

**Е. Звонова  
А. Кузнецов**

### **ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ДИСБАЛАНСЫ В МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ АРХИТЕКТУРЕ**

Перемены в геополитической и геоэкономической обстановке, последовавшие за введением экономических санкций Запада в отношении России, обусловили (конечно, конечно, наряду с внутренними воспроизводственными факторами) необходимость изменения векторов и приоритетов в функционировании российских валютно-финансовой и банковской систем, как и корректировки модели регулирования трансграничного движения российского капитала. Соответственно требуется конструктивно-критическое переосмысление стереотипов относительно оптимальных форм интеграции национального финансового рынка в меняющуюся мировую финансовую архитектуру (МФА), включая, разумеется, *идентификацию основных дисбалансов в ее функционировании и развитии*. Этой проблеме, четко обозначенной, в частности, в одной из недавних публикаций данного издания<sup>1</sup>, специально посвящена настоящая статья. В ней на основе применения к анализу новейшей мирохозяйственной эволюции системной (включающей принцип единства исторического и логического) методологии выявляются два фундаментальных дисбаланса МФА (две группы дисбалансов) и их взаимодействие, продуцирующее отрицательную (прокризисную) синергию и потому отдаляющее, согласно авторскому резюме, перспективу преодоления глобального финансового кризиса, снижающее эффективность мер всех международных регуляторов<sup>2</sup> по стимулированию экономического роста в мире.

#### **1. Дисбаланс (дисбалансы) сбережений и инвестиций**

Первый блок рассматриваемых глобальных дисбалансов касается формирования в современной МФА такой ситуации, когда в одной группе стран сальдо счета текущих операций платежного баланса в течение продолжительного времени характеризуется значительным и устойчивым дефицитом, а в другой, напротив, — устойчивым профицитом.

Связь между знаком сальдо счета текущих операций платежного баланса и уровнями национальных сбережений и инвестиций очевидна. Если бы национальные

---

*Елена Анатольевна Звонова*, доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой мировых финансов Финансового университета при Правительстве РФ; *Алексей Владимирович Кузнецов*, доктор экономических наук, старший научный сотрудник, профессор той же кафедры ([URL:http://www.mirfin@fa.ru](http://www.mirfin@fa.ru)).

<sup>1</sup> См.: С и л ь в е с т р о в С. Глобализация и глобальное регулирование: новейшие тенденции и вызовы для российской экономической политики // Российский экономический журнал. — 2016. — № 3 (фрагмент 1.3 «Риски развития глобальной финансовой системы»).

<sup>2</sup> О системе таких регуляторов см. там же (преамбула и раздел 1 «Мирохозяйственное развитие и попытки его регулирования: генерирование рисков и кризогенность»).

экономики являлись замкнутыми, то национальные инвестиции ( $I$ ) всегда были бы равны национальным сбережениям ( $NS$ ), т.е.  $I=NS$ . Но в глобальной экономике, в которой национальные рынки взаимосвязаны и взаимозависимы, этот баланс нарушается вследствие трансграничных перемещений капитала в формах иностранных инвестиций (прямых и портфельных), кредитов и т.п. Соответственно приведенное макроэкономическое тождество трансформируется в равенство  $NS-I=CAB$ , где  $CAB$  — сальдо счета текущих операций платежного баланса страны. Поэтому, в случае превышения национальными сбережениями внутренних инвестиций ( $CAB > 0$ ), часть капитала, не находящая применения внутри страны, фондирует инвестиции остального мира. Если же  $CAB < 0$ , внутренние инвестиции превышают имеющиеся национальные сбережения, и экономика испытывает потребность в дополнительном финансировании извне (в иностранных инвестициях, использовании международных резервов и др.).

В современной МФА за период 1995—2015 гг. сформировалось два полюса: 1) полюс сбережений, т.е. группа стран, у которых национальные сбережения превышают национальные инвестиции, и сальдо текущего счета профицитно (Германия, Китай, Япония, Россия, Нидерланды, Корея), плюс страны-нефтеэкспортеры (такие, как Саудовская Аравия, ОАЭ и Иран); 2) полюс потребления, или группа стран с обратным соотношением (США, Великобритания, Франция, Индия, Бразилия, Мексика и Южная Африка). Противоречия в состоянии текущих балансов создают системные различия в нормах сбережения и инвестирования в конкретных странах и приводят в итоге к формированию значительных труднорегулируемых трансграничных потоков капитала. В рамках финансовой глобализации имеет место масштабное и устойчивое перетекание резервных активов из стран с формирующимися рынками, в финансовые активы развитых стран, в частности, — в гособлигации США. *Утверждение полюса сбережений и полюса потребления (инвестирования) стало ключевым фундаментальным дисбалансом современной мировой финансовой архитектуры.*

Максимальные дефициты счета текущих операций в 2014 г. образовались у США и Великобритании: соответственно 412,6 млрд и 162,2 млрд долл. Крупнейшая страна-экспортер с наибольшим положительным сальдо счета текущих операций — Германия: в 2014 г. таковое достигло 287,5 млрд долл., значительно превысив соответствующий показатель Китая (209,8 млрд). Сальдо текущих операций России как глобального нетто-экспортера, не секрет, критически зависит от мировых цен на нефть (когда они растут, торговое сальдо РФ увеличивается, что и происходило до 2008 г.; последовавший же обвал цен на нефть привел к резкому сокращению российского торгового профицита). В период 2008—2014 гг. среднегодовое положительное сальдо счета текущих операций в мире равнялось 287 млрд долл., и эта величина считается основным количественным выражением мировых торговых дисбалансов (см. табл. 1). Согласно прогнозу МВФ, тенденция столь значительного превышения экспорта над импортом в мировом масштабе может сохраниться минимум до 2020 г.<sup>3</sup>

Длительный торговый дисбаланс в странах с профицитом торговли ведет к накоплению ими значительных финансовых активов, тогда как дефицит торговли —

---

<sup>3</sup> Впервые проблема глобального дисбаланса сбережений и инвестирования (потребления), а также меры по её преодолению обсуждались на саммите «G20» в Питтсбурге в 2008 г.

Таблица 1

**Сводные показатели счета текущих операций различных групп стран  
в 2008—2010 гг., млрд долл. США**

Страны	Факт			Прогноз		
	2008	2011	2014	2015	2016	2020
<i>Развитые</i>	-574,6	-63,5	169,9	260,1	177,6	76,1
США	-686,6	-459,3	-410,6	-410,2	-454,6	-592,3
Германия	217,5	228,1	287,5	286,8	276,9	276,5
Франция	-27,6	-29,6	-29,6	-2,7	-7,7	-7,7
Япония	142,6	126,5	24,3	81,6	85,2	114,2
Великобритания	-104,6	-43,2	-162,2	-135,6	-136,9	-122,8
<i>С формирующимися рынками и развивающиеся</i>	684,0	413,1	197,0	40,1	125,4	141,9
Россия	103,9	97,3	57,4	63,3	86,1	89,0
Китай	420,6	136,1	209,8	356,3	380,2	484,1
Индия	-27,9	-78,2	-29,5	-29,4	-39,8	-89,6
Бразилия	-28,2	-52,5	-91,3	-69,7	-66,3	-76,0
Мексика	-20,2	-13,2	-26,5	-26,6	-28,1	-38,1
Ближнего Востока и Северной Африки, Афганистан и Пакистан	336,1	417,2	221,5	-60,9	-2,3	44,5
Южной Африки	-15,9	-9,0	-19,1	-14,8	-15,7	-17,1
<i>Весь мир</i>	109,5	349,6	366,9	300,2	303,0	217,9

Источник: World Economic Outlook. Wash.: IMF, 2015(April). — P. 185 (URL:[www.imf.org](http://www.imf.org)).

причина образования колоссальных финансовых обязательств. Так, государственный долг Соединенных Штатов в июле 2015 г. превысил 18,3 трлн долл. Внешние гособязательства США финансируются за счет накопленных валютных резервов других стран—членов МВФ, в первую очередь — Китая.

Большая часть ресурсов полюса сбережений сосредоточена в международных резервах стран с формирующимися рынками — 5,7 трлн долл. При этом одним из факторов, поддерживающих глобальные дисбалансы, считается режим фиксированного валютного курса в Китае и других странах с профицитом торгового баланса<sup>4</sup>. Львиная доля резервных активов формирующихся рынков — 71,3% (4,1 трлн долл.) — аккумулируется в азиатском регионе. Самым крупным держателем международных резервов в группе выступает Китай — 56,6% (3,9 трлн в июле 2015 г.). Относительно невелики международные резервы у стран Центральной и Восточной Европы: без учета России — 6,6% (0,4 трлн долл.)<sup>5</sup>.

Формирование глобального дисбаланса сбережений и потребления (инвестирования) в МФА создает *главный системный риск* её современного функционирования. Содержание риска состоит в том, что инвесторы в любой момент могут прекратить финансировать дефицит США и других развитых стран, и трансграничные потоки капитала изменят направление своего движения, что запустит грандиозный процесс беспорядочных корректировок платежных дисбалансов. Поэтому основным предназначением современной мировой финансовой системы является создание эффективного механизма регулирования торговых дисбалансов. В современных усло-

<sup>4</sup> Это положение фигурировало в итоговой декларации «G20» в Лос-Кабосе (Мексика) в 2012 г.

<sup>5</sup> Рассчитано по «International Financial Statistics Yearbook, 2014», размещенной на официальном сайте Международного валютного фонда URL:[www.imf.org](http://www.imf.org).

виях ведущий инструмент повышения привлекательности национальной продукции на мировом рынке — конкурентная девальвация валют (коррекция номинального валютного курса)<sup>6</sup>, достигаемая путем практически бесконтрольного расширения денежного предложения. А это в свою очередь — фактор последовательно дестабилизирующего мировую финансовую систему стремительного роста рынков производных финансовых инструментов («деривативов») и неограниченных валютных спекуляций, арбитражных операций и операций по хеджированию рисков (такие сделки сегодня составляют до 98% оборота международного валютного рынка).

Поскольку формирование рассматриваемых полюсов, стоит повторить, стало основным дисбалансом МФА, постепенно нараставшим в последние двадцать лет, представляется немаловажным выяснить, как формировалось это противоречие, в которое в значительной мере вовлечена и национальная валютно-финансовая и банковская система РФ. В связи с этим необходимо обратиться к ретродинамике сальдо счета текущих операций платежных балансов стран мира (см. табл. 2).

Таблица 2

**Динамика среднего сальдо по счету текущих операций платежных балансов стран мира, 1996—2014 гг., % к мировому ВВП**

Страны	1996—2000	2001—2004	2005—2008	2009—2014
США	-0,77	-1,37	-1,41	-1,28
Китай	0,07	0,11	0,52	0,57
Япония	0,33	0,35	0,34	0,27
Европейские с отрицательным сальдо	-0,14	-0,34	-0,73	-0,56
Европейские с положительным сальдо	0,18	0,43	0,69	0,65
Азиатские с быстро растущей экономикой	0,13	0,25	0,27	0,32
Страны-экспортеры нефти, включая Россию	0,18	0,36	0,94	0,69
Прочие	-0,26	-0,06	-0,27	-0,56

Источник: расчеты авторов по данным МВФ ([URL:www.imf.org](http://www.imf.org)).

Согласно данным таблицы, заметный рост дисбалансов в потреблении и сбережении стран мира начался в 1996 г. С определенной долей условности выделяются четыре временных интервала нарастания этого процесса: 1996—2000 гг., 2001—2004, 2005—2008 и 2009-2014 гг. (последний из этих интервалов иногда именуется «посткризисным периодом»). 1996—2000 гг. являлись периодом быстрого экономического роста в мире (противодействовавшими этому тренду факторами служили кризисы в России и Азии, а также нестабильность на мировом финансовом рынке, последовавшая за крахом хедж-фонда «ЛТСМ»). Именно тогда был зафиксирован масштабный рост трансграничных потоков капитала, вызванный ожиданиями различной доходности в разных странах и регионах мира. Отмечался инвестиционный бум в США при снижении инвестиций в страны Азии и затянувшейся рецессии в Японии. Чистый приток капитала в США был представлен главным образом прямыми и портфельными инвестициями, и высокий спрос на американские активы вызвал рост курса доллара (на 18%). Сформировался полюс потребления, представленный США, и началось формирование полюса сбережения (посткризисной Азией и Японией).

<sup>6</sup> Такая девальвация постигла в августе 2015 г. китайский юань, что усугубило современный глобальный дисбаланс сбережений и потребления.

В 2001—2004 гг. полюса сбережения и потребления несколько трансформировались. В США ведущую роль начинали играть инвестиции в государственные ценные бумаги, а прямые иностранные и портфельные инвестиции уходили на второй план; с 2002 г. определилась тенденция обесценения американского доллара. Полюс сбережения в тот период существенно расширился по линии стран-экспортеров нефти, цена на которую начала быстро расти. Тогда же стал формироваться дисбаланс в Европе, обусловленный снижением инвестиций в «ядерных» государствах Евросоюза при их одновременном увеличении в «периферийных» странах ЕС.

В 2005—2008 гг. наблюдался максимальный разрыв между уровнями потребления и сбережения в странах-участницах МФА. По сути тогда и накопились объективные предпосылки мирового финансового кризиса 2008—2009 гг. Глобальные дисбалансы в основном формировались вследствие перегрева на рынке активов, который сопровождался низким уровнем сбережений и неоправданным ростом портфельных инвестиций. В число государств с устойчивым дефицитом платежного баланса вошли США, Великобритания, Испания, Ирландия, страны Восточной и Центральной Европы. Полюс сбережений сформировали Китай (в 2004—2007 гг. профицит его платежного баланса вырос в пять раз в связи с накоплением валютных резервов), Германия, страны Северной Европы и страны-нефтеэкспортеры, включая Россию. В Японии и растущих экономиках Азии рост накопления замедлился — в результате роста цен импортировавшейся нефти.

В 2005 г. глава ФРС США впервые акцентировал проблему образования глобального избытка сбережений, поляризовавшего мир<sup>7</sup>. Одним из проявлений процесса институционализации глобального избытка сбережений стала деятельность суверенных инвестиционных фондов развивающихся стран (включая РФ), направлявших сбережения в портфельные инвестиции, в гособлигации и пакеты акций компаний развитых стран. Вторая линия этого процесса — формирование в рассматриваемый период масштабных международных резервов стран полюса сбережения. Эти резервы, номинированные преимущественно в резервных валютах, прежде всего в долларах США, инвестировались в американские ценные бумаги, считавшиеся наиболее надежными. Если на локальном уровне такие инвестиции оправдывались стремлением застраховать резервы от рисков национальных финансовых рынков, то на глобальном уровне проблема дисбаланса сбережений и потребления получила четкие очертания.

Таким образом, весь докризисный период характеризовался высоким уровнем дефицита платежного баланса США при одновременном значительном спросе на американские государственные и корпоративные ценные бумаги. Полюс сбережения окончательно утверждался под воздействием комплекса факторов, включая высокие цены на нефть, значительную норму сбережения в Китае, инвестиционный бум в некоторых «периферийных странах» Европы. Глобальный финансовый кризис привел к временному сокращению разрыва в сальдо текущих операций между странами. В период 2008—2012 гг. дефицит этого счета в США в среднем составлял 0,7% мирового ВВП, снизившись вдвое в сравнении с предыдущим периодом; это стало следствием снижения частных инвестиций при одновременном рос-

<sup>7</sup> См.: *Bernanke B.* The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit. Sandridge Lecture. — Richmond (Virginia): Virginia Association of Economists, 2005.

те частных сбережений на американском финансовом рынке. На глобальном уровне кризис заблокировал трансграничное движение капитала, спровоцировал снижение цен на нефть и падение объемов мировой торговли. Но при некотором смягчении масштабов глобальных дисбалансов последние оказывают деструктивное воздействие на национальные финансовые рынки стран, вынужденно сформировавших плюс накопления, включая рынок российский.

Для разрешения проблемы глобального дисбаланса сбережений и потребления рядом ведущих западных экономистов ныне предлагается согласованный между всеми участниками мировой финансовой системы подход, охватывающий такие меры, как наращивание расходов в странах, имеющих торговый профицит, и их сокращение в странах торгового дефицита плюс коррекция реальных обменных курсов и относительных цен ради перераспределения расходов<sup>8</sup>. Этот «триединый» подход был фактически положен в основу «Плана действий по обеспечению экономического роста и созданию рабочих мест», принятого на вышеупомянутом саммите лидеров стран «G20» в Лас-Кабосе (июнь 2012 г.). При этом, однако, речь идет только о макроэкономической инструментальной сглаживающей анализируемого глобального дисбаланса.

Впрочем, ведущими институтами мирового финансового рынка, включая МВФ и ЕЦБ, в качестве «защитных клапанов» от кризисов платежного баланса, сопутствующих либерализации мировых финансов, были разработаны и системные механизмы регулирования основного структурного дисбаланса мировой финансовой архитектуры. Речь идет о таких инструментах, как накопление и использование международных резервов, а также резервов суверенных инвестиционных фондов, привлечение официальной помощи развитию и технической помощи, использование финансовых ресурсов мирового финансового рынка, а также кредитов международных финансовых организаций. Имеются в виду и механизмы реструктуризации внешних задолженностей (о чем речь специально пойдет далее).

Масштабное накопление развивающимися странами международных резервов в целом соответствует тем доктринальным положениям касательно мировых финансовых отношений, согласно которым национальные государства должны всемерно стимулировать экспорт, добиваясь состояния перманентного профицита торгового баланса и счета текущих операций; второй рассматривается как необходимое условие устойчивого экономического роста национальной экономики (его наличие позволяет не прибегать к новым внешним заимствованиям, обеспечивая «подушку безопасности» на случай неблагоприятного изменения геополитической или геоэкономической ситуации).

Имея определенные основания, эта доктрина, однако, небесспорна, и прежде всего с позиций общей экономической теории. По экономической сущности чистый экспорт представляет собой не что иное, как неэквивалентный вывоз из страны вновь произведенной стоимости (а коль скоро за границу поставляются товары, пользующиеся устойчивым спросом на мировом рынке, речь идет об экспорте продукции, имеющей интернациональную потребительскую стоимость). Именно на величину этого вывоза обедняется национальный рынок, т.е. национальное хозяйство безвозмездно передает в пользу остального мира часть произведенного продукта.

---

<sup>8</sup> См.: Т е м и н П., В а й н с Д. Экономика без лидера. Почему рассыпалась мировая экономическая система и как ее собрать. — М.: Изд-во ИЭПП, 2015. — С. 203—204.

Далее, накопление крупномасштабных резервных активов развивающимися странами все сильнее отрывается от их первоначального предназначения — быть источниками интервенций и поддержки обменного курса. А для небольших открытых экономик несопоставимость накопленного объема резервов трансграничным потокам глобального финансового капитала практически обесмысливает попытки противостоять складывающимся вопреки тенденциям регулятивными действиями на национальных финансовых рынках.

Международные резервы развивающихся стран, вынужденно сформировавших полюс сбережений в МФА, превратились в средство абсорбирования проникающего на национальные рынки избыточного трансграничного капитала. Международная практика свидетельствует: столкнувшись с беспрецедентным по масштабам притоком иностранных инвестиций на протяжении 2001—2014 гг. центробанки развивающихся стран для поддержания равновесия на внутренних финансовых рынках, как правило, были вынуждены частично выкупать первые в резервы. В период 1999—2013 г. размер официальных международных резервов увеличился почти на порядок. При этом произошел масштабный отток капитала в «центр» глобальной капиталистической системы — главным образом в финансовые обязательства США и Великобритании. Около 40—50% всех иностранных инвестиций из развивающихся и постсоциалистических стран осуществлялись через государственные каналы и были связаны с размещением их международных валютных резервов<sup>9</sup>.

## **2. Дисбаланс (дисбалансы) внешнего долга**

Второй блок современных дисбалансов МФА связан с образованием во взаимоотношениях многих развитых и развивающихся стран необоснованно масштабной внешней задолженности. Широкое привлечение заемных ресурсов на мировом финансовом рынке вкупе с использованием сложных финансовых продуктов, построенных на долговых инструментах, стало отличительной чертой развития многих стран на рубеже двух столетий, когда и сформировался второй глобальный дисбаланс МФА: страны мира ныне поляризованы и на нетто-должников и нетто-кредиторов. Процесс формирования второго глобального дисбаланса прямо вытекает из первого, ибо внешнее финансирование с последующей реструктуризацией суверенных долгов стран — нетто-должников в соответствии с концепцией регулирования мировой финансовой системы, применяемой международными финансовыми организациями, является основным способом абсорбирования излишней ликвидности мирового финансового рынка. К тому же глобальный дисбаланс внешнего финансирования касается не только внешних кредитов и займов, но и трансграничных потоков прямых и портфельных инвестиций.

Теоретические аспекты эффективности использования привлекаемых иностранных инвестиций остаются предметом дискуссий. Хотя главной предпосылкой эффективного использования национальной экономикой внешнего ресурсного потенциала считается привлечение иностранного капитала в качестве дополнительного источника формирования ресурсной базы отечественных компаний при наличии подлинных долгосрочных интересов иностранных инвесторов в стране-реципиенте,

---

<sup>9</sup> Рассчитано по данным указанного выше официального сайта МВФ.

международная практика свидетельствует: лишь относительно небольшому числу стран удалось добиться технологического прорыва на основе привлечения внешних инвестиций<sup>10</sup>. Корпорации-инвесторы отнюдь не стремятся «делиться» технологическими новшествами, перенося на рынки стран-реципиентов лишь узкие участки производственных цепочек (сборку либо производство отдельных видов комплектующих) и оставляя «ядерные» НИОКР в государствах базирования. Страны-реципиенты используются, как правило, для удешевления конечной продукции в связи с относительной дешевизной рабочей силы, нетривиальными налоговыми преференциями, возможностью сокращения транспортных издержек, и т.п.

Еще более дискуссионным представляется вопрос об эффективном применении на национальных рынках внешних заемных ресурсов. С позиций экономической целесообразности формирование ресурсной базы экономики на основе иностранных кредитов и займов вызывает сомнения, если речь идет об экономиках с уравновешенным платежным балансом, не говоря уж о странах, где в течение длительного периода наблюдается устойчивое положительное сальдо текущего счета. Профицит последнего свидетельствует о наличии у страны избыточных сбережений и собственных валютных активов, т.е. «бесплатных» ресурсов для экономики. Тем не менее навязанный международными регуляторами дисбаланс внешних долгов в современной МФА является одним из определяющих факторов экономической эволюции подавляющего большинства государств.

Основным проявлением глобального дисбаланса внешней задолженности стали перманентные долговые кризисы, поражающие как отдельные страны (и иногда выражающиеся в суверенных дефолтах), так и группы стран, включая интеграционные валютно-финансовые объединения (в том числе государства зоны евро<sup>11</sup>). Если обратиться к долгосрочной ретроспективе, обнаруживается: первая волна кризисов внешних долгов относится еще к 1980-м годам, когда долговые кризисы так или иначе затронули все развивающиеся страны<sup>12</sup>. Вторая волна кризисов внешних дол-

---

<sup>10</sup> **От редакции.** Так, неоднозначность и противоречивость влияния такого привлечения на технико-технологическую (и в целом экономическую) динамику стран ЦВЕ (причем речь идет преимущественно о прямых иностранных инвестициях) обстоятельно и многоаспектно характеризуется в публикуемой в настоящем номере журнала статье С.П. Глинкиной и Н.В. Куликовой «Евроинтеграционная модель постсоциалистической трансформации стран Центрально-Восточной Европы и их экономическая динамика». Острополюемические соображения по поводу дискурса о «панацеей» модернизационной роли иностранных инвестиций (якобы гарантирующей, в частности, пресловутый «технологический трансфер») развернуты также в следующих публикациях нашего издания: Жуковск и В. Инвестирование из-за рубежа: попытка демифологизации источников, характера, структуры и результатов. — 2013. — № 5; Делягин М. Российский либерализм: интеллектуальный паралич и угроза развитию (о статье премьер-министра «Новая реальность: Россия и глобальные вызовы»). Послесловие А. Мелентьева. — 2015. — № 5.

<sup>11</sup> **От редакции.** См. об этом, в частности следующие материалы «Российского экономического журнала»: Серегина С., Ларионова М. Европейский долговой кризис и новые направления реформирования механизмов экономической политики ЕС. — 2012. — № 6, 2013. — № 1; и х ж е. Становление европейского банковского союза и «кипрская антикризисная модель». — 2013. — № 6, 2014. — № 1; Антюшина В. Обстоятельное исследование кризисной эволюции европейской составляющей мировой валютно-финансовой системы (о книге Б.К. Иришева «Кризис евро и глобальные риски»). — 2015. — № 4.

<sup>12</sup> Под кризисом внешнего долга страны следует понимать ситуацию, когда страна оказывается не в состоянии обслуживать накопленный иностранный долг (включая погашение капитальной его части, выплату процентов и пеней) за счет прироста собственного ВВП. В этом случае для погаше-



гов пришлось на 1990-е годы, затронув страны Латинской Америки, Юго-Восточной Азии и Россию, а с 2008 г. в перманентную ситуацию кризиса этих долгов попали упомянутые развитые страны зоны евро. С 1970 г. в рамках мировой финансовой системы зафиксировано 62 долговых кризиса, причем их рассчитанная средняя продолжительность составила 5,5 лет.

«Дефолт по внешнему долгу» означает отказ от выплат кредиторам по займу, взятому в соответствии с зарубежной юрисдикцией и, как правило (хотя и не всегда), номинированному в иностранной валюте (валюте стран, которые представляют кредиторы). Существует и понятие «серийного дефолта», отражающее множественные дефолты по внешним и внутренним госдолгам. К самым крупным в новейшей истории дефолтам относят реструктуризацию в Греции задолженности в размере 200 млрд евро (2012 г.), дефолт Аргентины в объеме 95 млрд долл. (2001)<sup>13</sup>, дефолт Бразилии (по внутреннему долгу) на сумму 62 млрд долл. (1990) и знаменитый почти 40-миллиардный (тоже в долларовом измерении) дефолт России в 1998 г. Согласно утверждению американских экспертов, во всей обозримой всемирно-исторической ретроспективе зафиксировано 250 прецедентов суверенного дефолта по внешнему долгу<sup>14</sup>.

В отличие от других форм финансовых кризисов (валютных, банковских, фондовых и пр.) долговые кризисы более продолжительны и нередко оказывают воздействие не только на национальный финансовый рынок, но и на рынок мировой. Долговые кризисы (тем более — дефолты) всегда сопровождаются экономическим спадом, что затрудняет возможности их быстрого преодоления. Поэтому современный глобальный дисбаланс внешних долгов с трудом поддается регулированию, и перспективы его преодоления, особенно применительно к странам зоны евро (Греция, Испания, Португалии, Ирландии) являются неопределенными.

Потребность в привлечении дополнительных ресурсов для экономического развития с международного финансового рынка вынуждает страны прибегать к внешним заимствованиям. При этом на разных этапах развития национальных экономик реципиентами внешнего финансирования становятся либо частные заемщики, либо государственный сектор. В большинстве стран среди заемщиков на внешнем финансовом рынке преобладают частные лица, и только в периоды кризисов существенно возрастает приток иностранных кредитов и займов, направляемых в госсектор. При этом формально государство не имеет (кроме случая предоставления госгарантий по долгам частных компаний) прямых обязательств по погашению внешней задолженности своих резидентов. К примеру, в годы кризиса 1997—1998 гг. в странах Азии среднегодовой чистый приток капитала в сектор госуправления возрос до 17,6 млрд долл., тогда как в 1992—1996 гг. приток не превысил 2,1 млрд.

---

ния накопленных долгов либо привлекаются новые иностранные кредиты и займы, либо осуществляется реструктуризация долга в форме его секьюритизации, капитализации, пролонгации, рефинансирования и пр. Страна соответственно попадает в «порочный долговой круг», блокирующий возможности народнохозяйственного роста (самый яркий современный тому пример являет Греция).

<sup>13</sup> **От редакции.** Подробно об этом см.: Б а т ч и к о в С. Еще раз о поучительном опыте аргентинской реформы // Российский экономический журнал. — 2006. — №№ 1—3 [разделы 7 «Проблемы внешней задолженности. Движение к дефолту по гособязательствам» (№ 2) и 8 «Результаты реформы: кризис в промышленности и в социальной сфере» (№ 3)].

<sup>14</sup> См.: Р е й н х а р т К. М., Р о г о ф ф К. С. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства. — М.: Карьера Пресс, 2011. — С. 43.

Аналогичная ситуация наблюдалась в Бразилии и Мексике в период долгового кризиса 1990-х годов: чистый приток капитала в госсектор в 1993 г. вырос в сравнении с предыдущим годом в 8,8 раза, а в 1997—1998 гг. в сравнении с 1996 г. — втрое. В 1997 г. чистый приток капитала в госсектор стран с переходной экономикой увеличился в сравнении с 1996 г. в 4,5 раза. При этом важно иметь в виду, что на долю государства во всех упомянутых странах (группах стран) приходилось не более 40—50% общего объема внешнего долга (исключение составила Россия, где доля государственной внешней задолженности накануне кризиса 1998 г. превышала 80%)<sup>15</sup>.

Рост долговой нагрузки на экономики большинства стран-должников в посткризисный период во многом обусловлен продолжительным экономическим спадом, что вынуждает соответствующие государства проводить политику перманентной реструктуризации внешнего долга путем привлечения новых кредитов или перекладывания на государство долгов частного сектора. Цепочка внешнедолговых кризисов развитых европейских стран (их серийные дефолты) стала новейшим проявлением анализируемого глобального дисбаланса МФА (примечательно, что страны с формирующимися рынками после 2008 г. практически не испытывали серьезных кризисов иностранной задолженности). Наиболее остра проблема долгового кризиса, как уже отмечалось, в ЕС.

И в теории, и на практике необходимым условием стабилизации относительной величины государственного долга является достижение первичного бюджетного профицита<sup>16</sup>. По методологии, разработанной экспертами МВФ, величина такового зависит от динамики экономического роста и уровня номинальной процентной ставки по гособлигациям<sup>17</sup>. В 2014 г. размах значений показателя темпа роста ВВП по странам еврозоны был весьма велик (варьировался от -2,3% на Кипре до 4,8% в Ирландии). Дифференциация процентных ставок тоже весьма существенна: в июле 2015 г. спред доходности десятилетних гособлигаций Греции к гособлигациям Германии составлял 11,29%, тогда как в Италии он равнялся всего 1,17%. По итогам 2014 г. половина стран зоны евро имела профицит бюджета, а к 2020 г., согласно прогнозам МВФ, уже все страны зоны евро станут сводить бюджет с положительным сальдо. Аналитики МВФ полагают, что профицит будет достигаться при довольно низком экономическом росте. Таким образом, Европе предсказывается продолжение жесткой фискальной консолидации.

В целях осмысления природы современных дефолтов и планирования последующих реструктуризаций внешней задолженности эксперты выясняют, является ли тот или иной конкретный дефолт результатом «неликвидности» или «финансовой несостоятельности». Оба феномена<sup>18</sup> непосредственно связаны с такой политикой

---

<sup>15</sup> Расчеты авторов по выпускам «World Economic Outlook» за соответствующие годы, размещенным на сайте МВФ.

<sup>16</sup> Речь идет об обеспечении превышения доходами бюджета его расходов без учета процентных платежей по обслуживанию долга.

<sup>17</sup> См.: Das U. S., Papaioannou M. G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950—2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts // IMF Working Paper. — 2012. — № 12(203).

<sup>18</sup> «Неликвидность» означает, что государство сталкивается с проблемой дефицита краткосрочных финансовых средств для пролонгации кредита (как правило, в кризисах ликвидности оказываются страны с высоким отношением краткосрочного долга к резервам, большими потребностями финансирования по отношению к доходам и с утратой доступа к рынкам капитала). Под «финансовой несостоятельностью» понимается такая ситуация, при которой общая долговая нагрузка стра-

обменных курсов, проведение которой в условиях открытости рынков чревато значительным обострением долговых проблем страны. Это может иметь место и, если курс национальной валюты является фиксированным и завышенным (что служит мотивом проведения спекулятивных атак), и при его заниженности (коль скоро покупательная способность занижена относительно валют, используемых в международных расчетах).

Для иллюстрирования второго случая логично воспользоваться «индексом биг-мака», позволяющим сопоставлять, насколько курс национальной валюты той или иной страны занижен по паритету покупательной способности (ППС) в отношении американского доллара. Следует подчеркнуть, что наряду с Венесуэлой, Украиной и Индией Россия входит в четверку стран с наиболее низкой покупательной способностью национальной валюты<sup>19</sup>.

Что касается первого указанного варианта курсовой политики (связанного с фиксированностью и завышенностью курса нацвалюты), то в отношении его последствий показательны события 1990-х годов в странах Азии. В то время валюты ряда азиатских государств (включая Таиланд, Индонезию и Корею) были привязаны к доллару для обеспечения безопасности иностранных инвестиций, а соответствующие торговые балансы сводились с дефицитом. После серьезной ревальвации иены и снижения темпов экономического роста в США капитал японских и американских транснациональных корпораций хлынул на азиатские рынки в поисках новых источников прибыли, основанных на низкой стоимости рабочей силы в данном регионе. Это привело к буму на фондовом и ипотечном сегментах финансового рынка, а также к резкому росту спроса на иностранный кредит, в том числе для оплаты дефицита торгового баланса стран АТР. Вследствие притока иностранного капитала валюты азиатских стран оказались переоцененными.

Процентные ставки по долларовым обязательствам в странах Азии являлись значительно более низкими, нежели процентные ставки по займам в их национальных валютах, что давало возможность заемщикам долларовых ресурсов устанавливать после конвертации долларов в национальную валюту более высокий процент по кредитам на внутреннем рынке. Расчет связывался с возможностью проведения обратной конвертации по фиксированному курсу и погашения долларовых займов без потерь на курсовой разнице. Однако после того, как валютные спекулянты, поняв, что развивающиеся страны не в состоянии долго поддерживать фиксированный валютный курс, стали продавать национальные валюты в обмен на доллары, рассматриваемая линия курсовой политики и впрямь провалилась: центробанки даже посредством широкомасштабного использования валютных резервов не смогли удержать фиксированный курс. Отсюда и логика дальнейшего развития событий: инвесторы утратили доверие к монетарным властям и вывели свои капиталы с

---

ны становится неустойчивой, т.е., будущие излишки финансовых поступлений выглядят недостаточными для погашения задолженности.

<sup>19</sup> См.: The Big Mac Index // The Economist. — 2015. — July 16 ([URL:http://www.economist.com/content/big-mac-index](http://www.economist.com/content/big-mac-index)). Согласно данным этой публикации, покупательная способность одного доллара в июле 2015 г. равнялась соответствующей способности 22,34 рублей (цена гамбургера в «Мак-Дональдс» в США тогда же равнялась 4,79 долл., а в России — 1,88 долл.), причем 1 долл. на валютном рынке можно было приобрести за 56,82 руб. Таким образом, курс российской валюты в июле 2015 г. по ППС был занижен в два с половиной раза.

рынков этих стран; курсы большинства азиатских валют девальвировались более чем на 30%, причем индонезийская рупия рухнула на 80%; МВФ потребовал от индонезийского правительства осуществить рекапитализацию 15 крупнейших банков страны, обеспечив гарантии их депозитов, тогда как другие банки оказались без должной поддержки и стали объектами набегов со стороны вкладчиков<sup>20</sup>; Таиланд, Индонезия и Южная Корея были вынуждены обратиться за финансовой поддержкой к МВФ. Однако многомиллиардная помощь со стороны международных финансовых организаций не смогла предотвратить глубокой рецессии и девальвации их валют.

### **3. Сопряжение двух глобальных дисбалансов: негативный (прокризисный) синергетический эффект**

Анализ предпринятых развивающимися и переходными к рынку странами в период 1990—2001 гг. шагов по выходу из структурных долговых кризисов позволяет сделать вывод, согласно которому волна долговых кризисов 1990-х годов обусловила *трансформацию мировой финансовой архитектуры*. В 2000 г. в развивающихся странах впервые сформировалось положительное совокупное сальдо счета текущих операций, а дальнейший устойчивый рост сальдо обеспечивался исключительно посредством увеличения объемов экспорта этих стран. С 2000 г. вследствие проведенных в последних мер по реструктурировании экономики, нацеливавшихся на выход из долгового кризиса, развивающиеся страны перешли в группу нетто-кредиторов и стали по сути финансировать экономический рост стран с развитой экономикой. Вплоть до 2007 г. размеры чистого оттока ресурсов из развивающихся стран в развитые ежегодно возрастали. В большинстве азиатских стран и в странах с переходной экономикой, включая Россию, масштабы наращивания международных резервов монетарными властями (что по существу и представляло собой отток капитала) превышали чистые внешние заимствования частного сектора.

Масштабный отток капитала в период массовых долговых кризисов 1990-х годов в развивающихся странах послужил причиной девальвации национальных валют в России, Мексике, Таиланде, Индонезии, Аргентине. Далее девальвации и переход в ряде стран к более гибким режимам курсообразования в свою очередь привели к существенному улучшению условий ценовой конкурентоспособности их экспортной продукции и относительному снижению в них производственных затрат. Это и вызвало упомянутую трансформацию МФА, состоявшую в формировании и последующей эволюции её глобальных дисбалансов. Диалектика их сопряжения состоит в следующем: *глобальный дисбаланс внешних долгов, с одной стороны, стал фактором формирования (усугубления) первого (основного) современного дисбаланса МФА — между полюсами сбережения и потребления (инвестирования), а с другой стороны, он, стоит повторить, развивается как следствие этого главного дисбаланса*. Весь массив мер, предпринятых для вывода национальных экономик и финансовых рынков из долговых кризисов, привел к резкому развороту трансграничных потоков капитала. Увеличивающийся разрыв между величиной валового сбережения и потребле-

---

<sup>20</sup> См.: Киндлебергер Ч., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. — СПб.: Питер, 2010. — С. 191.

ния в развивающихся странах обеспечил дешевыми финансовыми ресурсами развитые экономики. Поддерживая потребительский и инвестиционный спрос, масштабные поступления финансовых ресурсов из развивающихся стран (в том числе из России) сгенерировали «пузыри» на мировом финансовом рынке, что послужило базовым фактором глобального кризиса 2008—2009 гг. Более того, очевидно, что при сохранении в мировой финансовой архитектуре двух сопряженных дисбалансов (групп дисбалансов), рассмотренных выше, преодоление последствий кризиса затянется на годы, а меры регулирования и контроля, направленные на стимулирование экономического роста и рассчитанные на комплексный эффект, смогут позитивно сказаться лишь в отдаленной перспективе.

С учетом возникновения и усиления геоэкономической напряженности в отношениях России со странами ЕС, а также очевидной бесперспективности нашего участия в долгосрочных инвестиционных проектах, осуществляемых в специфических рамках европейской интеграционной группировки, представляется целесообразным всячески стимулировать продвижение российского капитала во всестороннее раскрытие и наращивание потенциала формирующегося Евразийского экономического союза (ЕАЭС)<sup>21</sup> и сотрудничества группы стран БРИКС. Принимая во внимание, что, согласно данным МВФ, размер частного внешнего финансирования России (облигации, акции, кредиты) уже в 2014 г. (после введения санкционного режима) сократился на 67,5 млрд долл., адекватным ответом на отмеченные аспекты глобальных вызовов видится самое активное включение нашей страны в развертывание инфраструктуры новых финансовых кластеров МФА, призванных обслуживать реализацию стратегических приоритетов валютно-финансового развития стран-участниц ЕАЭС и БРИКС.

<sup>21</sup> **От редакции.** Этому потенциалу и его реализации и наращиванию посвящен цикл публикаций «Российского экономического журнала» 2009—2016 гг., включая следующие последние по времени появления материалы: Г л а з ь е в С., Т к а ч у к С.. Перспективы развития евразийской экономической интеграции: от ТС—ЕЭП к ЕАЭС (концептуальный аспект). — 2013. — № 1; Т к а ч у к С. От ТС—ЕЭП к собственно ЕАЭС: по поводу согласования промышленной политики стран-участниц (концептуальные соображения). — 2015. — № 6, 2016. — № 1.

#### **Подписные индексы**

**«Российского экономического журнала»:  
в каталоге Агентства «Роспечать» — 71114,  
каталоге «Пресса России» — 42444  
и в каталоге «Почта России» — 16531.**

**Подписка возможна также по электронному каталогу  
«Российская периодика» ([www.arpk.org](http://www.arpk.org))  
и в ИД «Экономическая газета»  
[тел. (499) 152-04-90, e-mail [podpiska@ideg.ru](mailto:podpiska@ideg.ru)]**