значительно более высоких ставках доходности казначейских обязательств по сравнению с аналогичными облигациями других стран с такими же кредитными рейтингами, а также в снижении объемов американского госдолга у большинства основных групп инвесторов. Таким образом, перед государственными органами США и регуляторами финансовой сферы стоит нетривиальная задача значительного повышения спроса на долговые бумаги в условиях спада их инвестиционной привлекательности и обусловленного этим фактором роста доходности.

Повышение спроса на долговые бумаги можно осуществлять по нескольким направлениям, некоторые из которых

уже используются соответствующими органами США. К числу таких методов относятся следующие:

- нормативное регулирование деятельности американских инвесторов, направленное на увеличение их вложений в государственный долг;
- обеспечение дополнительных конкурентных преимуществ казначейским обязательствам за счет снижения инвестиционной привлекательности конкурирующих финансовых инструментов;
- создание рыночных условий, повышающих спрос на долговые обязательства США как на активы-убежища.

Административные методы нормативного регулирования, такие, как изменение правил инвестиционной деятельности для крупных институциональных инвесторов, уже используются Комиссией по ценным бумагам и биржам в отношении инвестиционных фондов (см. предыдущий раздел), однако они имеют ограниченный ресурс. Во-первых, данный метод уже задействован в рамках своего потенциала, во-вторых, он применим не ко всем типам инвесторов, в-третьих, он не может быть использован в отношении зарубежных держателей казначейских обязательств, на которых приходится большая часть вложений в эти активы.

Второе направление – повышение инвестиционной привлекательности казначейских обязательств путем ее снижения у конкурирующих активов – также применялось в последние годы. В контексте этого направления можно, по нашему мнению, рассматривать последовательное снижение рейтингов суверенных эмитентов из еврозоны и крупнейшего наднационального института ЕС – Европейского фонда финансовой стабильности. Кроме того, на снижение инвестиционной привлекательности государственных долговых обязательств крупных развитых стран, являющихся альтернативой казначейским обязательствам США повлияли программы количественного смяг-

чения, проводимые центральными банками еврозоны, Японии и других стран «второго эшелона» мировых резервных валют. Итогами этих программ, как отмечается многими экспертами и практиками финансового сектора, становится сжатие ликвидности на облигационных рынках и падение доходности долговых бумаг, в первую очередь – государственных, являющихся основным объектом выкупа центральными банками.

Чрезмерный спрос на государственные ценные бумаги со стороны центральных банков, проводящих количественные смягчения, постоянно снижает их доходность, в результате чего в 2015 и в начале 2016 года стала нормальной ситуация, когда у очень многих выпусков облигаций наиболее надежных государств еврозоны доходность опустилась ниже нуля. Так, в середине марта 2016 года у многих стран еврозоны и у некоторых других государств около половины выпусков государственных облигаций имели доходность ниже нуля (табл. 2).

**Таблица 2. Количество и доля выпусков государственных облигаций развитых стран с отрицательной рыночной доходностью на 15.03.2016 г.<sup>154</sup>**

Государство	Количество выпусков государственных облигаций с различными сроками, торгующихся на рынке	Количество выпусков с отрицательной текущей доходностью	Доля выпусков с отрицательной текущей доходностью в общем количестве, %
<b>Государства еврозоны</b>			
Австрия	13	6	46,2
Бельгия	14	8	57,1
Германия	17	11	64,7
Греция	8	0	0

<sup>154</sup> Рассчитано автором по данным сайта Investing.com: Государственные облигации// Investing.com: website. URL: <http://ru.investing.com/rates-bonds/world-government-bonds> (дата обращения: 15.03.2016).

Ирландия	8	2	25
Испания	15	3	20
Италия	16	5	31,3
Латвия	6	0	0
Литва	4	0	0
Нидерланды	13	8	61,5
Португалия	11	0	0
Словакия	4	2	50
Словения	3	0	0
Финляндия	8	5	62,5
Франция	18	10	55,6
ВСЕГО по еврозоне	142	60	42,3
<b>Другие государства – эмитенты резервных валют</b>			
Япония	16	12	75
Швейцария	19	17	89,5
Великобритания	19	0	0

Наибольшему давлению подверглись рынки государственных облигаций континентальной Европы и Японии. Причем в Европе экстремально низкие ставки доходности сложились не только у эмитентов еврозоны, но и у других развитых стран – Швейцарии (представленной в таблице), скандинавских государств (большинство эмиссий датских облигаций также имело отрицательную доходность, как и некоторые выпуски шведских бумаг). Под общую тенденцию тотального снижения доходности попали даже такие долговые бумаги, которые еще несколько лет назад считались аутсайдерами рынка – восточно-европейских стран (в марте 2016 г. наблюдалась отрицательная доходность у некоторых выпусков облигаций Болгарии и Чехии) или пресловутой группы PIGS, которая еще в 2010–2011 годах стояла на грани дефолта, а в настоящее время у таких ее членов, как Италия, Испания и Ирландия некоторые выпуски

также торгуются с отрицательной доходностью – и это при низких кредитных рейтингах и в условиях, когда доходность облигаций таких столпов мировой финансовой системы, как США и Великобритания, имеющих топовые рейтинги, значительно выше.

Данная ситуация на облигационном рынке континентальной Европы обусловлена монетарными стимулами Европейского центрального банка (ЕЦБ), который к марту 2016 года снизил ключевую процентную ставку до нуля и в течение нескольких лет проводил политику количественного смягчения, выкупая с рынка различные активы. Формально реализация программы количественного смягчения началась в январе 2015 года – 22 января о ее старте объявил глава ЕЦБ Марио Драги, озвучив также ее основные параметры и сроки. Однако эта программа была не первой, в рамках которой ЕЦБ выкупал активы и предоставлял финансовому сектору дополнительную ликвидность – до нее осуществлялись такие меры, как целевое долгосрочное кредитование (TLTRO) и выкуп обеспеченных активами облигаций (ABS). Но именно в период реализации программы выкупа государственных облигаций резко снизились доходности этих бумаг.

Что же касается собственно программы так называемого «европейского количественного смягчения», то при ее обнаружении предполагалось, что ЕЦБ будет выкупать государственные ценные бумаги на 60 млрд евро в месяц, продлится программа до сентября 2016 года, а общий объем выкупа и средств, который поступит в европейскую экономику, составит 1,1 трлн евро<sup>155</sup>. Фактически выкуп ценных бумаг в рамках этой программы, получившей название PSPP (Public sector purchase

---

<sup>155</sup> ЕЦБ запустил программу количественного смягчения на €1,1 трлн // РБК. 22.01.2015. website. URL: <http://www.rbc.ru/finances/22/01/2015/54c0fd9a9a7947a4affe7c6c> (дата обращения: 15.03.2016).

программе) начался 9 марта<sup>156</sup>. Через год, к 11 марта 2016 года ЕЦБ держал государственных облигаций стран еврозоны, выкупленных в рамках этой программы, на 620,5 млрд евро<sup>157</sup>. Структура выкупленных облигаций по странам распределялась следующим образом (рис. 2):

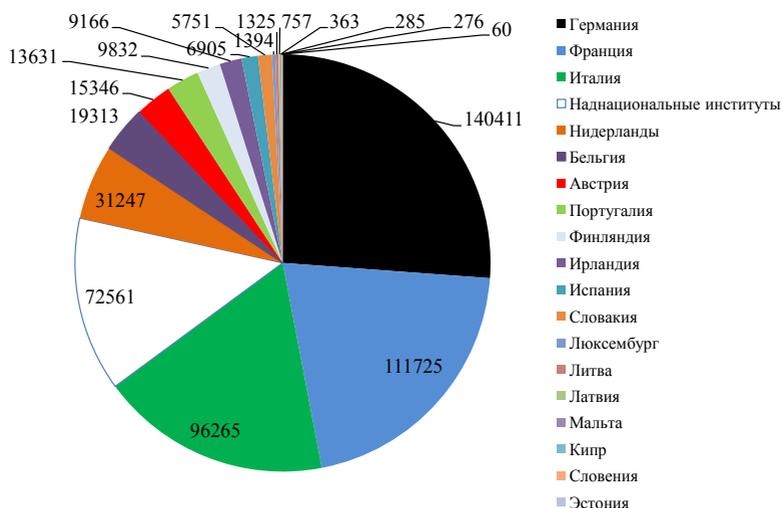


Рисунок 2. Географическая структура выкупленных Европейским центральным банком облигаций на 29.02.2016 г., млн евро<sup>158</sup>

Объемы выкупаемых бумаг в размере 50–60 млрд евро, достигали очень значительных величин в сравнении с новыми эмиссиями государственных облигаций, осуществляемыми в этот период (табл. 3). Учитывая, что размеры выпуска государственных долговых обязательств в этот период составляли от 73 до 184 млрд евро, выкуп аналогичных активов

<sup>156</sup> Asset purchase programmes// Open market operations// European Central Bank: website. URL: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> (дата обращения: 16.03.2016).

<sup>157</sup> Там же.

<sup>158</sup> Рассчитано по данным Европейского центрального банка: Asset purchase programmes// Open market operations// European Central Bank: website. URL: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> (дата обращения: 16.03.2016).

центральным банком соответствовал 30–70% этого объема в отдельные месяцы.

**Таблица 3. Объемы эмиссии государственных облигаций странами еврозоны в период действия программы PSPP Европейского центрального банка, млрд евро<sup>159</sup>**

янв.15	фев.15	мар.15	апр.15	май.15	июн.15	июл.15	авг.15	сен.15	окт.15	ноя.15	дек.15	янв.16
198,7	158,5	184	160,9	147,1	154,3	158,2	108,8	165,8	154,7	132	73,4	164,7

За период с марта 2015 года по январь 2016 года страны еврозоны выпустили долговых обязательств на 1603 млрд евро, а ЕЦБ выкупил активов на 544 млрд евро, то есть эквивалент трети эмиссии государственного долга. В условиях такого массированного присутствия на рынке крупного покупателя резкое падение доходности европейских облигаций было закономерным итогом политики ЕЦБ. При этом максимальный объем выкупаемых облигаций ожидаемо приходится на страны-лидеры еврозоны – Германию и Францию. Лидерство этих государств проявляется не только в размерах экономик, но и в размерах государственного долга, его новых эмиссий, и объеме ценных бумаг в обращении. И, в соответствии с масштабами выкупа ЕЦБ облигаций этих стран, происходило снижение их доходности.

Помимо программ выкупа активов, на снижение доходности влияли и другие факторы – ситуация на более высокорисковых рынках, которые активно росли с осени 2011 по начало 2015 года, обуславливая переток средств на фондовые рынки с долговых; изменение валютных курсов; прекра-

<sup>159</sup> Составлено по данным Европейского центрального банка: Debt securities issued by euro area residents (fixed composition) by original maturity// Debt securities// European Central Bank: website. URL: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/securities/debt/html/index.en.html> (дата обращения: 16.03.2016).

шение программы количественного смягчения ФРС. Кроме того, серьезным фактором снижения доходности до начала выкупа активов было применение традиционного инструмента монетарной политики Европейским центральным банком – снижение ключевой процентной ставки. Со второго полугодия 2011 года она понижалась восемь раз, с 1,5% до 0. Также на снижение доходности работало и ожидание начала количественного смягчения, сигналы о котором ЕЦБ начал подавать с весны 2014 года. Все эти факторы обусловили не только снижение доходности на европейском долговом рынке, но и, что более примечательно, усиливающееся расхождение доходностей европейских и американских суверенных долговых обязательств (рис. 3).

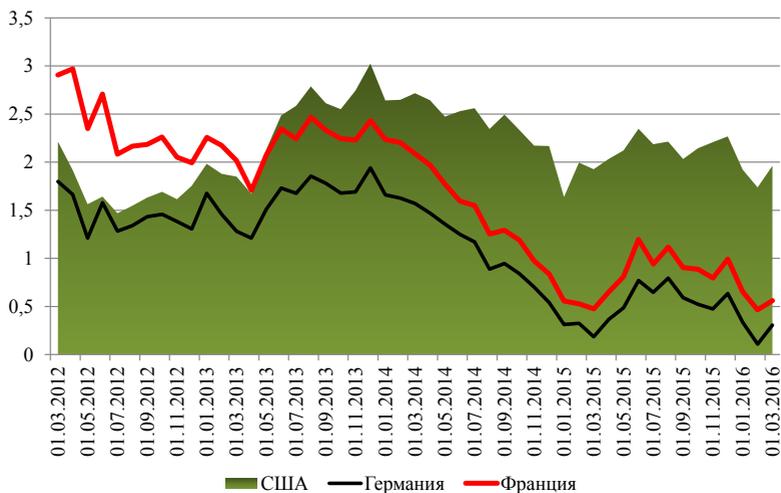


Рисунок 3. Сравнительная динамика доходностей 10-летних государственных облигаций Германии, Франции и США в 2012–2016 годах<sup>160</sup>

<sup>160</sup> Рассчитано по данным сайта Investing.com: Государственные облигации// Investing.com: website. URL: <http://ru.investing.com/rates-bonds/world-government-bonds> (дата обращения: 16.03.2016).

Это расхождение произошло в период, который можно назвать «передачей эстафеты QE» двумя крупнейшими центральными банками развитых экономик – от ФРС к ЕЦБ. Если весной 2013 года доходность бумаг США и двух крупнейших эмитентов госбумаг еврозоны – Германии и Франции – оставались на примерно одном уровне, то по мере активизации риторики о начале QE в еврозоне и ее сворачивании в США с последующей реализацией соответствующих мер, кривые доходности начали все больше расходиться. После окончания американской программы в октябре 2014 года и старта ее европейского аналога в начале 2015 года спред между доходностями облигаций США и Германии с Францией достиг максимального уровня порядка 1,5–1,8 процентных пунктов, на котором и оставался в дальнейшем.

В результате ценные бумаги эмитентов с примерно одинаковым кредитным рейтингом, занимающих лидирующие позиции на мировом рынке резервных валют стали очень существенно отличаться своей доходностью, что предопределило инвестиционные предпочтения в пользу казначейских обязательств США. Именно в этот период «трансфера программы количественного смягчения» из США в еврозону произошли наиболее заметные сдвиги в структуре размещенных валютных резервов мира. С I квартала 2014 года по III квартал 2015 года доля доллара в размещенных мировых резервах подскочила с 60,8 до 64%, а доля евро упала с 24,3 до 20,3%<sup>161</sup>. То есть политика Европейского центрального банка обеспечила, помимо прочего, резкое увеличение привлекательности резервирования средств в долговых обязательствах Казначейства США за счет снижения доходности аналогичных европейских инструментов.

---

<sup>161</sup> World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves// IMF DATA// International Monetary Fund: website. URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4> (дата обращения: 16.02.2016).

Было ли это только побочным эффектом монетарного стимулирования, направленного на оживление экономики еврозоны, или такая помощь рынку американского госдолга также была в числе целей ЕЦБ (пусть и не афишируемых), можно только предполагать. Вне зависимости от осознанности последствий политики ЕЦБ, ее фактическим результатом стало снижение конкурентоспособности государственных ценных бумаг стран еврозоны на рынке международных резервов и рост привлекательности казначейских обязательств США. В этой связи можно отметить, что формально координация усилий ФРС и ЕЦБ в процессе регулирования финансовых рынков не осуществляется. Так, на официальном сайте Европейского центрального банка в разделе, посвященном взаимодействию центральных банков, говорится, что «сущность кооперации центральных банков – это трансфер компетенций и ноу-хау»<sup>162</sup>, а вся деятельность ЕЦБ в этом направлении описывается исключительно в рамках сотрудничества с центральными банками стран еврозоны и европейских партнеров, не входящих в эту организацию.

Можно также отметить, что и в целом проблематика сотрудничества ведущих мировых центральных банков ограничена преимущественно информационно-консультативными контактами и не включает конкретные рычаги и методы согласованного влияния на мирохозяйственные процессы. Даже в контексте координации беспрецедентных усилий центральных банков по борьбе с мировым финансовым кризисом и его последствиями почти всегда рассматривается только один аспект – валютные свопы, позволяющие национальным банкам предоставлять ликвидность своим банкам в иностранной валюте, кото-

---

<sup>162</sup> Central bank cooperation// International Affairs// European Central Bank: website. URL: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/international/assistance/html/index.en.html> (дата обращения: 17.03.2016).

рую, в свою очередь, им поставляли через этот механизм зарубежные центральные банки – партнеры. Этот механизм является скорее техническим, нежели регулятивным (стимулирующим), что же касается именно проведения скоординированной монетарной политики, ее примеры единичны и включают только согласованные снижения процентных ставок в разгар кризиса в 2009–2010 годах. Ряд исследователей, занимавшихся проблемой координации действий ведущих центральных банков мира, также отмечают, что такая координация скорее отсутствовала.

Так, Daniel Drezner отмечает, что «тесная координация среди ключевых центральных банков в период после кризиса 2008 года выглядит скорее исключением, чем правилом»<sup>163</sup>. Tamim Bayomi считает, что после последовательного объявления о начале нетрадиционных мер монетарного стимулирования центральными банками США, еврозоны, Англии и Японии в 2009–2010 годах, не было примеров скоординированных действий ведущих мировых регуляторов<sup>164</sup>.

Тем не менее, отсутствие формальной координации действий ФРС с другими ведущими центральными банками развитых стран не отменяет отмеченного выше совпадения старта программы по выкупу активов ЕЦБ, способствовавшей росту вложений в американские облигации, с периодом сокращения спроса на эти ценные бумаги, который европейская программа PSPP помогла выровнять. Понижение инвестиционной привлекательности европейских долговых обязательств по сравнению с конкурирующими американскими инструментами, вольно или неволь-

---

<sup>163</sup> D.W.Drezner. The international cooperation problem that keeps me up at night// The Washington Post, 11.06.2015. website. URL: <https://www.washingtonpost.com/posteverything/wp/2015/06/11/the-international-cooperation-problem-that-keeps-me-up-at-night> (дата обращения: 17.03. 2016).

<sup>164</sup> Tamim Bayomi. After the Fall: Lessons for Policy Cooperation from the Global Crisis// International Monetary Fund// IMF Working Paper// WP/14/97. P. 9.

но, укладывается в рамки второго обозначенного выше направления повышения спроса на казначейские обязательства США. Однако это направление в целом все же не способно радикально повысить спрос на американский долг, обеспечивая долгосрочную и устойчивую низкую доходность в целях обеспечения стабильности системы государственных финансов в условиях постоянного роста объема госдолга.

Значительно более многообещающим является другой метод – создание рыночных условий, при которых инвестиционная привлекательность американских долговых бумаг значительно повышается. Такими условиями являются неопределенность и турбулентность на мировых рынках, которые могут эволюционировать до стадии полномасштабного глобального финансового кризиса. Именно кризис 2007–2009 годов резко повысил спрос на казначейские обязательства США как на актив-убежище, что привело к таким последствиям, как смена тенденции снижения доли доллара в мировых резервах (и разворот тенденции на рост доли в них евро), значительное укрепление доллара к основным мировым валютам, резкое снижение доходности американских облигаций (как, впрочем, и других долговых инструментов). Сравнительные индикаторы ключевых для стабильности ситуации с государственным долгом США параметров в 2007 и 2009 годах приведены в таблице 4 и демонстрируют значительное их улучшение на фоне сильного роста объема федерального долга, которое произошло за эти годы.

**Таблица 4. Изменение некоторых параметров финансовой системы США в период кризиса 2007–2009 годов<sup>165</sup>**

	2007 год	2009 год
Валовые выплаты процентов по казначейским обязательствам, млн долл.	429 966	383 073
Чистые выплаты процентов по казначейским обязательствам, млн долл.	237 109	186 902
Доля чистых выплат процентов в расходах федерального бюджета, %	8,7	5,3
Соотношение стоимости обслуживания федерального долга и ВВП, %	1,64	1,3
Доходность 10-летних казначейских обязательств, среднегодовая, % годовых	4,63	3,26
Курс доллара к евро, на конец года	1,487	1,368
Объем федерального государственного долга, на конец года, млрд долл.	8 989	11 723

В период глобального финансового кризиса сократились абсолютные и относительные расходы по обслуживанию федерального долга, включая уменьшение нагрузки на бюджет, снизилась доходность долговых обязательств, вырос курс доллара. Все эти положительные для США как эмитента казначейских обязательств изменения произошли на фоне роста объема федерального долга и были непосредственно обусловлены возникновением и разрастанием мирового кризиса, так как именно кризисные явления вызвали сжатие ликвидности на большинстве секторов мировых рынков и

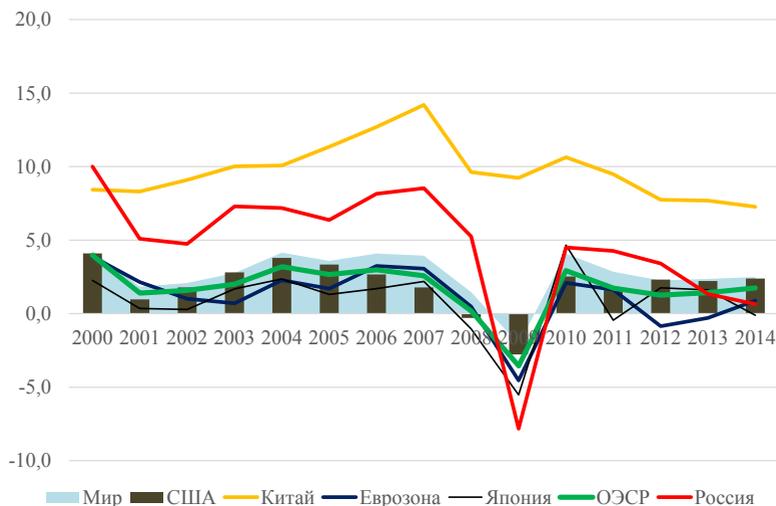
<sup>165</sup> Составлено по данным из следующих источников: Государственные облигации// Investing.com: website. URL: <http://ru.investing.com/rates-bonds/world-government-bonds> (дата обращения: 16.03.2016); Table 3.2–OUTLAYS BY FUNCTION AND SUBFUNCTION: 1962–2021// Historical Tables// Office of Management and Budget// The Administration// The White House: website. URL: <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals> (дата обращения: 9.03.2016); Federal Debt: Total Public Debt// Federal Reserve Bank of St Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEBTN> (дата обращения: 16.02.2016); Federal Outlays: Interest as Percent of Gross Domestic Product// Federal Reserve Bank of St Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEBTN> (дата обращения: 17.03.2016); EUR/USD – Евро Доллар США// Investing.com: website. URL: <http://ru.investing.com/currencies/eur-usd> (дата обращения: 17.03.2016).

привели к уходу этой ликвидности в американский государственный долг. Таким образом, система государственных финансов США и ее ключевые компоненты фактически стали бенефициаром мирового финансового кризиса.

Оставляя за рамками причин возникновения и эскалации кризиса 2007-2009 годов конспирологические версии о роли США, можно, тем не менее отметить, что ключевые события и триггеры соответствующих процессов имеют американское происхождение. Первоначальным толчком к кризису стали проблемы на ипотечном рынке США 2007 года (возникновение которых стало возможным благодаря политике американских регуляторов), эскалация кризиса происходила с активным участием гипертрофированных рынков деривативов, ключевую роль на которых играли финансовые институты США, острая фаза кризиса была спровоцирована банкротством американского инвестиционного банка Lehman Brothers в сентябре 2008 года, а к числу наиболее знаковых событий кризиса относятся крупнейшие в истории корпоративное (General Motors) и муниципальное (г. Детройт) банкротства.

Несмотря на то, что американская экономика, ее эмитенты и рынки были в эпицентре наиболее разрушительных фаз кризиса, результаты этого кризиса парадоксальным образом оказались для США значительно менее негативными, чем для других экономик. Это проявилось не только по линии государственной финансовой системы, но и в части макроэкономических тенденций. В частности, темпы падения ВВП США оказались меньшими, а их восстановление произошло быстрее, чем у других экономических центров мира (рис. 4). При этом в посткризисный период рост американской экономики практически сравнялся со среднемировыми показателями, от которых в предкризисный период существенно отставал, и ВВП США в период 2010–2014 годов рос наиболее

быстрыми темпами по сравнению с другими крупнейшими развитыми экономиками и опережал средний показатель роста по ОЭСР, чего не было в предкризисный период.



**Рисунок 4. Сравнительная динамика темпов роста ВВП ведущих экономик мира в 2000–2014 годах, %<sup>166</sup>**

В результате кризиса американская экономика также резко оторвалась от своего основного конкурента, в том числе и в сфере мировых финансов – объединенной экономики еврозоны. Если в 2008 году размер ВВП еврозоны почти достиг уровня американского аналога, составив 14,1 трлн долл. против 14,7 трлн в США (96%), то после кризиса и его последствий для Европы отставание еврозоны постоянно увеличивалось и к 2014 году достигло 4 трлн долл. (13,4 трлн против 17,4 трлн), а соотношение ВВП еврозоны и США снизилось до 77%. Ранее такое соотношение наблюдалось в 2003 году,

<sup>166</sup> Рассчитано по данным Всемирного банка: World Development Indicators// World DataBank// The World Bank: website. URL: [http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.МКТР.KD.ZG&id=af3ce82b&report\\_name=Popular\\_indicators&populartypе=series&ispopular=y#](http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.МКТР.KD.ZG&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartypе=series&ispopular=y#) (дата обращения: 21.03. 2016).

при том, что в тот период в состав еврозоны входило на пять стран меньше.<sup>167</sup>

Более быстрое восстановление позиций США в макроэкономике было обусловлено несколькими факторами, в числе которых можно выделить агрессивную стимулирующую политику государства и ФРС, а также приток инвестиций в США, которые в период кризиса рассматривались инвесторами как «тихая гавань». Так, в разгар кризиса, в 2008 году приток прямых иностранных инвестиций в США составил 306 млрд долл., почти в три раза больше уровня 2005 года (104,7 млрд долл.) на фоне резкого сокращения этого показателя для еврозоны, где он уменьшился до 123 млрд долл. с 517 млрд годом ранее<sup>168</sup>. Впрочем, фактор притока прямых иностранных инвестиций в экономику США не столь существенен по сравнению с фактором государственной поддержки экономики (роста бюджетных расходов, монетарного стимулирования и т.д.), который был значительно масштабнее. Так, размер расходов федерального бюджета с 2007 по 2009 год вырос на 0,8 трлн долл. – с 2,729 до 3,518 трлн.<sup>169</sup>

Как расходы государственного бюджета, так и стимулирующая монетарная политика ФРС опирались в ходе своей реализации на рынок государственного долга США и на рост федеральных заимствований, в том числе на международном уровне. Рост эмиссии государственного долга находил опору в растущем спросе на казначейские обязательства США в условиях падения финансовых рынков и усилий инвесторов найти убежище для своих денег. В этой ситуации происходил интенсивный рост вложений иностранных инвесторов в

---

<sup>167</sup> В период с 2003 по 2014 год к еврозоне присоединились Словения (2007 г.), Кипр (2008 г.), Словакия (2009 г.), Эстония (2011 г.) и Латвия (2014 г.).

<sup>168</sup> Foreign direct investment: Inward and outward flows and stock, annual, 1980-2014// UNCTADStat: website. URL: [http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?IF\\_ActivePath=P,5](http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?IF_ActivePath=P,5) (дата обращения: 21.03.2016).

<sup>169</sup> Federal Net Outlays// Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYONET> (дата обращения: 17.03.2016)

государственный долг США – за период с января 2007 года по декабрь 2010 года объем казначейских обязательств у зарубежных держателей вырос более чем в два раза – с 2121 до 4436 млрд долл.<sup>170</sup> Этот рост происходил быстрее, чем рост объема самого долга, который увеличился за аналогичный период с 8680 до 14 025 млрд долл.<sup>171</sup>, или на 61%. опережающий рост вложений иностранных инвесторов в государственный долг США был значительно более масштабным по сравнению с притоком прямых иностранных инвестиций и стал одним из основных источников финансирования повышенных в период кризиса расходов федерального бюджета. Суммарный прирост этих расходов относительно уровня предкризисного 2006 года, в котором они составили 2655 млрд долл., составил за четыре последующие года 2066 млрд долл. (расходы федерального бюджета составляли 2728 млрд в 2007 г., 2983 млрд в 2008 г., 3518 млрд в 2009 г. и 3457 млрд в 2010 г.<sup>172</sup>), а прирост иностранных вложений в государственный долг США, как было указано выше – 2315 млрд, то есть можно сказать, что стимулирующие расходы государства по поддержке экономики были профинансированы иностранными инвесторами.

Таким образом, условия мирового кризиса позволили государственной финансовой системе США увеличить спрос на долговые обязательства, снизить стоимость заимствований и обслуживания госдолга, а также получить дополнительные источники фондирования программ стимулирования экономики. Сама экономика при этом испытала меньшие шоки и быстрее восстановилась от кризиса по сравнению с

---

<sup>170</sup> Major Foreign Holders Of Treasury Securities// Securities (B): Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities// U.S. Department of the Treasury: website. URL: <http://ticdata.treasury.gov/Publish/mfhhis01.txt> (дата обращения: 24.03.2016).

<sup>171</sup> Federal Debt: Total Public Debt// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEBTN> (дата обращения: 24.03.2016).

<sup>172</sup> Federal Net Outlays// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYONET> (дата обращения: 17.03.2016)

другими экономическими центрами мира, укрепив при этом свои позиции на мировых рынках<sup>173</sup>. Такие результаты глобального финансового кризиса сложно отнести к негативным последствиям для американской экономики в контексте борьбы за сохранение стратегического доминирования в мирохозяйственной системе. Кризис, который укрепляет позиции в международной экономической системе и усиливает ключевую для США сферу государственных финансов, вряд ли может рассматриваться как угроза, скорее – как возможность для еще большего усиления влияния в мире. В этой связи текущая ситуация с американским государственным долгом может рассматриваться в контексте ее урегулирования посредством создания аналогичных условий для повышения инвестиционной привлекательности долговых обязательств. Даже если эти условия предполагают формирование и эскалацию нового глобального кризиса.

Урегулирование, хотя бы временное, проблемы государственного долга США должно базироваться на удержании уровней доходности на низком уровне в течение более или менее длительного времени, что позволит постепенно сократить относительные параметры госдолга при условии устойчиво растущей экономики. Напротив, обратный сценарий, предполагающий рост доходности долговых бумаг и стоимости обслуживания долга в условиях стагнирующей экономики, будет означать раскручивание спирали коллапса государственных финансов в следующей последовательности: рост доходности долговых обязательств – рост стоимости обслуживания долга – ускорение роста долга – рост доли бюджетных расходов на обслуживание долга и сокращение других расходов – замедление роста ВВП из-за сокращения бюджетных расходов – необходимость увеличения объемов за-

---

<sup>173</sup> Укрепление позиций США на мировых финансовых рынках в посткризисный период было рассмотрено в п. 1.1 настоящей монографии.

имствований – ухудшение относительных параметров государственного долга и рост доходности госбумаг в результате увеличения премии за риск при их ухудшающемся качестве – новый цикл указанных фаз. Таким образом, для монетарных регуляторов США в настоящее время критически важно поддерживать низкую доходность государственных облигаций, так как при существующих объемах федерального долга рост доходности может вызвать лавинообразное нарастание проблем. На конец 2015 года объем федерального долга исчислялся почти 19 трлн долл. Это означает, что каждый процентный пункт роста доходности этого долга повышает объем выплат из федерального бюджета на 190 млрд долл. в год. При размере расходов федерального бюджета в 2015 году в 3,69 трлн долл. рост доходности казначейских обязательств на один процентный пункт означает рост бюджетных расходов на дополнительные 5%, что очень существенно.

При этом в условиях бескризисного состояния мировых финансовых рынков, как было показано выше, спрос на казначейские обязательства США имеет устойчивую тенденцию к снижению, а их доходность – к росту. Поэтому вероятность быстрого повышения доходности и стоимости обслуживания государственного долга при стабильной ситуации в мировой экономике очень высока, а это означает столь же вероятное и быстрое раскручивание кризисной спирали в системе государственных финансов США с крайне негативными последствиями не только для рынка собственно госдолга, но и для экономики в целом с перспективой быстрой утраты глобального лидерства сначала на финансовых рынках, затем в макроэкономике и, наконец, в геополитике. Альтернативой обвалу рынка государственного долга США выступает только сценарий эскалации мирового финансового кризиса, который неизбежно актуализирует роль казначейских обязательств как «актива-убежища», повысит падающий спрос на

эти бумаги и снизит, тем самым, их доходность и стоимость обслуживания федерального долга.

Условия для финансового кризиса уже сформированы, и на некоторых сегментах рынка он начался в конце 2014 года (товарные рынки, некоторые развивающиеся фондовые рынки). Триггером же для старта основной фазы кризиса – обвала развитых фондовых рынков и схлопывания кредитных пузырей – является новый цикл повышения ставок ведущими центральными банками, прежде всего, ФРС США. О том, что повышение ставки ФРС может спровоцировать новый мировой кризис высказывались многие эксперты разных уровней. Среди такого рода мнений можно выделить оценку текущей ситуации Банком международных расчетов (The Bank for International Settlements – BIS), которая связывает возможный обвал мировых рынков вследствие повышения ставки ФРС с чрезмерным уровнем кредитования экономики, превышающим показатели 2007 года: «уровни задолженности достигли экстремальных значений во всех основных регионах глобальной экономики, оставляя финансовую систему чрезвычайно уязвимой к монетарному ужесточению ФРС»<sup>174</sup>. Это мнение было высказано в сентябре 2015 года и уже декабрьские итоги повышения ставки ФРС подтвердили его обоснованность – эта мера вызвала новый виток обвала товарных цен и резкое падение фондовых рынков по всему миру на 10–20%.

Таким образом, влияние ФРС на мировые рынки в текущей ситуации весьма велико, что дает американскому регулятору возможность воздействовать на глобальную финансовую конъюнктуру, в том числе, ухудшая ее в интересах поддержания спроса на долговые обязательства США. При этом выбор альтернатив, имеющихся у ФРС в текущей ситу-

---

<sup>174</sup> A. Evans-Pritchard. US interest rate rise could trigger global debt crisis// The Telegraph, 14 Sep 2015. URL: <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/11858952/BIS-fears-emerging-market-maelstrom-as-Fed-tightens.html>.

ации, невелик, и включает три возможные линии поведения, каждая из которых будет иметь негативные последствия, но в различных сферах. Первая линия – поступательное повышение ставки в соответствии с объявленным в 2015 году курсом. Эта политика чревата ухудшением ситуации в экономике США и высокой вероятностью эскалации мирового финансового кризиса с его переходом в острую фазу. Вторая линия – отступление от курса на ужесточение монетарной политики – сначала «вербально», а затем и реальными мерами в виде снижения ставки и начала новых раундов количественного смягчения. Эта политика опасна не только новым витком раздувания пузырей на всех секторах мировых рынков, но и спадом спроса на казначейские обязательства в условиях роста аппетита инвесторов к риску, что приведет к росту доходности облигаций и увеличению нагрузки на федеральный бюджет с дальнейшим осложнением ситуации в государственной финансовой системе в целом. Именно такой была реакция рынков на запуск программы QE в конце 2008 года, когда доходность казначейских обязательств выросла в течение последующих полутора лет примерно в 1,5 раза. Этот сценарий стратегически наиболее опасен для экономики США. Наконец, существует и третья линия поведения, продолжающая практику последних лет – лавирование ФРС между стимулирующей и ограничительной политикой, без решительных действий, с удержанием ставки на существующем уровне и влиянии на рынок исключительно вербальными средствами с периодической сменой риторики в зависимости от текущей ситуации. Эта линия поведения, однако, не изменит тенденции на постепенное ухудшение ситуации со спросом на казначейские обязательства и ростом их доходности, которая проявилась в период 2013–2015 годов, когда центральный банк США практиковал именно такую половинчатую политику.

Во всех этих трех альтернативах, по нашему мнению, имеются кризисообразующие компоненты, наиболее явно проявляющиеся, конечно, в полярных сценариях ужесточения или смягчения монетарной политики. Однако сферы приложения негативных последствий этих альтернатив различны – если в случае ужесточения монетарной политики основной удар придется на мировые рынки и отчасти, на корпоративный финансовый сектор США, то в случае ее смягчения под сильной угрозой окажутся государственные финансы США, рынок казначейских обязательств. Поэтому выбор вектора монетарной политики ФРС обуславливается балансом итогового негатива для американских экономических интересов. Учитывая, что итоги прошлого глобального кризиса, как было показано выше, в целом укрепили позиции США в мировой финансовой системе, а также тот факт, что рынок государственного долга является краеугольным камнем американского доминирования в этой системе, можно прогнозировать выбор ФРС в пользу ужесточения монетарной политики. Такой выбор будет усиливать давление на мировые рынки и может спровоцировать усиление кризиса до сценария их обвального падения, но при этом практически гарантирует рост спроса на государственные облигации США и снижение их доходности, что приведет к снижению стоимости обслуживания госдолга, уменьшению бюджетных расходов по этой статье и стабилизации ситуации с федеральной задолженностью в целом.

Манипулирование рынком государственного долга возможно и в рамках других сценариев – в частности, падение доходности государственных облигаций наблюдается и в периоды количественного смягчения через выкуп этих бумаг с рынка. Однако, учитывая уже перегруженный баланс ФРС ранее выкупленными облигациями, новое количественное смягчение ради стабилизации доходности на низких уровнях

представляется менее приемлемым вариантом. Сценарий нового витка дестабилизации мировых рынков, их высокой турбулентности и волатильности, а по сути – управляемого ФРС хаоса, который вынуждает инвесторов всех типов и регионов мира покупать обязательства Казначейства США как наименее рискованный актив – представляется значительно более удобным для американских финансовых властей. На наш взгляд, именно этот сценарий и будет реализовываться в перспективе ближайших нескольких лет, несмотря на то, что и для самой американской экономики политика ужесточения будет означать негативные последствия. Проблемы финансового сектора, который окажется под ударом из-за падения рынков, ухудшение ситуации в реальном секторе вследствие роста курса доллара и снижения экспортных возможностей, а также падения сырьевых цен, рост отрицательного сальдо торгового баланса США. Все эти последствия ужесточения монетарной политики ФРС будут ценой попытки нормализации ситуации с государственным долгом и недопущения роста бюджетных проблем из-за увеличения расходов на его обслуживание вследствие повышения доходности казначейских обязательств.

Для мировой же экономики стремление американских регуляторов стабилизировать спрос и доходность государственных долговых обязательств будет означать усугубление кризисных явлений, так как ужесточение монетарной политики ФРС вызовет волну падения на большинстве секторов финансовых рынков, включая товарные, фондовые, долговые. Последствиями этого падения станут проблемы сначала в мировом банковском секторе и у институциональных инвесторов, а затем, через банки, которые будут вынуждены снизить объемы кредитования, эти проблемы перейдут в реальный сектор экономики. Следующим этапом станет ухудшение ситуации в сфере государственных финансов

и обусловленная ими напряженность в социальной сфере. При этом степень остроты возникающих на мировых рынках проблем будет пропорционально влиять на снижение доходности американских долговых обязательств и облегчение федерального долгового бремени США, что в сложившихся условиях делает эскалацию мирового финансового кризиса усилиями ФРС в интересах американского Казначейства наиболее вероятным сценарием для мировой экономики на ближайшие годы.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. 93 миллиона безработных в США. Был ли прав Трамп? // Вести. Экономика. – 21.08.2015. URL: <http://www.vestifinance.ru>.
2. Акерман Э. SEC готовит стресс-тесты для инвестиционных фондов // Ведомости. – 09.09.2014. URL: <https://www.vedomosti.ru>
3. В США придумали способ увеличить ВВП на 400 миллиардов долларов // Lenta.ru. – 23.04.2013. URL: <http://lenta.ru/news>.
4. Государственные облигации // Investing.com. URL: <http://ru.investing.com>.
5. ЕЦБ запустил программу количественного смягчения на €1,1 трлн // РБК. – 22.01.2015. URL: <http://www.rbc.ru>.
6. Международные резервы Российской Федерации. Центральный банк Российской Федерации: URL: <http://www.cbr.ru>.
7. Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. Центральный банк Российской Федерации. URL: <http://www.cbr.ru>.
8. Опрос: США идут в неправильном направлении // Вести. Экономика. – 04.08.2015. URL: <http://www.vestifinance.ru>.
9. Продажи Caterpillar указывают на глобальную рецессию // Вести. Экономика. – 22.07.2015. URL: <http://www.vestifinance.ru>.
10. «Цунами» в \$400 млрд ударит по финансовому рынку США // Вести. Экономика. – 24.02.2016. URL: <http://www.vestifinance.ru>.
11. Экономика США: обещания аналитиков vs реальность // Вести. Экономика. – 18.08.2015. URL: <http://www.vestifinance.ru>.

12. 10-Year Treasury Constant Maturity Rate // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

13. A Decade of Flat Wages. The Key Barrier to Shared Prosperity and a Rising Middle Class. By Heidi Shierholz and Lawrence Mishel | August 21, 2013. URL: <http://www.epi.org>.

14. America's Youngest Outcasts. A Report Card on Child Homelessness. American Institutes for Research. THE NATIONAL CENTER ON Family Homelessness. November 2014. P. 15. URL: <http://www.homelesschildrenamerica.org>.

15. Analytical Perspectives, Budget of the United States Government, Fiscal Year 2016. P. 32. The White House. Office of Management and Budget: URL: <https://www.whitehouse.gov>.

16. Asset purchase programmes // Open market operations. European Central Bank. URL: <http://www.ecb.europa.eu>.

17. Auction allotment data investor class descriptions // Investor Class Auction Allotments. Resource Center // US Department of the Treasury: URL: <https://www.treasury.gov>.

18. Average (Mean) Duration of Unemployment, Weeks, Annual, Seasonally Adjusted // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>. URL: <http://www.ecb.europa.eu>.

19. Balance on Current Account, NIPA's, Billions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted Annual Rate // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <http://research.stlouisfed.org>.

20. Balance on Goods and Services (Discontinued Series) // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

21. Bank of Japan: Total Assets for Japan // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

22. Banks write off record level of corporate debts. Philip Aldrick, *The Telegraph*, 13 Nov 2011. URL: <http://www.telegraph.co>.

23. Baum C., Karpava M., Schäfer D., Stephan A. (2014). Credit Rating Agency Downgrades and the Eurozone Sovereign Debt Crises // URL: <http://www.bc.edu>.

24. Bayomi T. After the Fall: Lessons for Policy Cooperation from the Global Crisis // International Monetary Fund // IMF Working Paper // WP/14/97. P. 9.

25. Bill Auctions – Data from October 2009-present // Investor Class Auction Allotments // Resource Center // US Department of the Treasury: website. URL: <https://www.treasury.gov>.

26. BIS Quarterly Review, March 2015. URL: <http://www.bis.org>.

27. Central Bank Assets for Euro Area // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. Central bank cooperation // International Affairs // European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu>.

28. Charge-Off and Delinquency Rates on Loans and Leases at Commercial Banks. Charge-Off Rates, All Banks, NSA. Board of Governors of the Federal Reserve System. Economic Research & Data. URL: <http://www.federalreserve.gov>.

29. Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

30. Contributions to Percent Change in Real Gross Domestic Product by Industry. Industry Data // Interactive Access to Industry Economic Accounts Data: GDP by Industry: U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis: URL: <http://www.bea.gov> .

31. Coupon Auctions – Data from October 2009-present // Investor Class Auction Allotments // Resource Center //

US Department of the Treasury: website. URL: <https://www.treasury.gov>.

32. Credit Rating // Indicators // TradingEconomics. URL: <http://www.tradingeconomics.com>.

33. Crude Oil Prices: Brent – Europe // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

34. Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER). IMF eLibrary Data. URL: <http://data.imf.org>.

35. DAILY TREASURY STATEMENT. Cash and debt operations of the United States Treasury // Monday, March 7, 2016 // Cash and Debt Management and Forecasting // Resource Center // U.S. Department of the Treasury. URL: <https://www.fms.treas.gov>.

36. Debt securities issued by euro area residents (fixed composition) by original maturity // Debt securities // European Central Bank. URL: <http://www.ecb.europa.eu>.

37. Dow Jones Industrial Average // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

38. Drezner D.W. The international cooperation problem that keeps me up at night // The Washington Post. – 11.06.2015. URL: <https://www.washingtonpost.com>.

39. Economic Composite Index Suggests Restocking Cycle Is Over. Tuesday, 24 February 2015. Street Talk. URL: <http://streettalklive.com>.

40. Economic Policy Institute. 2012. “Title of chart” [chart]. The State of Working America. Washington, D.C.: Economic Policy Institute. Access date. <URL>. URL: <http://stateofworkingamerica.org>.

41. Effective Federal Funds Rate // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

42. EUR/USD – Евро Доллар США // Investing.com: website. URL: <http://ru.investing.com>.

43. Evans-Pritchard A. US interest rate rise could trigger global debt crisis // The Telegraph, 14 Sep 2015. URL: <http://www.telegraph.co>.

44. External positions of banks in individual reporting countries. Bank for International Settlements. Locational banking statistics. URL: <http://www.bis.org>.

45. EY Global IPO Trends. 2014 Q4. © 2014 EYGM Limited. URL: <http://www.ey.com>.

46. Factset Bayback Quaterly. September 21, 2015. URL: <http://www.factset.com>.

47. Federal Debt Held by Agencies & Trusts // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

48. Federal Debt Held by Federal Reserve Banks // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

49. Federal Debt Held by Foreign & International Investors // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

50. Federal Debt Held by Private Investors // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

51. Federal Debt: Total Public Debt // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

52. Federal government budget surplus or deficit (-), Billions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

53. Federal Government Current Receipts, Billions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted Annual Rate // Federal Reserve Bank

of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

54. Federal government current tax receipts, Billions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

55. Federal government total expenditures, Billions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted Annual Rate // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

56. Federal Government: Current Expenditures, Billions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted Annual Rate // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

57. Federal Net Outlays // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

58. Federal Outlays: Interest as Percent of Gross Domestic Product // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

59. Federal Surplus or Deficit [-] as Percent of Gross Domestic Product // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

60. Foreign direct investment: Inward and outward flows and stock, annual, 1980–2014 // UNCTADStat. URL: <http://unctadstat.unctad.org>.

61. FRY R. A Rising Share of Young Adults Live in Their Parents' Home. Pew Research Center, 1 августа 2013 г. URL: <http://www.pewsocialtrends.org>.

62. GENERAL PROFILE: UNITED STATES. UNCTADStat. URL: <http://unctadstat.unctad.org>.

63. Global price of Aluminum // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

64. Global price of Brent Crude // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

65. Global price of Copper // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

66. Global price of Wheat // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

67. Gov't Receipts, Expenditures & Investment// Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

68. Gross domestic product 2013. Explore. Create. Share: Development Data. World Databank. URL: <http://databank.worldbank.org>.

69. Gross domestic product at market prices; Final consumption expenditure of general government. National accounts (including GDP). Data. Main tables. Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu>.

70. Gross Domestic Product // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

71. Gross Fixed Capital Formation in United States, Billions of Dollars // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

72. Gross-Domestic-Product-(GDP)-by-Industry Data. U.S.Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov>.

73. HavenLife. Will My Kids Be “Better Off”? 2015 Next Generation Reality Report. P. 3. URL: <https://havenlife.com>.

74. Household Debt Service Payments as a Percent of Disposable Personal Income // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <http://research.stlouisfed.org>.

75. Interest Rates // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <http://research.stlouisfed.org>.
76. Inward and outward foreign direct investment flows, annual, 1970–2013. UNCTADStat Data Center. URL: <http://unctadstat.unctad.org>.
77. JAPAN. Last Updated: March 6, 2015. International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Time series data. International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org>.
78. John Williams’ Shadow Government Statistics. Alternate Unemployment Charts. URL: <http://www.shadowstats.com>.
79. Labor force characteristics. United States Department of Labor. Bureau of Labor Statistics. URL: <http://www.bls.gov>.
80. Labor Force Statistics from the Current Population Survey. United States Department of Labor. Bureau of Labor Statistics. URL: <http://www.bls.gov>.
81. M2 Money Stock // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.
82. MAJOR FOREIGN HOLDERS OF TREASURY SECURITIES (in billions of dollars). U.S.Department of the Treasury. Securities (B): Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities: URL: <http://www.treasury.gov>.
83. Market capitalization of listed domestic companies (current US\$) // The World Bank Data: <http://data.worldbank.org>.
84. Memorandum item: Securities Held in Custody for Foreign Official and International Accounts – Marketable U.S. Treasury Securities. Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED Economic Data. URL: <http://research.stlouisfed.org>.
85. Merchandise: Total trade growth rates, annual, 1950–2014 // UNCTADStat. URL: <http://unctadstat.unctad.org>.
86. Monetary Base; Currency In Circulation, Millions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <http://research.stlouisfed.org>.

87. Monetary Base; Total, Millions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted // Federal Reserve Bank of Saint Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

88. Monthly Statement of the Public Debt. U.S. // Department of the Treasury // Treasury Direct. URL: <http://www.treasurydirect.gov>.

89. National income and product accounts gross domestic product: second quarter 2015 (advance estimate) annual revision: 2012 through first quarter 2015. U.S. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov>.

90. Net domestic investment, Billions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted // Federal Reserve Bank of Saint Louis, FRED® Economic Data. URL: <http://research.stlouisfed.org>.

91. Net private domestic investment: Net fixed investment// Federal Reserve Bank of Saint Louis, FRED® Economic Data. URL: <http://research.stlouisfed.org>.

92. Net saving // Federal Reserve Bank of Saint Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

93. OECD (2015), Investment (GFCF) (indicator). doi: 10.1787/b6793677-en (Accessed on 28 July 2015). Investment (GFCF) Total, Million US dollars, 2000–2014. URL: <https://data.oecd.org>.

94. Percent Changes in Chain-Type Quantity Indexes for Value Added by Industry. Industry Data // Interactive Access to Industry Economic Accounts Data: GDP by Industry: U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov>.

95. Quarterly Publication of Individuals, Who Have Chosen To Expatriate, as Required by Section 6039G c I квартала 2001 по II квартал 2015 года. Federal Register. The Daily Journal of the United States Government. URL: <https://www.federalregister.gov>.

96. Real Gross Domestic Product, Percent Change from Preceding Period, Annual, Not Seasonally Adjusted // Federal

Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <http://research.stlouisfed.org>.

97. Real Gross Domestic Product // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>

98. Real Median Household Income in the United States // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <http://research.stlouisfed.org>.

99. Real personal consumption expenditures per capita // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

100. RMB internationalisation is increasingly fuelled by offshore countries beyond Hong Kong. SWIFT Press Release. 30 March 2015. URL: <http://www.swift.com>.

101. RMB now 8th most traded currency in the world. SWIFT Press Release, September 2013, p. 2. URL: <http://www.swift.com>.

102. S&P 500© // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

103. Spot Prices for Crude Oil and Petroleum Products // U.S. Energy Information Administration: website. URL: <http://www.eia.gov>.

104. Susanne Walker. Fed Custody Holdings Record Decline Fuels Russia Speculation. Bloomberg, March 14. URL: <http://www.bloomberg.com>.

105. SWIFT Annual Report 2001. P. 3. URL: <http://www.swift.com>.

106. SWIFT Annual Report 2007, p. 27. URL: <http://www.swift.com>.

107. SWIFT IN FIGURES. March 2015, p. 2. URL: <http://www.swift.com>.

108. Table 1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions. Credit and Liquidity Programs and the

Balance Sheet. Federal Reserve Board's web site: URL: <http://www.federalreserve.gov>.

109. Table 1.1.2. Contributions to Percent Change in Real Gross Domestic Product. National Data. National Income and Product Accounts Tables. U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov>.

110. Table 1.1.5. Gross Domestic Product. National Data. National Income and Product Accounts Tables. U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov>.

111. Table 1.1.8. Contributions to Percent Change in the Gross Domestic Product Price Index. National Data. National Income and Product Accounts Tables. U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov>.

112. Table 1.2–SUMMARY OF RECEIPTS, OUTLAYS, AND SURPLUSES OR DEFICITS (-) AS PERCENTAGES OF GDP: 1930–2020. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov>.

113. Table 2.2–PERCENTAGE COMPOSITION OF RECEIPTS BY SOURCE: 1934–2020. Historical Tables. The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov>.

114. Table 3.2–OUTLAYS BY FUNCTION AND SUBFUNCTION: 1962–2021 // Historical Tables // Office of Management and Budget // The Administration // The White House. URL: <https://www.whitehouse.gov>.

115. Table 6.1–COMPOSITION OF OUTLAYS: 1940–2020 // The White House. Office of Management and Budget: website. URL: <https://www.whitehouse.gov>.

116. Table 7.1–FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940–2021 // Historical Tables // Office of Management and Budget // The Administration // The White House. URL: <https://www.whitehouse.gov>.

117. Table A-15. Alternative measures of labor underutilization. URL: <http://www.bls.gov>.

118. The President's Budget for Fiscal Year 2016 // The White House. Office of Management and Budget. URL: <https://www.whitehouse.gov>.

119. Top Banks in the World 2014. Banks Around the World. URL: <http://www.relbanks.com>.

120. Total Central Bank Assets for United Kingdom // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

121. Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product, Percent of GDP, Annual, Seasonally Adjusted // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

122. Total reserves (includes gold, current US\$) // The World Bank Data. URL: <http://data.worldbank.org>.

123. Trade Balance: Goods and Services, Balance of Payments Basis, Millions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <http://research.stlouisfed.org>.

124. Trade Weighted U.S. Dollar Index: Major Currencies // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

125. Treasury Bulletin // Issue: December 2015 // U.S. Department of the Treasury. Bureau of the Fiscal Service: website. URL: <https://www.fiscal.treasury.gov>.

126. Trend or hiccup – could the internationalisation of the RMB be stalling? SWIFT RMB Tracker, November 2011. P. 2. URL: <http://www.swift.com>.

127. Unemployment Rate: Aged 15–64: All Persons for the United States // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

128. United States Department of Agriculture. Food and Nutrition Service. Supplemental Nutrition Assistance Program (SNAP). URL: <http://www.fns.usda.gov>.

129. United States Department of Labor. Bureau of Labor Statistics: HOUSEHOLD DATA. URL: <http://www.bls.gov>.

130. US 10 Year T-Note Futures Historical Data // Investing.com. URL: <http://www.investing.com>.

131. Value Added by Industry as a Percentage of Gross Domestic Product. Industry Data // Interactive Access to Industry Economic Accounts Data: GDP by Industry: U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. URL: <http://www.bea.gov>.

132. W. WANG, K. PARKER. Record Share of Americans Have Never Married. As Values, Economics and Gender Patterns Change. Pew Research Center. 24 сентября 2014 г. URL: <http://www.pewsocialtrends.org>.

133. Weighted-Average Effective Loan Rate for All Commercial and Industry Loans, All Commercial Banks // Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED® Economic Data. URL: <https://research.stlouisfed.org>.

134. WFE Statistics: MONTHLY REPORTS. URL: <http://www.world-exchanges.org>.

135. Where Are We with Market Valuations? Gurufocus.com. URL: <http://www.gurufocus.com>.

136. Who Is On Food Stamps, By State. Governing. The states and localities. URL: <http://www.governing.com>.

137. World Development Indicators // World DataBank // The World Bank. URL: <http://databank.worldbank.org>.

138. World Economic Outlook Database. April 2015. URL: <http://www.imf.org>.

139. Z1. Financial Accounts of the United States // Federal Reserve Statistical Release // Release Date: December 10, 2015. URL: <http://www.federalreserve.gov>.

## **Қазақстан Республикасының Президенті 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 алты ғылым докторы, он ғылым кандидаттары, PhD, саясаттану, тарих, экономика, әлеуметтану салаларының мамандары қызмет атқарады.

ҚСЗИ өзінің 23 жылдық қызметі барысында институт сарапшыларының қатысуымен халықаралық қатынас, ғаламдық және аймақтық қауіпсіздік мәселелері бойынша 250-ден астам кітап басып шығарған. Институт үш мерзімді ғылыми-сараптамалық журнал басып шығаруда: «Қоғам және Дәуір» тоқсандық ғылыми-сараптамалық журналы, «Қазақстан-Спектр» тоқсандық ғылыми 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](http://www.kisi.kz) сай-

тында жариялайды. ҚСЗИ-дың жеке сайты үш тілде: қазақ, орыс және ағылшын тілдерінде ұсынылған. 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, АҚШ-тың, Германияның, Жапонияның, Иранның, Қытайдың, Пәкістанның, Ресейдің, Түркияның, Үндістанның, Францияның 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 мекен-жайдан алуға болады:

Қазақстан Республикасы, 010000, Астана,  
Бейбітшілік көшесі, 4  
Тел.: +7 (7172) 75-20-20  
Факс: +7 (7172) 75-20-21  
E-mail: office@kisi.kz  
www.kisi.kz

## **Информация о Казахском институте стратегических исследований при Президенте Республики Казахстан**

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

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 шесть докторов наук, десять кандидатов наук, PhD, специалисты в области политологии, истории, экономики, социологии.

За 23 года деятельности в институте было издано более 250 книг по международным отношениям, проблемам глобальной и региональной безопасности. В КИСИ издаются три журнала: «Қоғам және Дәуір» (на казахском языке), «Казахстан-Спектр» (на русском языке), «Central Asia's Affairs» (на английском языке). Институт 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 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 эксперты из Казахстана и стран Центральной Азии, но и ученые из Германии, Индии, Ирана, Китая, Пакистана, России, США, Турции, Франции, Японии и др.

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, 010000, Астана,

ул. Бейбитшилик, 4

Тел.: +7 (7172) 75-20-20

Факс: +7 (7172) 75-20-21

E-mail: [office@kisi.kz](mailto:office@kisi.kz)

[www.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, and public administration agencies 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 six doctors and ten candidates of sciences and PhDs, who specialize in political science, history, economics and sociology.

During the twenty-three years of functioning the KazISS have published more than 250 books on international relations, global and regional security. The Institute publishes three journals: the *Kogam zhane Dayir* in Kazakh, the *Kazakhstan-Spectrum* in Russian and the *Central Asia's Affairs* in English. The KazISS has a trilingual website; in Kazakh, Russian, English.

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

The KazISS is the basis for the professional practice work for the students of the leading Kazakhstan universities and for the fellowships for both Kazakhstan's and foreign researchers.

Contact us for any further information:

4, Beybitshilik Str.

Astana, 010000

Republic of Kazakhstan

Tel: +7 (717) 75-20-20

Fax.: +7 (717) 75-20-21

E-mail: [office@kisi.kz](mailto:office@kisi.kz)

[www.kisi.kz](http://www.kisi.kz)

Для заметок

---

*Монография*

**В.Ю. Додонов**

**ИЗМЕНЕНИЕ РОЛИ США В МИРОВОЙ  
ЭКОНОМИКЕ: ТЕНДЕНЦИИ И ВЛИЯНИЕ  
НА ГЛОБАЛЬНУЮ СТАБИЛЬНОСТЬ**

Дизайн обложки: **Г.Н. Сейтахметова**

Верстка: **Е.В. Тушкова**

Подписано в печать 24.05.2016. Формат 60х90 1/16.

Бумага офсетная. Печать офсетная. Печ. л.16,5.

Тираж 500 экз.

Казахстанский институт стратегических исследований  
при Президенте Республики Казахстан  
010000, г. Астана, ул. Бейбитшилик, 4.

Отпечатано в типографии ОО «КРОИВА»  
г. Алматы, ул. Ч. Валиханова, д. 115.