

ДОЛГОВЫЕ КРИЗИСЫ в ЦЕНТРАХ и на ПЕРИФЕРИИ**Современный кризис суверенного внешнего долга
в развитых странах**

Глобальный финансово-экономический кризис зародился в 2007 г. в США в сфере ипотечного кредитования, но окончательно сформировался, как это принято считать, после краха крупнейшего американского инвестиционного банка *Lemon Brothers* в 2008 г. Обычно хронологические рамки этого кризиса ограничивают 2010 г.

Но за кризисом не последовало быстрого экономического возрождения. В 2011 г. темпы экономического роста развитых стран составят 1–1,5%, в том числе Европы 0,3–0,4%. Развивающиеся страны при темпах роста ВВП в 5–6% выступают в качестве двигателя развития мировой экономики, хотя полноценно выполнять ее они не могут. Назревает новый кризис. На сей раз главным источником его выступают проблемы суверенного (государственного) внешнего долга Европы. Долговые проблемы Европы с разных сторон, прямо и опосредовано ударят по мировой экономике, и ни одна страна, интегрированная в нее, не останется в стороне.

Многие эксперты полагают, что кризис может протекать в форме затяжной стагнации, которую по аналогии с Великой депрессией 30-х гг. окрестили Великой стагнацией. Долговые кризисы имели место и в прошлом веке, поэтому они не являются чем-то принципиально новым. Но, во-первых, они протекали только в развивающихся странах. Это позволило разработать методы оценки налоговой нагрузки стран должников и методы реструктуризации. Однако долги ПРС по своей сути отличались от долгов РС и наработанные методы не годятся. Во-вторых, как показала практика, долговые кризисы на периферии могут носить максимум региональный характер (кризисы 80-х гг. в Латинской Америке и ЮВВА в 1997–98). Хотя азиатский кризис и называли глобальным, но влияние его за пределами региона было весьма ограничено. Пережившие долговые

кризисы РС вели себя гораздо более сдержано, чем ПРС, которые не отдавали себе отчета, чем это может закончиться.

Долги развитых стран с 1980 г. по 2010 г. выросли со 170% ВВП до 320% ВВП. При этом долги развивающихся стран держались на относительно устойчивом уровне в 100% ВВП. В развитых странах долговая нагрузка по суверенному (государственному) долгу росла быстрее, чем нагрузки по корпоративному долгу. Это означало, что большая часть притока внешних ресурсов направлялась на покрытие бюджетного дефицита, и от такого использования финансовых ресурсов трудно было ожидать эффективной отдачи за счет чего можно было бы обслуживать и погашать долг. Это можно осуществить только за счет налогов.

В развитых странах не хватало ресурсов, за счет которых можно было финансировать приемлемые с точки зрения правительств этих стран высокие зарплаты и расходы на социальные нужды. Многие страны жили не по средствам, в долг, не очень отдавая себе отчет в том, как придется расплачиваться по долгам.

Многие развитые страны являются ведущими импортерами капитала. По данным на 2010 г. первое место в этом качестве занимают идущие на первом месте с большим отрывом США. Далее следуют Италия, Испания, Великобритания, Франция. Все эти страны испытывают долговые трудности. Интересно, что в десятку крупнейших импортеров капитала входит Греция, доля которой в мировом ВВП ничтожна, но которая больше всех наделала шума в связи с реструктуризацией ее долгов.

Если ранжировать страны по долговой нагрузке по суверенному долгу, то на первом месте окажется Япония – 220% ВВП. Однако, несмотря на столь тяжелое долговое бремя и длительный период стагнации, страна пока справляется с долговыми проблемами. На втором месте находится Греция – 166% ВВП. За ней следуют две также как и Греция проблемные страны еврозоны – Италия 119% ВВП и Португалия 106% ВВП. Далее следуют США – 87% ВВП. Но это особый случай, поскольку доллар является резервной валютой, и об этом мы еще будем говорить. Франция, один из лидеров еврозоны, при-

лагающая немало усилий для ее сохранения (совместно с Германией), тем не менее, несет высокую долговую нагрузку в 87%, что и находит соответствующее на цене ее суверенных облигаций и угрозах понизить кредитный рейтинг.

У Германии, от которой исходят радикальные предложения по реформированию еврозоны, долговая нагрузка также высока – 83% и ей предстоит спасти не только еврозону, но и себя. Испания относится к одной из самых проблемных стран еврозоны, хотя ее долговая нагрузка не столь уж высока – 67%, что всего на 7% превышает допустимый правилами ЕС уровень.

Стран с низкой долговой нагрузкой немало, но примечательно, что среди них находятся две крупнейшие державы: Китай и Россия, соответственно 18% ВВП и 11% ВВП. Столь благоприятная ситуация с суверенными долгами была в нашей стране не всегда. В 90-х гг. долговая обстановка была очень тяжелой. Но высокие цены на нефть помогли разрешить ее и обходиться без новых суверенных долгов. Наиболее остро долговые проблемы стоят в евровалютной зоне, в которую входят 17 европейских государств. Как получилось, что многие из них оказались в долговом кризисе?

Вхождение в группировку и использование общей авторитетной валюты, давало участникам зоны много преимуществ, многие страны-участницы ЕС стремились к членству в еврозоне. К моменту начала долгового кризиса набралось 17 таких «счастливчиков» из 27 членов ЕС. Но многие страны еврозоны, полагаясь на ее авторитет проводили безответственную бюджетную политику полагая, что наличие евро само по себе является гарантией от финансовых осложнений. Если проблемы и возникнут, то ЕС их спасет. Иначе как можно объяснить, что некоторые элементарные ограничения, предусмотренные Мaaстрихскими соглашениями (основополагающий документ ЕС) длительное время не соблюдались многими странами? Они не обращали внимания на то, что по договору бюджетный дефицит не должен превышать 3%, а если он превышал, то внешний долг, выходя за рамки 60% ВВП также предусмотренных упомянутыми соглашениями. Эти нормы должны соблюдать все страны ЕС. Но если страны, использующие национальную ва-

люту в случае утраты платежеспособности, берут все риски на себя, то страны, входящие в зону, частично перекалдывают их на зону, которая рискует развалиться.

Таким образом, сложился дисбаланс между фактически самостоятельной (суверенной) финансовой политикой стран, входящих и требованиям вытекающими в связи с наличием общей валюты.

Росту долговых обязательств способствовала также обстановка на финансовых рынках. Во время кризиса многие страны выбрасывали в оборот не обеспеченную денежную массу, чтобы таким образом стимулировать экономику. Поэтому разместить долговые обязательства по приемлемой цене было нетрудно.

Существуют разные прогнозы относительно дальнейшего существования зоны евро. Одни эксперты предсказывают ее скорый крах. Другие считают, что несмотря на это, она сохранится. Разные оценки даются относительно влияния на мировую экономику краха еврозоны. Одни эксперты предлагают исключить из зоны проблемные страны, другие наоборот настаивают на целостности зоны, так как она в противном случае развалится. Вариантов много, но пока ведущие страны зоны, Германия и Франция, стараются сохранить ее, одновременно усилив контроль со стороны региональных институтов.

Кто же эти страны, которые стали обузой для еврозоны и которые надо спасать не только ради них самих, но и в интересах зоны.

Условно еврозону делят на Север и Юг. Северные страны более развиты, более конкурентоспособны, их финансовое положение более устойчиво. В принципе это так, хотя и там с точки зрения долговой ситуации не везде и не все благополучно. Лишь небольшое число этих стран (не более пяти), и то не ведущих отвечают указанным нормам по размерам бюджетного дефицита и объему внешнего долга. Среди относительно отсталых (по европейским понятиям) периферийных южных стран было выделено четыре особо проблемных государства. Это Ирландия, Греция, Португалия, Испания. Первой приступила к реструктуризации своих долгов Ирландия. Как и следовало ожидать, она сопровождалась непопулярными действиями,

направленными на сокращение бюджетных расходов. Мера эта была крайне непопулярна, поскольку урегулирование (сокращения бюджетных расходов) затронуло социальные выплаты, привело к понижению зарплат. Однако процедура прошла относительно спокойно, без накала протестных выступлений, чего нельзя сказать о Греции, также осуществившей реструктуризацию долга.

В отношении Греции были предусмотрены обычные стандартные непопулярные меры, направленные на сокращение бюджетных расходов, что соответственно ведет к снижению жизненного уровня населения. Оно отреагировало на это акциями протеста. Правительство, вначале согласившееся с программой реструктуризации долга, отказалось от ранее принятого решения и решило провести референдум. В ответ МВФ отказался выдавать ранее согласованный кредит.

Раздавались призывы и к более радикальным мерам. Предлагалось вывести Грецию из состава еврозоны и заменить евро драхмой. Однако руководство зоны не решилось на столь рискованный шаг, опасаясь не столько за судьбу Греции, сколько еврозоны. В конечном итоге план реструктуризации долга был принят в первоначальном варианте. Но премьер-министр, пытавшийся снять с себя ответственность за непопулярные меры, вынужден был уйти в отставку.

По драматическому сценарию разворачивались события также в Италии, которая не была включена в список четырех проблемных стран. Премьер-министр Берлускони был отправлен в отставку с поста, который он занимал много лет. Италия – четвертая в еврозоне по экономическому потенциалу страна, и ее кризис вызвал гораздо большую тревогу, чем события в Греции.

Для проведения реструктуризации долга необходимы финансовые ресурсы, особенно если долговые платежи не просто переносятся, но частично списываются, как это было в случае с Грецией. В еврозоне существует стабилизационный фонд, который был сформирован из взносов стран участниц. Но он явно не был рассчитан на масштабы происходящих событий. В финансировании реструктуризации долгов также принимает участие МВФ. Но руководство Фонда в конце 2011 г. выступило с

очень мрачными прогнозами мировой экономики, заявило, что у МВФ недостаточно средств, чтобы реагировать на эти вызовы и призвало страны участницы пополнить его ресурсы. Долговая проблема в еврозоне столь угрожающа, что некоторые страны откликнулись на эти призывы и изъявили готовность принять участие в этом финансировании. К их числу относится Китай. В рамках ЕС функционирует также центральный банк (ЕЦБ). В его адрес высказывались пожелания также принять участие в рефинансировании долгов путем выкупа долговых обязательств.

Внешние заимствования могут осуществляться как в форме банковских кредитов, так и путем эмиссии долговых ценных бумаг, обычно облигаций (bank-based и market-based). В большинстве стран мира финансовые потоки, основанные на банковском кредите, превышают заимствование в форме эмиссии ценных бумаг. Только финансовую систему США можно характеризовать как market-based. Однако суверенные займы в Европе привлекались главным образом путем эмиссии облигаций на фондовом рынке. Этот вид заимствования содержит и для заемщика и для инвестора больше рисков, чем банковский кредит. Банки, прежде чем выдать кредит, тщательно рассчитывают платежеспособность заемщика. При этом они вынуждены соблюдать нормативы, установленные центральным банком. Все это, конечно, не дает гарантии от необслуживаемых (плохих кредитов). Так во время азиатского кризиса 1997–1998 гг. объем их в ряде банков превышал 1/2 от общей суммы предоставленных кредитов.

Особенно рискованны кредиты, выданные под плавающую процентную ставку, которая подвержена изменениям в зависимости от ситуации на мировом финансовом рынке. Так, в начале 80-х г. прошлого века по причине резкого, непредвиденного повышения ставки произошел региональный долговой кризис в Латинской Америке.

И все же банковские кредиты таят в себе меньше рисков, чем облигации, стоимость которых регулируется фондовым рынком, который сам по себе спекулятивен и неустойчив. При ухудшении финансово-экономического положения страны повышается цена (процент) ее суверенных облигаций, увеличива-

ется размер обслуживания долга, усиливается долговая нагрузка. Так рынок реагирует на происходящие события. Критической считается ставка в 7%. Ряд проблемных европейских стран уже достиг ее.

В центре кризисных событий обычно оказывается банковская система. В этом смысле не представляют исключения и банки еврозоны. Рейтинги многих из них понизились, и их пересмотр продолжается. Вкладчики многих проблемных (южных) банков уже перевели свои депозиты в более устойчивые, как им кажется, северные банки. Однако у последних также немало проблем. Основная масса суверенных облигаций южных стран была приобретена северными странами и в их собственности оказались проблемные активы. Таким образом реструктуризация и особенно списание долгов южных стран приносит убытки банкам северных стран. Банки многих северных стран традиционно много кредитов направляли за рубеж. В некоторых случаях внешнее кредитование превосходило внутреннее, и много средств направлялось своим южным соседям по зоне. Часто кредиты предоставлялись под поставку товаров. Из-за этого некоторые страны устойчиво сводили свои торговые балансы с активом, а их контрагенты с пассивом. Эта разбалансированность является, по мнению некоторых экспертов (ЮНКТАД), одной из серьезных причин кризиса в еврозоне.

Во время кризисов власти обычно стараются уберечь свою банковскую систему, и в первую очередь оказывают финансовую поддержку крупным банкам. Такого в еврозоне пока не происходит. Но нельзя исключать подобного развития событий, учитывая напряженное положение в банках ряда стран.

Долговой кризис, начавшийся как кризис южных стран, перекидывается и на Север. Угроза снижения кредитного рейтинга нависла над Францией, с долговыми проблемами сталкивается Бельгия. Сверхнормативная задолженность стран еврозоны (свыше 60% ВВП) на декабрь 2011 г. составило 2,63 трлн. евро. Она в четыре раза превышает объем европейского стабилизационного фонда. Между тем большая нагрузка по выплате долговых обязательств придется на 2012 г. Изыскивать ресурсы на эти цели будет очень затруднительно, поскольку темпы роста в этом году прогнозируются в пределах 0,3% годовых. Оче-

видно ЕС, и прежде всего еврозона, нуждаются в радикальном реформировании финансово-кредитных отношений.

Эту трудную и неблагодарную инициативу взяла на себя канцлер Германии А.Меркель. В декабре 2011 г. на саммите ЕС в Брюсселе она выступила с рядом инициатив, полностью поддержанных президентом Франции Н. Саркози. Однако многие другие участники саммита встретили этот проект совсем не восторженно.

Формат проекта «17». Это означает, что к нему должны присоединиться 17 стран еврозоны и какое-то количество стран ЕС, не входящих в зону. Приоритетное значение стран, входящих в еврозону и использующих общую валюту (евро) понятно.

Меркель предложила ограничить права («суверенитет») государственных органов при составлении бюджета и передать эти функции региональным институтам. Если же тем не менее нормы Маастрихтских соглашений будут нарушены, то автоматически должны последовать жесткие санкции.

Открыто против предложений страны-лидера решились выступить четыре государства – Великобритания, Венгрия, Чехия и Швеция. Затем в оппозиции осталась только Великобритания. Однако для реализации проекта А. Меркель предстоит принять ряд законов и создать механизм их реализации. С учетом прохладного отношения к проекту многих стран, можно полагать, что пока еще реформа находится на стадии переговоров. А между тем кризис в Европе продолжает углубляться, и остается только гадать, какие он примет формы и какое влияние окажет на мировую экономику.

Серьезные проблемы, вытекающие из наличия большого суверенного долга, хотя и не столь острые как в Европе, стоят в США. США самый крупный должник в мире. Суверенный долг Америки составляет 15 трлн. долл., а долговая нагрузка приближается к 100% ВВП. Бюджет в США сводится с большим дефицитом, также как и платежный баланс. Предстоит принять болезненные меры по его сокращению, тем более, что демократы и республиканцы оказались не в состоянии выработать согласованное решение по этому вопросу.

Специфика американского суверенного долга определяется тем, что доллар является основной резервной валютой. Поэтому США имеют возможность выпускать казначейские краткосрочные векселя, которые несмотря ни на что продолжают считаться безрисковым низкодоходным инструментом. В долларах сформировано около 60% золотовалютных резервов стран мира. Эти резервы нужны для того, чтобы профинансировать критический импорт, расплатиться по долгам и осуществить другие срочные валютные платежи. До тех пор пока существует спрос на эти американские ценные бумаги, США имеют возможность обслуживать свой суверенный долг за счет эмиссии денег, не рискуя развязать инфляцию. Американские казначейские векселя считаются надежной формой инвестирования. Но они приносят очень низкий доход. Поэтому существуют различные нормативные показатели оптимального размера золотовалютных резервов. Однако в некоторых странах они кратно, а то и на порядок превышают этот рубеж. Видимо, с одной стороны, это определяется высокими рисками в наше время для преодоления которых желательно иметь этот запас. С другой стороны, это может определяться недостатком проектов для эффективного вложения капитала. Самыми крупными золотовалютными резервами обладает Китай – свыше 3 трлн. долл. это 1/3 мировых резервов. Крупными резервами (в сопоставлении с ВВП) располагают азиатские НИС: Сингапур, Гонконг, Тайвань. Еще одним центром сосредоточения валютных резервов являются нефтедобывающие страны Ближнего Востока.

Почетное место в этом списке занимает Россия, золотовалютные резервы которой превышают 500 млрд. долл. Наличие их, а также стабилизационного фонда сформированного за счет нефтяных доходов, помогли во время глобального кризиса. Однако многие эксперты подвергают критике столь масштабный вывоз капитала за рубеж.

Перечисленные страны являются основными кредиторами США. От их поведения, их спроса на доллары зависит долговая ситуация в США, а также их возможности формировать бюджетные доходы и осуществлять бюджетные расходы. Однако на пути этой эмиссии стоят и другие ограничения.

В мае 2011 г. министр финансов США заявил, что страна близка к ограничительной черте в 14 трлн. долл., предусмотренной законом, и если в ближайшее время эта норма не будет повышена, то произойдет технический (частичный) дефолт доллара в связи с предстоящими платежами по обслуживанию долга.

Для этого демократам и консерваторам предстояло выработать совместное решение. В конечном итоге компромисс был достигнут и потолок был поднят на 2 трлн. долл. однако дискуссии проходили очень напряженно и создавалось впечатление, что доллару грозит технический дефолт. Это было бы серьезным потрясением для мировой экономики, и особенно для финансовых рынков. И все же эти события не остались без последствий. Рейтинговое агентство Стандарт энд Пурс понизило суверенный рейтинг самого высокого с AAA до AA. И хотя два других ведущих агентства не поддержали Стандарт энд Пурс, реакция финансовых рынков на эти перемены была бурной.

Но что более важно был поставлен вопрос об адекватности мировой валютной системы, основанной на долларе и евро. Этот вопрос обсуждался на саммите 20-ти ведущих стран мира. Были выражены озабоченность состоянием дел в валютной сфере, но ничего конкретного предложено не было. Вспомнили о специальных правах заимствования, которые в 70-х гг. рассматривались в качестве альтернативы доллару (“бумажное золото”), но таковой так и не стали. Доля СПЗ в золотовалютных резервах не превышает 3%.

СПЗ эмитируются в рамках МВФ. Каждая страна наделяется этим инструментом в соответствии с ее квотой. Расчеты в СПЗ производятся только в безналичной форме по особым счетам, что ограничивает их использование. Объем эмиссии СПЗ также ограничен размерами квот. Развивающиеся страны пытались расширить базу эмиссии СПЗ, привязав ее также к финансированию третьего мира. Но это предложение не прошло. Руководство МВФ справедливо усмотрело в этой привязке серьезный источник усиления мировой инфляции.

Проблема суверенного внешнего долга США связана также с тем, что страна сводит с большим отрицательным сальдо свои торговые операции. Прежде всего, это обусловлено несба-

лансированной торговлей с Китаем. Конкурентоспособность китайских товаров определяется заниженным валютным курсом юаня. Это занижение достигало 50% по сравнению с паритетом покупательной способности. В связи с этим в законодательных органах США был принят закон о повышении таможенных пошлин на китайские товары. Однако эксперты с самого начала отмечали, что исполнительные органы власти заблокируют его. Они ведут длительные безуспешные переговоры на эту тему, но не склонны к резким движениям, поскольку зависят от Китая в качестве кредитора, держателя казначейских векселей США.

Что касается третьего центра мировой экономики – Японии, то там, по крайней мере на сегодняшний день, потрясений, связанных с долговыми проблемами не наблюдается. Но внешний суверенный долг Японии не намного меньше долга США – 12 трлн. долл. против 15 трлн. долл., хотя японскую иену нельзя признать в качестве серьезной резервной валюты. Ее доля в мировых золотовалютных резервах составляет всего несколько процентов, и возможности привлекать внешние финансовые ресурсы за счет эмиссии государственных долговых обязательств в иенах (по примеру США) отсутствуют. По тяжести долговой нагрузки Япония находилась на первом месте – 226% ВВП в 2010 г. Следом за ней с большим отрывом шли Греция – 166% ВВП. Но в 2011 г. значительная часть долгов этой страны была реструктурирована и списана. Учитывая то, что экономика Японии длительное время находится в состоянии стагнации, возникновение долговых проблем нельзя исключать.

Таким образом, состояние внешнего суверенного долга в центрах мировой экономики, мягко говоря, оставляет желать лучшего. Эти проблемы возникли не в одночасье. Развитые страны (разумеется, не все) создавали их в течение длительного времени. Из чего можно сделать вывод, что их экономические модели нуждаются в фундаментальной корректировке. Это окажет влияние на мировые потоки товаров, услуг, финансовых ресурсов. И к этому придется адаптироваться всем странам, входящим в мировое хозяйство, и особенно тем, которые глубоко интегрированы в него.

О том, как развитый мир приближался к долговому кризису, свидетельствуют следующие данные. Суммарный внешний долг (суверенный) и долг корпораций развитых стран с 1980 г. по 2010 г. вырос со 170% до 320%, при этом суверенный долг рос быстрее корпоративного. Это свидетельствует о том, что привлекаемые внешние финансовые ресурсы в большей степени использовались на цели, не связанные с производством. Долг развивающихся стран в этот отрезок времени находился на стабильном, хотя и высоком уровне – 100% ВВП. Это может свидетельствовать о том, что они извлекли уроки из прокатившихся по третьему миру в прошлом веке долговых кризисов.

Долговой кризис в цитаделях мировой экономики не может не оказывать влияние на другие страны, интегрированные в эту экономику. Моментальному воздействию подвергаются национальные финансовые рынки, плотно включенные в сеть мирового рынка. Спекулянты, задающие тон на рынках ценных бумаг, определяют их волатильность, зарабатывая как на повышении курсов ценных бумаг, так и на их понижении. Самый худший вариант для них – это стабильный рынок.

В нестабильные периоды, когда увеличиваются риски, инвесторы уходят с развивающихся рынков, и отдают предпочтение развитым рынкам, особенно рынку США. И американским ценным бумагам.

Однако во многих развивающихся странах рынки ценных бумаг фактически отсутствуют, и финансовая система опирается исключительно на банки и банковский кредит. Функционирование таких систем определяется внутренними факторами и национальным законодательством.

В странах ЮВВА финансовые рынки наиболее развиты в Сингапуре и Гонконге. Однако с самого начала эти рынки создавались ТНБ в качестве оффшорных образований. ТНБ привлекло географическое положение этих территорий, обеспечивающее круглосуточное функционирование мирового финансового рынка.

Мировой известностью пользуется также Шанхайская фондовая биржа. Но операции на ней не являются в полной мере свободными и регулируются государством. В некоторых других странах ЮВВА (Ю.Корея, Тайване) функционируют

рынки ценных бумаг, но влияние их на экономику стран вряд ли стоит преувеличивать.

Более серьезные последствия для мировой экономики имеет спад производства в странах, подверженных долговому кризису. В среднем по развитым странам в 2011 г. темпы роста не превысят 1 – 1,5%. В странах испытывающих долговой кризис они могут оказаться еще ниже. В 2012 г. в зоне евро возможна рецессия, т.е. отрицательные темпы роста. Вместе с тем развитые страны, которые борются с долговым кризисом, являются крупными рынками сбыта для готовых изделий из развивающихся стран, а их промышленность выступает в качестве потребителя сырьевых товаров. Развитие кризиса грозит снижением спроса на готовые товары, особенно с учетом мер по снижению социальных расходов для сбалансирования бюджета. Цены на сырье в 2011 г. оставались на приемлемом для стран-экспортеров уровне. Однако согласно некоторым серьезным прогнозам они резко снизятся, если долговой кризис, перекинувшийся на сферу производства, будет развиваться по худшему варианту.

Еще в годы кризиса 2008 – 2010 гг. прозвучали советы от авторитетных инстанций, в том числе от Азиатского банка развития смешать производство со сбытом товаров на экспорт на производство на внутренний спрос. Сама по себе такая постановка вопроса в условиях, когда внешние рынки сжимаются, представляется разумной. Есть также примеры, свидетельствующие в пользу такой рекомендации. Так, Китай в период кризиса 2008 – 2010 гг. усилил ориентацию своей экономики на внутренний рынок, развернув грандиозное строительство инфраструктурных объектов, и стимулирует сбыт некоторых товаров на внутренний рынок. В частности, за эти годы резко возрос автомобильный парк. Это позволило сохранить высокие темпы роста. Несмотря на то, что экспорториентированные фирмы в массовом порядке разорялись. Но для того, чтобы в полной мере выполнять указанные рекомендации нужно обладать емким внутренним рынком. А у большинства стран ЮВВА он отсутствует. Поэтому в наши тревожные времена, длящиеся уже не первый год и имеющие все шансы продолжиться, самое большое, что могут сделать страны ЮВВА – это

внести некоторую поправку в свою стратегию развития в пользу отраслей, работающих на внутренний рынок. Главное же направление – это отстаивание тех ниш, на которых им удалось закрепиться ранее, использование своих естественных преимуществ. И самое главное – повышение реальной конкурентоспособности. К реальной конкурентоспособности я не отношу заниженный валютный курс, которым пользуется не один Китай, поскольку в этом случае экспорт субсидируется за счет других отраслей. Альтернативой всему перечисленному может быть только снижение темпов экономического роста. По данным международных экономических организаций, конкурентоспособность оценивается так: на уровне 6 баллов (самый высокий) находится экономика США, что вполне естественно. Из стран ЮВВА самый высокий рейтинг у Сингапура – почти 6 баллов. Эта страна часто приводится в качестве эталона эффективного управления экономикой. Конкурентоспособности других НИС-I, Гонконгу и Тайваню также отдается должное – 5,5 балла. Уровень Ю.Кореи ниже, хотя она и экспортирует в больших объемах достаточно сложную в технологическом отношении продукцию. Конкурентоспособность Китая, завалившего своими товарами весь мир, оценивается всего в 4,7 балла. Видимо, учитывается, что многие китайские товары низкого качества и к тому же их экспорт поддерживается низким валютным курсом.

Из числа НИС II самая высокая конкурентоспособность у Малайзии – 5 баллов. Далее в порядке снижения конкурентоспособности: Таиланд – 4,5, Индонезия – 4,3, Вьетнам – 4,0. Для сравнения отметим, что также в 4,0 оценивается конкурентоспособность греческой экономики, которая к тому же слабо диверсифицирована, что затрудняет выход страны из долгового кризиса.

Такова ситуация на текущий момент. Однако это не означает, что страны ЮВВА не в состоянии повышать свою конкурентоспособность в отдельных, пусть и не всегда престижных, отраслях. Так, несмотря на низкий общий показатель конкурентоспособности, Таиланд обладает высокой конкуренцией в сфере туризма. На Филиппинах эффективно организован экспорт неквалифицированной рабочей силы, благодаря чему за

счет переводов поддерживается жизненный уровень значительной части населения.

Самый впечатляющий пример – это большие достижения некоторых стран ЮВВА в области производства бытовой электроники. Начав с примитивной сборки продукции, они добились полного цикла производства.

* * *

1. Охвативший многие развитые страны в 2011 – 2012 гг. кризис суверенного внешнего долга следует квалифицировать в качестве глобального кризиса, поскольку он оказывает большое влияние на финансовые рынки и экономику многих стран. Влияние кризиса можно проследить, прежде всего, по двум направлениям – ситуации на рынке ценных бумаг и угасающих темпах экономического роста. Из числа развивающихся стран сильнее других страдают страны с развитыми финансовыми рынками, к числу которых относятся Китай, Гонконг, Сингапур, Тайвань, Ю. Корея.

Влияние на экономический рост развивающихся стран менее выражено, однако не случайно ранее успешно развивающиеся страны, включая Китай и НИС-1, испытывают экономические трудности.

2. В наиболее тяжелой долговой ситуации находятся европейские страны, а точнее говоря государства Западной Европы, входящие в евровалютную зону.

Создается угроза самому существованию зоны, а крах последней имел бы тяжелые глобальные последствия. Поэтому лидеры зоны Германия и Франция прилагают все усилия для сохранения ее. Активную позицию заняли и региональные европейские институты. Среди них особая роль отводится Европейскому центральному банку и Европейскому фонду, созданному на случай возникновения кризисных ситуаций.

3. Ахиллесовой пятой зоны является Греция. Путем невероятных усилий, за счет убытков банков-инвесторов в греческие ценные бумаги, снижения социальных расходов, сокращения зарплат удалось получить кредит от МВФ и осуществить очередные долговые платежи. Однако долг Греции по-прежнему велик и очередные платежи не за горами. Кроме то-

го, не исключено возникновение кризиса подобного греческому и в других странах.

4. Однако фундаментальная проблема кризиса еврозоны заключается в том, что некоторые европейские страны настроились поддерживать высокий жизненный уровень населения за чужой счет. Сбережения и инвестиции находились на низком уровне. Зато внешние заимствования росли. При этом стержневую роль в реализации такой модели играло государство.

В результате суверенные долги росли, бюджетные дефициты увеличивались в разы, превышая норматив, установленный для стран ЕС (3% ВВП). Неизбежная замена этой модели и расплата за прежние просчеты стала очень болезненной для населения некоторых европейских стран.

Долговые кризисы в развивающихся странах

В третьем мире «урожайными» на долговые кризисы были 80-е – 90-е годы прошлого столетия. Кризисы эти происходили как в отдельных странах, не будучи связаны между собой, так и одновременно в группе стран, и тогда их квалифицировали в качестве «глобальных», поскольку по своему влиянию они выходили за рамки непосредственно охваченного им региона.

Таких кризисов было, по меньшей мере, два – в Латинской Америке в 80-х гг. и в Юго-Восточной и Восточной Азии (ЮВВА) в 1997–1998 гг. На этих кризисах мы, прежде всего, и остановимся.

В тот период развивающиеся страны имели возможность привлечь внешние ресурсы из следующих источников. Наименее развитые страны (ВВП на душу населения за год менее 745 долл.) не могли физически выживать без внешнего финансирования на льготных условиях. Они получали либо субсидии, либо льготные кредиты из расчета 1 – 2% годовых на длительные сроки, до 30 лет (официальная помощь развитию ОПР). Странам со средним уровнем развития также предоставлялось государственное финансирование от развитых стран, но на условиях близких, к рыночным.

Частное кредитование обычно осуществлялось банками; и именно с ним обычно были связаны долговые кризисы. Привлечение ресурсов в форме ценных бумаг обычно развиваю-

щимися странами не практиковалось, для этого у них не было элементарных условий, фондовых бирж и сопутствующей им инфраструктуры. Фондовые биржи и финансовые центры стали развиваться в Азии, на Ближнем Востоке и в Латинской Америке уже в XXI веке. Рейтинговые агентства обычно не брали на себя ответственности присваивать кредитные суверенные рейтинги развивающимся странам и их финансовым институтам, да в этом при отсутствии фондовых операций и не было большой нужды. Но оценка кредитоспособности должника упрощенным способом осуществлялась.

Для оценки бремени по суверенному долгу использовались следующие показатели: соотношение долга с ВВП страны и соотношение долга с экспортом, поскольку расчеты по долгам ведутся в обратимой валюте, приемлемой для кредитора.

Долговая нагрузка оценивалась как высокая, если долг превышал 80% ВВП или 220% ее экспорта. Средний уровень нагрузки, если показатель ниже 80% и 220%, но выше 42% и 132%. И, наконец, третий уровень – ниже 48% и 132%.

Однако в этих показателях не учитывалось, как распределены платежи по годам. Этот недостаток частично восполнялся, если применялся показатель, который показывал какая часть валютной выручки направляется на обслуживание долга. Он назывался норма обслуживания долга (НОД). На основе графика платежей и оценки экспортной выручки можно было рассчитать долговую нагрузку на годы вперед. Но такие расчеты теряли смысл, если экспортная выручка резко снижалась или процентная ставка применялась в плавающей форме в отличие от фиксированной и изменялась в сторону повышения. Насколько опасны могут быть такие колебания показал региональный долговой кризис в Латинской Америке в 80-х гг.

Успешно развивавшиеся в этот период ведущие страны этого континента решили воспользоваться казалось бы благоприятной обстановкой на мировом кредитном рынке и заключили большое число кредитных договоров. Если в 1970 г. долг развивающихся стран составлял всего 66 млрд. долл., то к 1980 г. он вырос в несколько раз и достиг 570 млрд. долл. Это было обусловлено резким повышением банковской ликвидности из-за переполнения банковских каналов нефтедолларами (в

октябре 1973 г. цена на нефть одновременно повысилась сразу в три раза) и низким спросом на кредит со стороны развитых стран. В условиях преобладания предложения над спросом ТНБ до предела снизили процент, зафиксировав его почти на уровне инфляции – 2-3% в реальном выражении.

Многие страны Латинской Америки сочли для себя момент весьма благоприятным, но не придали должного внимания тому, что с согласия сторон ставки были установлены в плавающем режиме. И как только экономика на Западе оживилась, спрос на кредит повысился, ставки резко взлетели вверх – с 2-3% до 7-8% в реальном выражении (с учетом инфляции). Такую долговую нагрузку должники из числа латиноамериканских стран выдержать не могли. Должники настаивали на реструктуризации долга при частичном его списании. Кредиторы (банки) не сталкивавшиеся ранее с подобным явлением в таких масштабах согласились на эти меры далеко не сразу.

Этот кризис впервые получил титул глобального. Но этот кризис также как и кризис в ЮВВА, был региональным. 80-ые гг. для Латинской Америки считаются потерянными десятилетием. Глобальным же его можно считать с точки зрения охвата глобальной банковской сети.

Первой в начале 1982 г. объявила о невозможности соблюдать график платежей Мексика. За ней, дожидаясь сигнала, последовали еще 40 государств, в том числе Бразилия и Аргентина.

В 80-ых годах уже существовали институты, которые занимались урегулированием внешних долгов. Это были Парижский и Лондонский клубы. Первый отвечал за урегулирование долга официальным кредиторам, второй частным, в роли которых обычно выступали банки. Суть их деятельности заключалась в том, что объединенный консорциум кредиторов вырабатывал совместные требования к заемщику. При этом обязательным участником процесса выступал МВФ, который формулировал экономические требования к должнику обычно по стандартной классификации в духе либеральных идей. Консорциум мог рефинансировать долг, изменить условия, передвинуть сроки и даже частично списать долг. Но всякое отступление от принятых экономических условий жестко наказывалось.

Согласно принятой процедуре каждый случай рассматривался отдельно (case by case), и поэтому у консорциумов не было практики массового урегулирования долга, с чем столкнулись кредиторы в Латинской Америке.

Несмотря на очевидную неспособность должников выполнять первоначальные графики платежей, банки долгое время не соглашались идти на радикальные уступки, включая частичное списание долга. Но чтобы не показывать убытков они применяли практику т.н. «вынужденного кредитования», когда должнику для осуществления очередного платежа выделялась необходимая сумма, которую он тут же переводил на счет кредитора. Но это вело к увеличению долга неплатежеспособного заемщика, и было ясно, что подобная практика бесконечно продолжаться не может. Поэтому, во-первых, было важно, чтобы банки осознали, что должники никогда не смогут погасить свой долг и что, в конце концов, они сами завели их в долговую ловушку путем нерасчетливого кредитования под рискованный плавающий процент. Во-вторых, нужно было найти механизм урегулирования долга, который устраивал бы как кредитора, так и должника.

С далеко идущей инициативой урегулирования долгового кризиса в октябре 1985 г. выступил Бейкер, занимавший в то время пост министра финансов США («план Бейкера»). Неудивительно, что американцы раньше других проявили инициативу, поскольку в качестве основных кредиторов выступали американские банки, и кризис весьма болезненно отражался на американской финансовой системе. Проект Бейкера рассматривался на очередной совместной сессии МВФ и ВБ и получил там одобрение.

Авторы проекта исходили из того, что причины кризиса имеют фундаментальный, структурный характер. У кризисных стран, несмотря на большие финансовые затраты имела место низкая производительность труда и низкая конкурентоспособность. В связи с этим предлагался комплекс мер рыночного характера, который позволил бы изменить ситуацию. В качестве образца для подражания указывалось на страны Юго-Восточной и Восточной Азии, которые в то время выглядели успешными и устойчивыми, опираясь на экспорториентиро-

ванные модели. В то время мало кто предвидел, что их проблемы еще впереди.

Было отобрано 15 стран, работа с которыми могла дать результат.

Однако план провалился фактически так и не начав претворяться в жизнь. Банки, не веря в своих должников, не захотели финансировать проект. А без их финансового участия проект не имело смысла затевать.

Поскольку проблема оставалась нерешенной, то в 1989 г. с новой инициативой выступает новый министр финансов США Н. Брейди. Его план не претендовал на решение фундаментальных проблем, носил, казалось, чисто технический характер. Но тем не менее положил начало выходу обремененных долгами стран из кризиса. Основная идея заключалась в том, чтобы перевести неликвидный банковский долг в ликвидную задолженность, выраженную в ценных бумагах, т.е. секьюритизировать его. Получив с дисконтом ценную бумагу вместо зафиксированного на банковском счете актива, кредитор мог в любое время продать эту ценную бумагу, кредитор получил возможность свободно распоряжаться своими финансовыми ресурсами. На таких условиях банки были согласны на частичное списание долга, поскольку новые активы оформлялись с дисконтом.

При этом инициаторы проекта предусмотрели выбор («меню») долговых инструментов.

Наибольшее распространение получили паритетные и дисконтные облигации. При конверсии долга в паритетные облигации со сроком в 30 лет обмен совершался в пропорции 1:1. Но по купону выплачивался низкий фиксированный доход в 2-3% годовых. Дисконтные облигации также выпускались на срок в 30 лет, обмен совершался по курсу 1:0,65, но предусматривался рыночный процент либор+спред 13/16%. Предусматривался также выпуск облигаций с укороченным сроком 20 лет, с обменом 1:1, при сохранении рыночного процента, но при условии, что должнику будет предоставлен дополнительный кредит. Но банки не стремились к продолжению отношений со своими заемщиками, и эти инструменты не пользовались популярностью. Первой страной использовавшей метод секьюрити-

зации для урегулирования долга была Мексика (1990 г. 29,5 млрд.долл.). Максимальная эмиссия имела место в Бразилии в 1994 г. на сумму в 44,2 млрд. долл. К проекту Брейди подключались также Аргентина (25 млрд. долл.) Венесуэла (16 млрд. долл.), Эквадор (6 млрд. долл.), Перу (5 млрд. долл.). Если в долговой кризис многие страны вошли одновременно, если началом его считать отказ от графика платежей, то выходили из него они разновременно, тщательно выбирая время и инструменты секьюритизации долга. Но главным инструментом для всех крупных и наиболее опасных для мировой финансовой системы должников была эмиссия ценных бумаг, в которую была заложена частичная ликвидация долга.

Выше упоминалось, что одновременно об отказе от своих долговых обязательств объявили около 40 стран. Но не все они относились к среднеразвитым странам, на которые была рассчитана секьюритизация долга. К хору терпящих бедствие подключились и некоторые страны с низким уровнем развития (ВВП менее 750 долл. на душу населения). Их проблемы не представляют большой опасности для мировой финансовой системы, поскольку он не так уж велик и сформирован в основном за счет государственных ресурсов (официальная помощь развитию, ОПР). Однако невозможность этих обслуживать даже льготные кредиты (сроки до 30-ти лет и стоимость 2-3% годовых) свидетельствует о глубине проблемы бедности в нашем мире с учетом того, что за прошедшие годы в этом отношении мало что изменилось.

Итак, если первый проект предполагал решить структурные проблемы, повысить производительность труда, конкурентоспособность и на этой основе решить долговые проблемы, то второй проект исходил из обратного – урегулировать долговые проблемы, добиться финансовой устойчивости и на этой базе решать фундаментальные экономические проблемы. Первый проект был отвергнут жизнью, второй востребован.

Пережив «потерянное десятилетие», Латинская Америка нашла в себе силы возродиться и горький урок, несомненно, пошел ей на пользу, обогатив опытом ведение дел в сфере международных финансовых отношений.

В качестве глобального периферийного долгового кризиса обычно рассматривается также кризис в Юго-Восточной и Восточной Азии, пик которого пришелся на 1997–1998 гг., но окончательно который был преодолен в начале XXI века. Этот кризис также как и рассмотренный выше по сути своей имел региональный характер, и в качестве глобального его можно рассматривать также как и латиноамериканский кризис в том смысле, что в него была вовлечена мировая банковская система. Первопричина кризиса заключалась в перекредитовании реального сектора экономики за счет внешних банковских кредитов. В отличие от предыдущего кризиса это был кризис корпоративный. Компании, а не государство были втянуты в долги. Процедура кредитования также отличалась от латиноамериканской. ТНБ, видимо, наученные горьким опытом, предоставляли кредит не конечному заемщику, а национальному банку посреднику. Стремясь обезопасить себя и переложить риски на посредника, ТНБ выдавали ролloverные кредиты, которые выдавались на короткий срок, но затем легко продлевались. Однако как показал опыт лишь до тех пор пока платежеспособность заемщика не вызывала опасений. Когда же начались нарушения с графиком обслуживания долга, выдача новых кредитов прекратилась. Просчеты ТНБ в оценке платежеспособности компаний из ЮВВА была обусловлена тем, что это был до кризиса самый успешный быстроразвивающийся регион в мире. Используя инвестиционную модель (до 30 – 35% ВВП направлялось на капиталовложения) и реализуя экспортную ориентацию экономики страны ЮВВА добивались высоких темпов роста. Почти все макроэкономические показатели говорили в пользу их. Однако экономика перегревалась, эффективность капиталовложений падала. Об этом свидетельствовал показатель *capital/output ratio*, который свидетельствует о том, сколько финансовых ресурсов расходуется на производство единицы продукции. В некоторых странах он повысился с 3 (нормальный показатель) до 5-ти. После завершения строительства некоторые объекты оказались не востребованы, продукция затоваривалась. Поскольку компании не могли по графику обслуживать свои долги. На балансе банков образовались необслуживаемые

кредиты, а те в свою очередь прекращали платежи зарубежным кредиторам.

В качестве самой серьезной проблемы в ЮВВА стала выступать проблема необслуживаемых долгов. Те страны, у которых этот показатель был самым высоким, стали рассматриваться в качестве стран наиболее пострадавших от кризиса. К ним были причислены пять государств. В конце 1998 г. он составлял в Индонезии 49% от общей суммы долга, Таиланде – 45%, Ю.Корея – 19%, Малайзии – 14%, Филиппин – 11%. Но и в других странах региона экономическая обстановка заметно ухудшилась, о чем говорит резкое падение темпов роста ВВП.

Динамика ВВП (в %)

Годы	1995-1996	1997-1998	2003	2005	2006
Индонезия	7,6	-13,1	5,1	5,6	5,0
Малайзия	10,0	-7,4	7,1	5,3	5,5
Таиланд	5,9	-10,8	6,2	4,4	5,0
Филиппины	5,8	-0,6	6,0	5,1	5,0
Ю.Корея	6,8	-6,7	4,6	4,0	5,5
Сингапур	7,5	0,1	8,7	6,4	5,5
Гонконг	4,5	-5,3	8,6	7,3	5,5

Хотя этот кризис был корпоративный, а не суверенный и государства ЮВВА не несли прямой юридической ответственности за его урегулирование и реструктуризацию долгов, однако кризисы подобного масштаба не обходятся без вмешательства и поддержки государственных институтов. Как только начался кризис в качестве срочных и неотложных мер были использованы такие административные методы как принудительное слияние или поглощение одних банков другими, несколько банков были приватизированы иностранным капиталом.

Они действительно не совпадали со стратегической линией развития банковского сектора стран ЮВВА, но суровая действительность определяла эти действия, по крайней мере, на ближайшую перспективу. По опыту многих стран уже сталкивавшихся с подобными кризисами в наиболее пострадавших

странах ЮВВА были созданы агентства, которые с дисконтом выкупали необслуживаемые долги у банков и конвертировали их в ликвидные облигации свободно циркулировавшие на рынках. По мере стабилизации экономической обстановки ликвидность этих ценных бумаг повышалась. Произошла секьюритизация долга.

Подобные методы урегулирования долга требовали больших государственных (бюджетных) затрат, что не могло не остаться без соответствующих негативных социально-экономических последствий (рост цен, снижение жизненного уровня, снижение производства и занятости). Но такова была цена за допущенные ошибки и просчеты. При этом, поскольку речь шла не о государственных, а о корпоративных отношениях, уступки со стороны кредиторов были минимальны, ограничиваясь несколькими годами отсрочки по долгу. Эксперты предсказывали затяжной кризис, однако уже с 2003 г. начался устойчивый экономический рост в ЮВВА, хотя и не столь быстрый по сравнению с прежними временами (см. табл. 1).

За годы кризиса в Индонезии на преодоление его было затрачено 14 млрд.долл. (11% ВВП), Таиланде 11 млрд. долл. (16% ВВП), Малайзии – 3,5 млрд. долл. (4% ВВП), Ю. Корея 47 млрд. долл. (13% ВВП).

Возможности государства финансировать антикризисные меры влияли на успех антикризисных действий в целом. Так Ю.Корея, обладавшая большими финансовыми ресурсами быстрее других преодолевали кризис.

Преодоление кризиса суверенного долга обходится обычно дороже государству, чем корпоративного. Так, в Аргентине на эти цели было затрачено 50% ВВП страны, Чили – 40% ВВП.

Страны, пользуясь рекомендациями МВФ, получали от него кредиты. Однако одна страна – Малайзия нарушила эти каноны. В то время как рекомендации МВФ основываются на либеральных идеях, малайзийские власти во время кризиса рискнули усилить госрегулирование, в связи с чем они не могли и претендовать на кредиты фонда. Был введен фиксированный курс валюты, запрещены портфельные иностранные инвестиции, но разрешены прямые. Малайзии со всех сторон пред-

рекался крах. Но она успешно, насколько это было возможно, вышла из кризиса. В то время как либеральная модель фонда поначалу сильно буксовала. Этот не очень хорошо известный опыт показал, что фондовскому либерализму может существовать альтернатива. Поскольку обслуживание внешнего долга предполагает платежи в обратимой валюте, то наряду с банковско-кредитным кризисом в странах ЮВВА протекал также валютный кризис, вызванный дефицитом валюты. При этом валютный кризис проявился даже раньше банковского. Валютные проблемы начались с Таиланда, поскольку эта страна дальше других пошла по пути валютной и денежной либерализации. 2 июля 1997 г. таиландские власти, исчерпав валютные резервы, предназначенные для поддержания устойчивого валютного курса, отпустили его в свободное плавание, сменив валютный режим. Курс бата тут же резко упал. Вслед за Таиландом к девальвации были вынуждены прибегнуть соседние государства, товары которых конкурировали с таиландскими на мировом рынке.

С июня 1997 г. по май 1998 г. курс индонезийской валюты по отношению к доллару упал на 74%, корейской воны на 35%, малайзийской и филиппинской валюты примерно по 33%. Даже Китай с трудом удержался от девальвации.

Девальвация несет в себе как негативный, так и позитивный эффект. Наибольшие опасения обычно вызывает инфляция. В странах ЮВВА она действительно усилилась, но в меньших масштабах, чем можно было бы ожидать при таких масштабах обесценения денег – с нормальных 2–3% за год примерно до 7%. Девальвация помогла поддержать экспорт этих стран, что очень важно при их экспортноориентированной экономике. Однако импортзамещение, которое обычно имеет место при девальвации в ЮВВА не произошло. Это было обусловлено резким сужением внутреннего спроса и перегретой накануне кризиса экономикой. Для сравнения отметим, что в России после девальвации 1998 г. наблюдались прямо противоположные тенденции. Произошел резкий рост цен, измеряемый двухзначными цифрами, но зато девальвационное воздействие на импортзамещение было сильным, что позволило ускорять темпы роста в течение нескольких лет.

В массовой девальвации в ЮВВА обвинялись западные спекулятивные фонды. Но в их действиях не было ничего необычного. Как только был спущен спусковой крючок в форме таиландского бата, они стали работать в предначертанном им направлении. Видимо, страны ЮВВА, и особенно Таиланд слишком рано и слишком резко пошли на либерализацию валютных операций. Тем более в преддверии долгового кризиса.

Набирающий с 2011 г. глобальный финансово-экономический кризис в центрах мировой экономики, и особенно в Европе с ее долговыми проблемами, в конечном итоге в той или иной степени и в той или иной форме затронет большинство стран мира, в том числе и ЮВВА интегрированные в мировую экономику. Есть признаки того, что он уже повлиял на экономику таких благополучных стран, как Китай, Гонконг и прочих. В периферийных странах проблемы будут возникать с учетом их специфики и скорее всего в иных формах, чем в развитых странах. Но падение темпов роста вплоть до отрицательных, рост безработицы, падение жизненного уровня населения угрожает всей мировой экономике. Многие исследователи настаивают на том, что современной капиталистической модели развития нужна замена. Это относится прежде всего к центрам мировой экономики. Но центр и периферия образуют единую мировую экономику, тесно связанную потоками товаров, услуг, финансовыми потоками.