

ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

**Е.А. Звонова, М.В. Ершов,  
А.В. Кузнецов, А.В. Навой, В.Я. Пищик**

---

# **РЕФОРМИРОВАНИЕ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ АРХИТЕКТУРЫ И РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК**

**Монография**

*Под ред. Е.А. Звоновой*

**RU  
science**  
ПОРТАЛ РОССИЙСКОЙ НАУКИ  
RU-SCIENCE.COM

Москва  
2016

УДК 339.7(075.8)  
ББК 65.9(2)829.я73  
343

Работа подготовлена в рамках поддержанного РГНФ  
научного проекта №15-02-00669

**Рецензенты:**

- В.А. Галанов**, доктор экономических наук, профессор, заслуженный деятель науки РФ, профессор кафедры страхования и ценных бумаг РЭУ им. Г.В.Плеханова,  
**А.И. Бажан**, доктор экономических наук, заведующий Отделом экономических исследований Института Европы РАН,  
**В.Н. Сумароков**, доктор экономических наук, профессор, проректор по международному сотрудничеству Финансового университета при Правительстве Российской Федерации

**Звонова Е.А.**

343

**Реформирование мировой финансовой архитектуры и российский финансовый рынок:** монография / Е.А. Звонова, М.В. Ершов, А.В. Кузнецов, А.В. Навой, В.Я. Пищик: под ред. Е.А. Звоновой. — М. : РУСАЙНС, 2016. — 430 с.

**ISBN 978-5-4365-0570-1**

**DOI 10.15216/ 978-5-4365-0570-1**

Рассмотрена экономическая природа современных глобальных дисбалансов мировой финансовой архитектуры, показаны их последствия для мирового финансового рынка. Проведен анализ основных направлений реформирования мировой финансовой архитектуры и дана оценка места и роли российского финансового рынка в процессах реформирования мировых финансов. Разработана концепция трансграничного движения капитала РФ в новых экономических условиях, предложена система практических мер по повышению эффективности функционирования российского финансового рынка, проведена оценка реальных возможностей интеграции России в современную мировую финансовую архитектуру.

Книга представляет интерес для научных работников, экономистов, преподавателей, аспирантов, студентов, специализирующихся в области изучения мировых финансов и мировой экономики, а также специалистов, желающих лучше понять проблемы современных мировых финансов.

**УДК 339.7(075.8)**  
**ББК 65.9(2)829.я73**

**ISBN 978-5-4365-0570-1**

© Коллектив авторов, 2016  
© ООО «РУСАЙНС», 2016

## Оглавление

Введение .....	5
Глава 1 Глобальные дисбалансы мировой финансовой архитектуры.....	8
1.1 Финансовый капитализм и финансовая глобализация.....	8
1.2 Современные глобальные дисбалансы мировой финансовой архитектуры.....	26
1.2.1 Дисбаланс сбережений и потребления.....	27
1.2.2 Дисбаланс внешнего финансирования.....	36
Глава 2 Глобальные дисбалансы и основные направления реформирования мировой финансовой архитектуры.....	70
2.1 Базовые противоречия функционирования мирового финансового рынка.....	70
2.2 Глобальные дисбалансы мировой финансовой архитектуры и деятельность Группы двадцати.....	113
2.3 Последствия глобальных дисбалансов мировой финансовой архитектуры и актуальные направления её реформирования.....	128
Глава 3 Доминанты финансовой кластеризации мировой финансовой архитектуры.....	155
3.1 Региональная валютно-финансовая интеграция: опыт зоны евро.....	156
3.1.1 Дисбаланс внешнего финансирования в странах Евросоюза.....	156
3.1.2 Системные проблемы конвергенции в зоне евро и потребности совершенствования экономического управления.....	161
3.2 Формирование мультирегиональных финансово-экономических блоков.....	180
3.2.1 Проблемы и перспективы Трансатлантического и Транстихоокеанского партнерства.....	180
3.2.2 Анализ перспектив формирования валютно- финансового союза стран БРИКС .....	215
Глава 4 Влияние глобальных дисбалансов в мировой финансовой архитектуре на российский финансовый рынок.....	255
4.1 Место и роль российского финансового рынка в системе глобальных дисбалансов современной МФА.....	255
4.2 Особенности функционирования российского финансового рынка в результате изменений мировой финансовой архитектуры...265	265
4.2.1 Формирование и регулирование валютного курса рубля...266	266
4.2.2 Приоритетные направления реализации финансового суверенитета России.....	281

4.2.3 Особенности функционирования системно значимых финансовых институтов на российском финансовом рынке.....	293
4.2.4 Организация национальной системы регулирования российского финансового рынка.....	297
Глава 5 Современные проблемы участия России в процессах реформирования мировой финансовой архитектуры.....	308
5.1 Позиция России по реформированию институтов мировой финансовой архитектуры.....	308
5.2 Анализ перспектив создания и развития региональных валютно-финансовых кластеров с участием РФ: Евразийский экономический союз.....	321
Глава 6 Перспективы развития российского финансового рынка в контексте реформирования мировой финансовой архитектуры.....	337
6.1 Оценка реальных возможностей интеграции России в современную мировую финансовую архитектуру.....	337
6.2 Концепция трансграничного движения капитала РФ в условиях геоэкономических рисков и реформирования МФА.....	354
6.3 Предложения по повышению эффективности функционирования современной валютно-финансовой и банковской системы РФ.....	367
6.4 Актуальные направления участия России в новых кластерах мировой финансовой архитектуры (ЕАЭС и БРИКС).....	376
Заключение.....	384
Список использованных источников.....	388
Приложение.....	397

## Введение

Современный этап функционирования мировой финансовой системы (МФС) и организации мировой финансовой архитектуры (МФА) характеризуется наличием глобальных дисбалансов, которые, действуя одновременно, стали основным дестабилизирующим фактором дальнейшего развития мировой экономики и мировых финансов. В современной мировой финансовой архитектуре сформировались три группы системных глобальных дисбалансов: дисбаланс между странами полюса сбережений и странами полюса потребления (инвестирования); глобальный дисбаланс внешнего финансирования; противоречие между глобальным характером финансового рынка и его современных институтов и в основном национальным уровнем регулирования мирового финансового рынка. Три блока современных глобальных дисбалансов МФА вследствие их взаимосвязанности и взаимообусловленности представляют собой единый комплекс проблем, требующих глобального наднационального мониторинга, контроля и реформирования всей современной системы регулирования МФА. Реальная угроза полной разбалансировки мировой финансовой системы вынуждает международные и национальные регуляторы, страны и группы стран разрабатывать новые подходы к реформированию мировой финансовой архитектуры и выходу из кризиса. Однако состояние мировых финансов остается неустойчивым, а последствия глобального финансового кризиса до сих пор не преодолены. Введение в июле 2014 г. экономических санкций развитых стран в отношении Российской Федерации создало новую геоэкономическую систему расстановки сил на мировом финансовом рынке. В частности, РФ относится к странам полюса сбережений, а увеличивающийся разрыв между величиной валового сбережения и потребления в развивающихся странах, в том числе в России, обеспечивает дешевыми финансовыми ресурсами развитые экономики, объявившие санкции в отношении РФ.

В этой связи представляется актуальным и своевременным провести анализ влияния глобальных дисбалансов в мировой финансовой архитектуре на российский финансовый рынок с учетом современных проблем участия России в процессах трансформации МФА, а также исследовать перспективы создания и развития новых валютно-финансовых кластеров мировой финансовой архитектуры с участием РФ. Теоретический аспект актуальности темы исследования дополняется необходимостью выработки практических рекомендаций

как по оценке реальных возможностей интеграции российского финансового рынка в мировую финансовую архитектуру в современной геэкономической ситуации, так и в области разработки концепции трансграничного движения капитала в условиях экономических санкций. Необходимо разработать систему предложений по повышению эффективности функционирования современной валютно-финансовой и банковской системы РФ в рамках мобилизационной модели развития российского финансового рынка, а также рекомендации по участию России в новых кластерах мировой финансовой архитектуры (ЕАЭС и БРИКС).

В экономической литературе системному и комплексному анализу современных тенденций реформирования МФА на фоне углубляющихся глобальных дисбалансов и усиления тенденции кластеризации мировой финансовой архитектуры уделяется недостаточно внимания. Такие исследования носят фрагментарный характер и касаются в основном отдельных аспектов (внешняя задолженность, проблемы институционального реформирования МФА и др.) Не исследованным остается также комплекс проблем, связанных с системным анализом изменений в российской валютно-финансовой и банковской системе в результате реформирования МФА и формирования новых геэкономических угроз. Отдельным вопросам глобальных дисбалансов, финансовой кластеризации и реформирования МФА посвящены работы Рейнхарта К., Рогоффа К., Гринспена А., Кругмана П., Манделла Р., Стиглица Дж., Киндлебергера Ч., Алибера Р., Хенкеля В., Фридмана Д. Конкретные аспекты влияния глобальных дисбалансов МФА и современных процессов её реформирования на российскую валютно-финансовую и банковскую систему анализируются в работах Красавиной Л.Н., Рубцова Б.Б., Миркина Я.М., Валовой Т.Д., Хейфеца Б.А., Хесина Е.С., Моисеева А.А., Улюкаева А.В., Портнова М.А., а также авторов монографии Ершова М.В., Звоновой Е.А., Кузнецова А.В., Навой А.В., Пищика В.Я. Оценка отечественных и зарубежных источников показала, что до настоящего времени не был осуществлен комплексный системный анализ современных тенденций и последствий реформирования МФА, а также отсутствует всесторонний анализ перспектив и эффективности участия российского финансового рынка в реформе МФА.

В монографии предпринимается попытка разработать комплексную научно-практическую концепцию повышения эффективности функционирования российского финансового рынка с

учетом современных тенденций и последствий реформирования мировой финансовой архитектуры, а также новых геоэкономических вызовов. В этих целях в научном исследовании осуществлена оценка реальных возможностей интеграции российского финансового рынка в современную реформу мировой финансовой архитектуры; разработана концепция трансграничного движения капитала РФ в условиях геоэкономических рисков и реформирования МФА; выработаны предложения по повышению эффективности функционирования современной валютно-финансовой и банковской системы РФ; обоснованы рекомендации по участию России в новых финансовых кластерах МФА (ЕАЭС, БРИКС).

Научные выводы и предложения, сформулированные авторами в результате комплексного анализа изменений в функционировании финансового рынка РФ в контексте реформирования мировой финансовой архитектуры, позволят, как представляется, скорректировать политику регулирования российского финансового рынка в целях повышения её эффективности и стабильности развития валютно-финансовой и банковской системы РФ с учетом реформирования МФА и новых глобальных экономических вызовов.

# Глава 1

## Глобальные дисбалансы мировой финансовой архитектуры<sup>1</sup>

### 1.1 Финансовый капитализм и парадигма финансовой глобализации

С окончанием периода послевоенного стабильного развития, который в экономической литературе был назван «славным тридцатилетием» (1945–1975 гг.), кризисы снова возвратились в мировую экономику. Снижение курса доллара, распад мировой валютной системы, замедление темпов экономического роста в США, ускорение темпов инфляции, увеличение внешней задолженности и долговые кризисы, обострение конкурентной борьбы между Японией, Европой и США, кризис налоговых поступлений и повсеместный рост фиктивного капитала в развитых капиталистических странах стали основными характеристиками развития мировой экономики и мировых финансов. Все перечисленное послужило формированию новой парадигмы экономических исследований, в рамках которой представители неомарксистской научной школы перешли в активное наступление на неоклассиков и неокейнсианцев. Эти неухающие интеллектуальные баталии дали повод одному из авторов теории регуляции, французскому экономисту Р.Буае, говорить о том, что «Маркс мертв, но не похоронен»<sup>2</sup>.

Однако, несмотря на ожесточенные споры между представителями классических экономических школ по поводу кризиса капитализма и небезосновательные ожидания сторонников левого академического крыла относительно смены глобальной парадигмы, мировое экономическое развитие пошло совсем не по тому пути, который предсказывал автор «Капитала». Вместо этого в конце 1970-х гг. мировая финансовая система<sup>3</sup> окончательно вступила в свою

---

<sup>1</sup>Мировая финансовая архитектура (МФА) – институциональная и функциональная конструкция финансовой системы, формирующаяся на её национальном, региональном, международном и глобальном уровнях и включающая в себя институты, различные инструменты финансового рынка, а также обязательства, правила и нормы, направленные на внутреннюю и внешнюю сбалансированность системы мировых финансов.

<sup>2</sup> Буае Р. Теория регуляции: критический анализ. Пер. с фран. Н.Б.Кузнецовой. М.: Наука для общества, Российск. гос. гуманит. ун-т, 1997. С. 45.

<sup>3</sup> Мировая финансовая система (МФС) – форма организации и регулирования мировых финансовых отношений, закреплённая нормами международного права, международными и региональными соглашениями, национальными законодательствами стран-участниц МВФС



новой фазу – финансового капитализма. Вот как характеризует данную трансформацию профессор Йельского университета, лауреат Нобелевской премии по экономике 2013 г. Р. Шиллер: «В последние несколько десятилетий мы были свидетелями развития *финансового капитализма* – системы, в которой на передний план выходят финансы. Если в прошлом они были «служанкой» промышленности, то теперь, они превращаются в движущую силу развития капитализма»<sup>1</sup>.

Р. Шиллер исследует финансовый капитализм как универсальную панацею от всех недугов глобального общества, как незавершенный процесс «изобретения» новых финансовых продуктов, создание и внедрение которых «будет наилучшей тактикой в борьбе с экономическим неравенством»<sup>2</sup>. Данный взгляд представляется довольно оптимистичным, но эти визионерские пророчества должны еще пройти проверку временем. На нынешнем же этапе, на наш взгляд, именно финансовый капитализм является главной причиной современных глобальных дисбалансов МФС. И, прежде всего, эти дисбалансы связаны с непропорциональным перераспределением ресурсов между производственной (реальной) и финансовой (виртуальной) сферами экономики. Последующий анализ поможет развернуто раскрыть данную взаимосвязь.

Р. Шиллер обращает внимание на то, что понятие «финансовый капитализм» приобрело популярность в 1930-гг. после публикации книги Дж. Эдвардса «Эволюция финансового капитализма»<sup>3</sup>, в которой предметом внимания автора была деятельность крупных финансовых институтов, возглавлявшихся Дж. П. Морганом. Вместе с тем, гораздо раньше развитие феномена финансового капитализма было достаточно основательно рассмотрено в теоретических работах австрийского экономиста Р. Гильфердинга «Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма» (1909 г.), и В.И. Ленина «Империализм, как высшая стадия капитализма» (1917 г.). Обе работы представляют сегодня для России не только исторический и академический, но и практический интерес, как с точки зрения понимания современных особенностей финансовой глобализации, так и непосредственного

---

<sup>1</sup> Шиллер Р. Финансы и хорошее общество. Пер. с английского Ю.Каптуревского; под ред. Т. Дробышевской, А. Смирнова. М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. С. 26.

<sup>2</sup> Там же. С. 12.

<sup>3</sup> Edwards G.W. The Evolution of Finance Capitalism. New York: Longmans, Green. 1938.

влияния финансово-банковского сектора на глобальные социально-экономические процессы.

В своей работе В.И. Ленин, по существу, предвосхитил положение суверенных государств в современной мировой экономике и мировых финансах. Он сделал вывод, что основу империализма составляет финансовая олигархия и финансовый капитал, который выступает решающей «силой во всех экономических и во всех международных отношениях, и способен подчинять себе и в действительности подчиняет даже государства, пользующиеся полнейшей политической независимостью»<sup>1</sup>. Сформулированные В.И. Лениным определяющие признаки империализма обретают новое качество в условиях финансовой глобализации.

В свою очередь несомненная академическая заслуга Р. Гильфердинга заключается в том, что, в отличие от теории капитализма К.Маркса, он провел четкую границу между промышленным и финансовым капиталом, указав на непримиримую борьбу между этими двумя видами капитала. Р. Гильфердинг обосновал положение, что во всех индустриальных странах данное противостояние неизменно приведет к полной победе космополитической финансовой олигархии над местными промышленниками и предпринимателями, имеющими национальную привязку<sup>2</sup>. Р. Гильфердинг писал: «Финансовый капитал в его завершении, это – высшая ступень полноты экономической и политической власти, сосредоточенной в руках капиталистической олигархии»<sup>3</sup>.

В конце 1990-х гг. теория финансового капитала была модернизирована американским финансистом Дж. Соросом, который предложил модель построения мирового рынка капиталов «центр-периферия». Согласно модели Дж. Сороса «центр» предоставляет финансовый капитал, а «периферия» его использует по таким правилам, которые являются выгодными для «центра» (финансовая либерализация). В условиях стабильного экономического развития

---

<sup>1</sup> Ленин В. И. Империализм, как высшая стадия капитализма. Полное собрание сочинений. Т. 27. 5-е изд. М.: Издательство «Политическая литература», 1969. С. 379.

<sup>2</sup>Катасонов В. О проценте: ссудном, подсудном, безрассудном. «Денежная цивилизация» и современный кризис. М.: Издательский дом Кислород, 2014. С. 495–496.

<sup>3</sup> Гильфердинг Р. Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма. Пер. с нем. Изд. 7-е. Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2011. С. 446.

«центр» перекачивает в «периферию» капитал. Однако при возникновении в странах «периферии» кризисных ситуаций капитал быстро покидает «периферию» и возвращается в «центр», провоцируя перенакопление капиталов в «центре», невозвращение кредитов «периферией», падение объемов международной торговли. По мнению Дж. Сороса, центр расположен в Нью-Йорке и Лондоне, поскольку именно там функционируют глобальные финансовые рынки, а также в офшорных зонах, где пребывает наиболее активная и мобильная часть мирового финансового капитала<sup>1</sup>.

Дж. Сорос пишет: «Чтобы понять, почему рыночный фундаментализм и американская гегемония тесно связаны друг с другом, важно осознать, что глобальные финансовые рынки приносят выгоду странам, находящимся в центре международной рыночной системы, в особенности США. Финансовые рынки “всасывают” большую часть сбережений и прибыли, создаваемых во всем мире, перекачивают их в центр, откуда они затем вновь отправляются на периферию либо непосредственно через финансовые инструменты вроде акций и облигаций, либо опосредованно через транснациональные корпорации. Центр является поставщиком финансовых и всех прочих услуг, начиная от информации и высшего образования и заканчивая развлечениями, и одновременно “базой” для большинства транснациональных корпораций. Поэтому он получает львиную долю всех доходов. ... Главной резервной валютой является доллар, а все существующие международные финансовые учреждения находятся под влиянием США и других стран, образующих центр международной рыночной системы»<sup>2</sup>.

Таким образом, основными бенефициарами функционирования модели «центр-периферия» выступают США и Великобритания. Подчеркнем, что современная мировая финансовая система во многом обязана своим зарождением и становлением именно англосаксонским финансовым институтам. Эти институты уже более двухсот лет доминируют на мировом финансовом рынке.<sup>3</sup> За этот период они

---

<sup>1</sup> Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. Пер. с англ. С. К. Умрихиной, М. З. Штернгарца. М.: ИНФРА-М, 1999. С. 129.

<sup>2</sup> Сорос Джордж. Тезисы о глобализации // Вестник Европы. 2001. № 2.(URL: <http://magazines.russ.ru/vestnik/2001/2/sor.html>)

<sup>3</sup> Мировой финансовый рынок – форма движения мировых финансов в определенных параметрах мировых финансовых отношений и мировой финансовой системы. Мировой финансовый рынок представляет собой отношения между участниками финансовых рынков (национальных и международного) по

накопили существенный опыт по разработке и внедрению в систему международных отношений регуляторных механизмов и инструментов финансового рынка.

Так, США имеют наибольшую долю капитала в таких влиятельных международных финансовых организациях, как Международный валютный фонд (МВФ), группа Всемирного банка (ВБ), Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), Межамериканский банк развития, Азиатский банк развития (одинаковая доля капитала с Японией). Доллар по-прежнему остаётся важнейшей валютой цены<sup>1</sup> во внешнеторговых и международных кредитных контрактах и основной валютой расчётов в международной торговле. В долларе также деноминировано более половины мирового рынка долговых ценных бумаг, международных кредитов и депозитов, а также официальных валютных резервов (таблица 1.1).

Таблица 1.1 – Доли резервных валют в крупнейших сегментах мировой финансовой системы, %

	Доллар США	Евро	Японская иена	Фунт стерлингов	Другие валюты
Международные облигации	58,2	23,4	2,9	Н.д.	15,5
Международные кредиты	52,7	16,8	2,8	Н.д.	27,6
Международные депозиты	56,8	18,5	1,9	Н.д.	22,7
Международные валютные резервы	62,9	22,2	4,0	3,8	7,1
Международная валютная торговля (200%), 2013 г.	87,0	33,4	23,0	11,8	44,8

Источник: составлено по данным ЕЦБ, БМР.

В свою очередь, Лондон считается самым ликвидным спотовым рынком золота и мировым клиринговым центром торговли золотом и серебром. Именно в Лондоне ежедневно рассчитывается ставка

---

поводу выпуска и обращения национальных и иностранных финансовых продуктов, в результате чего происходит перераспределение финансовых ресурсов как внутри стран, так и между странами. МФР – финансовый рынок всех стран мира, или совокупность финансовых рынков всех стран мира

<sup>1</sup>Денежная единица, в которой выражена цена товара во внешнеторговом контракте; называется также валютой сделки.

предложения по межбанковским депозитам – ЛИБОР (London Interbank Offered Rate), – самая важная ставка в мире международных финансов, на которую ориентированы финансовые продукты общей стоимостью около 800 трлн. долл.<sup>1</sup> Столица Великобритании также лидирует в международной валютной торговле (41% мирового рынка с оборотом в апреле 2013 г. в объеме 5,3 трлн. долл. в день), в частности благодаря тому, что через неё проходит нулевой меридиан, от которого традиционно ведётся отсчёт часовых поясов, что позволяет Британии осуществлять торговлю одновременно с финансовыми центрами сначала Азии и Европы, а затем Европы и Америки<sup>2</sup>. Значимость Лондона в сфере международного финансового посредничества подчеркивается также и тем фактом, что основная площадка по урегулированию (реструктуризации) суверенного внешнего долга перед частными банками носит название Лондонского клуба кредиторов. При этом данный процесс никак не формализован. У клуба нет ни штаб-квартиры, которая бы располагалась в Лондоне, ни устава, который бы обязывал его членов проводить свои встречи в британской столице.

По данным, опубликованным в июле 2015 г. компанией «Сити-Ю-Кей» (TheCityUK), США и Великобритания вместе контролируют 60% международной валютной торговли, 72% внебиржевой торговли деривативами, 70% рынка международных облигаций, 66% частного выпуска акций, 83% активов хедж-фондов (таблица 1.2). Кроме того, 15 из 25 крупнейших товарных бирж мира расположены в США и Великобритании, на которых ежедневно устанавливаются цены на сырьевые продукты, включая нефть.

---

<sup>1</sup> Farrell M. Barclays Not Alone in Rate-Fixing Scandal // CNNMoney. 10.07.2012 (URL:<http://money.cnn.com/2012/07/03/investing/barclays-libor/index.htm>).

<sup>2</sup> Кузнецов А.В. Англо-американская дуополия в беспололярном мире // США. Канада: Экономика. Политика. Культура. 2013. № 6. С. 64–66.

Таблица 1.2 – Доли индустриальных стран на международных финансовых рынках

	Британия	США	Япония	Франция	Германия	Сингапур	Гонконг	Другие страны
Международное межбанковское кредитование (сентябрь, 2014 г.)	17	11	11	8	8	3	4	38
Валютная торговля (апрель, 2013 г.)	41	19	6	3	2	6	4	19
Внебиржевая торговля процентными деривативами (апрель, 2013 г.)	49	23	2	7	4	1	1	13
Морское страхование, чистый премиальный доход (2013 г.)	26	5	7	4	4	1	1	53
Активы в управлении фондов (2013 г.)	8	46	7	3	2	---	1	33
Активных хедж-фондов (2013 г.)	18	65	2	1	---	1	1	12
Частный выпуск акций (2013 г.)	13	53	2	5	2	1	---	24

Источник: Key facts about the UK as an international financial center. *The City UK*. July 2015. p. 7.

Учитывая, что международный финансовый рынок находится под фактическим контролем англосаксонских институтов, осложнение отношений со странами Запада в связи с ситуацией на Украине и введение санкций против России крайне негативно отразится на дальнейшей интеграции РФ в мировую финансовую систему. Поэтому альтернативой полноценного участия России в процессах финансовой глобализации должно стать наиболее активное включение нашей страны в создание регионального финансового рынка, нацеленного на обслуживание стратегических приоритетов развития Евразийского экономического пространства<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Кузнецов А.В. Проблемы интеграции России в мировую финансовую систему // Мировая экономика и международные отношения. 2015. № 6. С. 82.

Следует подчеркнуть, что своему сегодняшнему центральному положению в мировой финансовой системе англо-американский альянс обязан установлению послевоенной гегемонии доллара. Этот процесс проходил в два последовательных этапа: золотодолларового стандарта (1944–1971 гг.) и «нефтедолларового стандарта» (1975 г. – по сегодняшний день). Термин «нефтедолларовый стандарт» взят в кавычки, поскольку никаких официальных документов по его введению на международном уровне подписано не было. Ныне действующий официальный формат регулирования международных валютных отношений известен как Ямайская валютная система. Однако данный термин существует главным образом в русскоязычном обороте<sup>1</sup> и относится к соглашению, подписанному странами-членами МВФ в январе 1976 г. в Кингстоне (Ямайка). Ямайское соглашение юридически завершило демонетизацию золота и предоставило странам право выбора любого режима валютного курса<sup>2</sup>. Однако именно «нефтедолларовый стандарт» сделал возможным продолжить мировую гегемонию доллара после прекращения его конвертации в золото в 1971 г. Рассмотрим особенности функционирования этих стандартов.

*Золотодолларовый стандарт.* Институциональные основы англо-американского контроля над современной МФС были заложены в 1944г. на Бреттон-Вудской конференции. Тогда в соответствии с теоретическими проектами Дж.М.Кейнса и его американского коллеги, министра финансов США, Г.Д.Уайта была создана система институтов (МВФ, Всемирный банк, ГАТТ/ВТО), которые по сегодняшний день выступают основой международной торговли и финансов. Создание этих институтов позволило Кейнсу впервые в мировой истории внедрить на практике модель глобальной макроэкономики. Основную цель модели Кейнс видел в устранении дисбалансов международной торговли путем установления одновременно внутреннего (полная занятость) и внешнего (платежный баланс) равновесия. Уже в 1944 г. Кейнс пришел к заключению, что в регулировании мировой экономики количеству поставленных целей должно соответствовать такое же количество политических инструментов. Как отмечают профессор экономики Массачусетского технологического института П. Темин и профессор экономики Оксфордского университета Д. Вайнс, схему, которая представляла эту идею, Кейнс набросал на обороте почтового

---

<sup>1</sup> Ямайская валютная система. Wikipedia.org. (URL: [https://ru.wikipedia.org/wiki/Ямайская\\_валютная\\_система](https://ru.wikipedia.org/wiki/Ямайская_валютная_система))

<sup>2</sup> Международные валютно-кредитные отношения: учебник для вузов. Под ред. Л. Красвиной, 4-е изд., перераб. и доп, Москва, Издательство Юрайт, 2014. С. 85.

конверта в 1944 г. во время «особо утомительного заседания в министерстве торговли» (таблица 1.3). Затем, он передал конверт своему коллеге Дж. Миду со словами: «Наконец-то я перестал сомневаться». Модель глобальной макроэкономики получила известность только в 1952 г., когда она была опубликована в работе Дж.Мида «Платежный баланс», за которую он был удостоен Нобелевской премии<sup>1</sup>.

Таблица 1.3 – Международная политическая система по проекту Дж. М. Кейнса

Цель	Инструменты	Ответственный орган
Полная занятость	Средства управления спросом (в основном – фискальные)	Национальные правительства
Корректировка платежного баланса	Привязанные, но регулируемые валютные курсы	Международный валютный фонд
Поощрение международной торговли	Снижение тарифов	Международная торговая организация
Экономическое развитие	Официальное международное кредитование	Всемирный банк

Источник: Темин П., Вайнс Д. Экономика без лидера. Почему рассыпалась мировая экономическая система и как ее собрать. Пер. с англ. О.Левченко; науч. ред. перевода Т.Дробышевская. М.: Изд-во Института Гайдара, 2015. С. 173.

Таким образом, в 1944 г. на Бреттон-Вудской конференции был установлен послевоенный мировой валютный порядок. Доллар был наделен исключительным правом конвертации в золото, а валюты всех остальных стран-членов МВФ могли обмениваться на золото только посредством доллара. Для этого они должны были накапливать долларовые резервы, тем самым создавая обеспечение своей денежной массе. Фактически США превратились в поставщика глобальной ликвидности. Функционально же выполнение этой задачи было возложено на МВФ, который стал кредитовать страны, испытывающие проблемы с финансированием дефицитов своих платежных балансов.

<sup>1</sup>Темин П., Вайнс Д. Экономика без лидера. Почему рассыпалась мировая экономическая система и как ее собрать. Пер. с англ. О.Левченко; науч. ред. перевода Т.Дробышевская. М.: Изд-во Института Гайдара, 2015. С. 172–176.



Причем первыми клиентами Фонда были развитые страны, в частности, Франция.

Основная проблема золотодолларового стандарта заключалась в противоречии между национальной эмиссионной природой доллара и его использованием в качестве валюты расчетов в международной торговле, а также основного резервного актива. США необходимо было поддерживать постоянный дефицит своего платежного баланса для удовлетворения глобального спроса на доллары. Вступление в международную конкурентную борьбу новых глобальных игроков (стран Западной Европы и Японии), а также необходимость решения внутренних проблем США (удовлетворение быстро растущего потребительского спроса, обслуживание дорогостоящей системы социального обеспечения, финансирование гигантских военных расходов) обусловили чрезвычайный рост долларовой массы, многократно превысивший запасы золота в США. В целях предотвращения оттока золота из США, ведущего к обесценению американской денежной единицы, в августе 1971 г. США прекратили обмен долларов на золото, а в 1973 г. страны-члены МВФ отказались от второго ключевого элемента Бреттон-Вудской системы – фиксированных валютных курсов.

«*Нефтедолларовый стандарт*». Отмена конвертируемости доллара в золото и упразднение системы фиксированных валютных курсов поставили под вопрос валютную гегемонию США. В начале 1970-х гг. США превратились в чистого импортера нефти, что еще больше обострило проблему финансирования американского дефицита платежного баланса. В результате первого нефтяного кризиса (1973 г.) цены на нефть выросли на 500%. В условиях свободно плавающих курсов это неизменно вело к резкому падению стоимости доллара, в котором рассчитывались цены на нефтяном рынке (хотя с 1920-х гг. британский фунт стерлингов использовался в международных расчетах по поставкам нефти, по крайней мере, так же часто, как и доллар). Для подстраховки от рисков обесценения доллара страны ОПЕК стали привязывать цену нефти к корзине валют и продвигать идею выставления нефтяных счетов в коллективной резервной валюте МВФ – СДР<sup>1</sup>. Таким образом, уже в 1970-х гг. СДР могли прийти на смену доллару как глобальный резервный актив. Чтобы не допустить этого США инициировали заключение секретных соглашений с Саудовской Аравией и Объединенными Арабскими Эмиратами о покупке ими

---

<sup>1</sup>SpecialDrawingRights, (Специальные права заимствования).

американских казначейских бумаг сверх объемов, размещаемых на публичных аукционах<sup>1</sup>. Тем самым валюты стран Ближнего Востока неформально привязывались к доллару. Далее между США и Саудовской Аравией была достигнута договоренность об оплате всех нефтяных поставок исключительно в долларах США. К этому решению присоединились также страны ОПЕК. На встрече министров ОПЕК в 1975 г. было принято решение «не принимать к оплате за поставки нефти ничего, кроме доллара США, не принимать даже британский фунт стерлингов»<sup>2</sup>. С целью окончательного закрепления нефтедолларового стандарта американская администрация приняла решение о создании новых нефтяных бирж в Лондоне и Нью-Йорке. Эти биржи по сегодняшний день служат основными торговыми площадками и механизмом ценообразования на мировом нефтяном рынке. С тех пор не только нефть, но и другие сырьевые товары котируются на биржах в долларах США. Из 92 сырьевых товаров, учитываемых международной финансовой статистикой, 87 товаров имеют цены, номинированные в долларах<sup>3</sup>.

*Парадигма финансовой глобализации.* Результатом стратегических соглашений США с ОПЕК стало повышение спроса на доллары как средство международных расчетов. Однако этого было недостаточно. Теперь США нужно было привлечь дешевые финансовые ресурсы из других стран для финансирования дефицита своего платежного баланса. И снова на решение этой задачи были подвинуты богатые нефтью страны Ближнего Востока, которые в обмен на американские гарантии международной безопасности согласились размещать всю свою валютную выручку от продажи нефти в американских банках, а также на евродолларовом рынке Лондона. Привлекательность последнего была обусловлена тем, что в начале 1960-х гг. Банк Англии недвусмысленно дал понять, что он не будет контролировать и регулировать потоки иностранной валюты на лондонском евродолларовом рынке. Это явилось одним из ключевых элементов перестройки лондонского Сити в центр глобальных финансов. В результате второго нефтяного кризиса (1979–1981 гг.)

---

<sup>1</sup> Leverett F., Leverett H. M. The Rise of the Petrodollar and the Slow Erosion of Dollar Hegemony // The World Financial Review. July 28, 2014. (URL: <http://www.worldfinancialreview.com/?p=2621>)

<sup>2</sup> Энгдаль Ф.У. Столетие войны: англо-американская нефтяная политика и Новый мировой порядок. Издание третье, пересмотренное. М., 2014. С. 187–188.

<sup>3</sup> Международные валютно-кредитные отношения: учебник и практикум. Под ред. Е. А. Звоновой, Москва, Издательство Юрайт, 2014. С. 16.

цены на нефть увеличились еще на 350%, что обеспечило внушительные поступления нефтедолларов в англо-американские банки.

Нефтедоллары проходили вторичную переработку (рециклирование) в развивающихся странах (прежде всего странах Латинской Америки), которые получали их в кредит от англо-американских банков для потребления продукции западных ТНК (в первую очередь североамериканских). Ставки по евродолларовым займам фиксировались с заранее оговоренной надбавкой к текущей лондонской ставке межбанковского кредитования ЛИБОР, которая была «плавающей» и изменялась в зависимости от краткосрочных ставок в Нью-Йорке и Лондоне. Для борьбы с инфляцией в 1980-х гг. ФРС и Банк Англии резко подняли процентные ставки. Это привело к моментальному росту стоимости обслуживания кредитов, когда ставки на лондонском евродолларовом рынке повысились со средних 7% в начале 1978 г. до почти 20% в начале 1980 г.<sup>1</sup>. Развивающиеся страны оказались на грани объявления дефолта.

Для преодоления долгового кризиса развивающихся стран снова были задействованы механизмы МВФ. Тем самым Фонд, целесообразность дальнейшего существования которого после краха Бреттон-Вудской системы была поставлена под сомнение, фактически обрел свое второе дыхание, но уже в качестве гаранта по выплатам задолженности развивающихся стран западным (в первую очередь американским) банкам. Отныне предоставление МВФ финансовой помощи было обусловлено набором требований к стране-заемщику, которые стали известны как Вашингтонский консенсус. Обусловленность кредитования предусматривала сокращение социальных обязательств государства, приватизацию, снижение заработной платы, девальвацию валют, открытие границ для иностранных товаров и капитала, дерегуляцию финансового сектора. Политика МВФ привела не только к снижению реальных доходов в развивающихся странах, но и упрочила их хроническую зависимость от экспорта сырья (цены на которое отныне регулировались на подконтрольных англосаксам товарных биржах) как основного источника валютных поступлений для обслуживания возрастающей стоимости внешнего долга.

---

<sup>1</sup>Энгдаль Ф.У. Столетие войны: англо-американская нефтяная политика и Новый мировой порядок. Издание третье, пересмотренное. М., 2014. С. 222–223.

Реструктуризация мирового рынка нефти и других энергоносителей в 1970-80х гг. способствовала не только долговому закабалению развивающихся стран и укреплению позиций доллара в мировой финансовой архитектуре. В ходе начатых в Великобритании («тэтчеризм») и продолженных в США («рейганомика») реформ финансового сектора произошла также смена экономической парадигмы – кейнсианская экономика «стимулирования спроса» была заменена фридмановской экономикой «стимулирования предложения». Последняя стала реализовываться путем развития продуктов потребительского кредитования, сопровождающегося стремительным ростом денежной массы. Избыточная ликвидность «утилизировалась» за счет раздувания финансовых пузырей, в частности, путем резкого увеличения доли производных финансовых инструментов в общем объеме финансовых активов. Такие пузыри регулярно лопались (фондовый рынок в 1987 г., рынок дот-комов в 2000 г.).

Заложником новой финансовой парадигмы оказались сами США. Значительная часть экономики США отныне стала существовать за счет внеэкономического, эмиссионного стимулирования спроса. По расчетам российского экономиста, президента компании экспертного консультирования «Неокон» М.Л.Хазина, разрыв между инвестициями в «новую» экономику и объемом ее валового выпуска в 1998 г. составлял не менее 10% ВВП США. Если добавить к этому разрыву рост государственных расходов и другие эффекты, то ежегодное непродуктивное вливание ресурсов в американскую экономику в конце 1990-х должно было составлять 1,3–1,6 трлн. долл. или 110–140 млрд. долл. в месяц. Это вливание происходило по механизму долгового финансирования за счет роста корпоративного долга, долгов домохозяйств и долга федерального правительства США. К концу 2000-х годов американская экономика выросла как минимум в 1,5 раза, так что размер соответствующих ресурсов, необходимых для поддержки системы в относительно стабильном состоянии вырос примерно до 200–250 млрд. долл. в месяц.

Таким образом, основной проблемой развития американской экономики на современном этапе является наличие «избыточной» ее части, которая «наросла» за последние 35 лет за счет постоянного эмиссионного стимулирования потребительского спроса. По мнению М. Л. Хазина, ликвидация этого структурного «нароста» невозможна по политическим причинам, поскольку это означало бы сокращение ВВП США как минимум на 25%, а то и на 35%. Такое масштабное падение крупнейшей экономики мира делает абсолютно невозможным

для США сохранение не только статуса единого мирового лидера, но и продолжения существования мировой финансовой системы на базе американского доллара<sup>1</sup>.

*Глобальная деятельность транснациональных корпораций (ТНК).* Следует отметить, что транспортная, коммуникационная, информационная и регуляторная революции практически устранили географические и политические препятствия для экономической интеграции суверенных государств. Однако все эти революционные достижения способствуют развитию стран мира далеко не в одинаковой степени. Глобальная добавленная стоимость создается преимущественно транснациональными корпорациями (ТНК) развитых стран мира, нерегулируемых на глобальном уровне, которые фактически олигополизировали мировые рынки.

Сегодня на ТНК приходится 80% глобальной цепочки создания стоимости (*globalvaluechain*), включающей в себя разработку товара, его производство, маркетинг, реализацию на рынке и послепродажное обслуживание<sup>2</sup>. Согласно данным ЮНКТАД, в 2014 г. продажи иностранных филиалов ТНК увеличились на 7,6% до 36,4 трлн. долл., общая стоимость их активов возросла до 102 трлн. долл. (что на 25 трлн. долл. больше размера мирового ВВП), а занятость составила лишь 75 миллионов человек, что соответствует только 2,4% от общего количества работающих в мире<sup>3</sup>. В целом в период 1990–2014 гг. темпы роста продаж зарубежных филиалов ТНК в 2,2 раза (а темпы прироста их активов в 7,6 раза) превышали темпы прироста мирового ВВП (таблица 1.4).

---

<sup>1</sup> Хазин М.Л. Теория кризиса // Философия хозяйства. 2008. № 6. С. 42–45.

<sup>2</sup> World Investment Report 2013: Global Value Chains: Investment and Trade for Development. UNCTAD, 2013. P. X.

<sup>3</sup> World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance. UNCTAD, 2015. P. 18.

Таблица 1.4 – Некоторые показатели деятельности иностранных филиалов ТНК, млрд. долл.

	1990 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	Прирост 1990–2014 гг.
Продажи	4 723	31 687	33 775	36 356	770%
Добавленная стоимость	881	7 105	7 562	7 882	895%
Совокупные активы	3 893	88 536	95 230	102 040	2621%
Экспорт	1 444	7 469	7 688	7 803	540%
Занятость (млн. чел.)	20 625	69 359	71 297	75 075	364%
<i>Для информации</i>					
Мировой ВВП	22 327	73 457	75 453	77 283	346%
Мировой экспорт товаров и услуг	4 332	22 407	23 063	23 409	540%

Источник: World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance. UNCTAD, 2015. P. 18.

Следствием опережающего увеличения доходов ТНК является то, что по итогам 2014 г. среди 100 крупнейших экономик мира только 57 были суверенными государствами, остальные 43 – это ТНК (в 2012 г. это соотношение составляло 60 против 40). Например, выручка крупнейшей американской ТНК *Wal-Mart Stores* в 2014 г. составила 476 млрд. долл., что больше чем размеры ВВП в 165 отдельно взятых странах мира.

Таким образом, олигопольные позиции ТНК в глобальной экономике выступают основной причиной мировых дисбалансов и диспропорции доходов между развитыми странами и странами с формирующимися рынками (развивающимися странами). Этот вывод должен служить предостережением для России, которая хотя и входит в десятку крупнейших экономик мира, однако очень слабо интегрирована в транснациональную цепочку создания глобальной стоимости. В 2014 г. в рейтинге *FortuneGlobal500* крупнейших компаний мира по размеру выручки присутствовало всего 8 российских компаний (против 128 американских), а в рейтинге *Financial Times Global 500* крупнейших компаний по размеру рыночной капитализации российских компаний было и того меньше – всего 7 (против 203 американских).

Характерно, что по интенсивности участия компаний в транснациональных сделках, современный период глобализации не

слишком отличается от периода, предшествовавшего первой мировой войне<sup>1</sup>. Однако в современных условиях преимущества в размещении сил в мировой экономике переходят на сторону стран с формирующимися рынками. Транснациональные компании стран группы БРИКС, многократно увеличившие капитализацию своих рыночных активов на мировых биржах, автономно выступают в роли глобальных игроков, внося дисбаланс в стройную систему англосаксонского передела мира, которая, казалось бы, надолго установилась после падения Берлинской стены. В рейтинге *Financial Times* 500 крупнейших ТНК мира по размеру капитализации в 2003 г. присутствовали лишь 12 компаний из стран БРИКС (среди которых ни одной из Китая), а в 2011 г. их стало уже 63, среди которых 27 компаний было китайского происхождения (таблица 1.5).

Таблица 1.5 – ТНК группы БРИКС и “Группы семи” в рейтинге *Financial Times* крупнейших 500 компаний мира по размеру рыночной капитализации

Страна	Количество компаний						
	2003 г.	2008 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.
<i>Группа семи</i>	393	327	318	307	322	331	351
США	234	169	163	160	173	184	203
Япония	58	39	42	35	36	34	34
Великобритания	32	35	32	34	38	36	37
Франция	24	31	27	24	23	24	28
Канада	19	24	27	27	25	26	22
Германия	18	22	19	19	19	20	20
Италия	8	7	8	8	8	7	7
<i>Группа БРИКС</i>	12	66	68	69	63	57	48
Китай	0	25	23	27	22	22	18
Россия	7	13	11	11	10	8	7
Бразилия	2	11	12	11	12	10	10
Индия	3	13	16	14	12	12	10
Южная Африка	0	4	6	6	7	5	3

Источник: FT Global 500. Financial Times (URL: <http://www.ft.com>)

<sup>1</sup> Abelshausen W. Kulturkampf. Der deutsche Weg in die Neue Wirtschaft und die amerikanische Herausforderung. Berlin: Kulturverlag Kadmos, 2003. S. 30.

Вместе с тем в последние годы активность стран группы БРИКС на глобальном рынке наталкивается на растущее сопротивление внутри США, Великобритании и стран ЕС, которые путём ограничения доступа этих стран на мировой финансовый рынок препятствуют росту капитализации новых динамично развивающихся рынков. Как следствие, после 2011 г. количество компаний из стран БРИКС в рейтинге *Financial Times* стало последовательно снижаться на фоне увеличения компаний стран “большой семерки”, главным образом американских компаний. Это означает, что относительная капитализация компаний стран БРИКС в этот период уменьшалась. Например, положение российского *Газпрома* в рейтинге понизилось с 4-го в 2008 г. на 83-е место в 2014 г., *Роснефти* – с 65-го на 122-е место, *Лукойла* – с 89-го на 211-е место. Примечательно, что при этом позиция крупнейшего американского нефтегазового концерна *Exxon Mobil* в рейтинге практически не изменилась, а другого американского концерна *Chevron* даже улучшилась (таблица 1.6).

Таблица 1.6 – Изменения позиций крупнейших нефтегазовых компаний США, Великобритании и России в рейтинге *Financial Times* крупнейших 500 компаний мира по размеру рыночной капитализации

	Место в рейтинге (март 2008 г.)	Место в рейтинге, (март 2014 г.)	Изменения в рейтинге (март 2008 г. – март 2014 г.)
<i>Exxon Mobil</i>	1	2	Понижение на 1 позицию
<i>Газпром</i>	4	83	Понижение на 79 позиций
<i>Royal Dutch Shell</i>	9	12	Понижение на 3 позиции
<i>BP</i>	16	36	Понижение на 20 позиций
<i>Chevron</i>	19	15	Повышение на 4 позиции
<i>Роснефть</i>	65	122	Понижение на 57 позиций
<i>Лукойл</i>	89	211	Понижение на 122 позиции

Источник: FT Global 500. Financial Times (URL: <http://www.ft.com>)

За данный период капитализация всех трех российских концернов уменьшилась, причем *Газпрома* более чем в три раза – с



299,8 млрд. долл. до 91,3 млрд. долл., в то время как капитализация компаний *RoyalDutchShell* и *Chevron* повысилась (рисунок 1.1).

Подобные необоснованные изменения капитализации российских компаний свидетельствуют о существовании манипуляционных механизмов перераспределения финансовых ресурсов через фондовые рынки, которые являются неподконтрольными российскому капиталу.

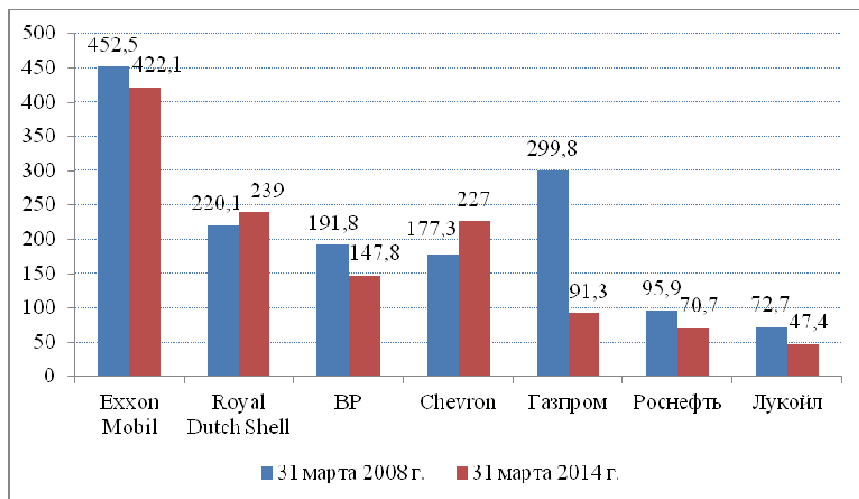


Рисунок 1.1 – Капитализация нефтегазовых компаний США, Великобритании и России до и после финансового кризиса, млрд. долл.

Источник: FT Global 500. Financial Times (URL: <http://www.ft.com>)

Таким образом, в процессе ужесточения конкуренции между основными мировыми экономическими центрами (США, Западной Европой и Японией) уже в 1970-х гг. произошел отход от модели получения прибыли в производственном процессе к зарабатыванию на финансовых спекуляциях. В данной связи ведущий американский социолог, один из основателей школы мир-системного анализа И.Валлерстайн отмечает: «США, Европа и Япония больше не могли позволить себе стимулировать модернизацию (девелопментализм). Им было необходимо обеспечить большой приток капитала из стран третьего мира на Север. Результатом стало рождение новой идеологии: неомонетаризма, оправдываемого тем, что называли «глобализацией». Согласно установленной норме не существовало альтернатив

открытию границ развивающегося мира для экспорта на Север и свободного перетекания капитала обратно на Север»<sup>1</sup>.

В итоге основным следствием финансовой либерализации (глобализации) стало ускорение оттока капитала из «производительной периферии» (которая на современном этапе помимо нефтедобывающих стран Ближнего Востока, охватывает также ряд других, в том числе индустриально развитых экономик, ориентированных на экспорт), в «потребляющий центр» глобальной капиталистической экономики, прежде всего, в США и Великобританию.

## 1.2. Современные глобальные дисбалансы мировой финансовой архитектуры

Глобализация, в самом широком смысле, явилась инструментом, устранившим препятствия для интеграции стран в мировую экономику. Однако она также стала и причиной образования различных асимметрий и олигополий в сфере международного движения капиталов. Страны, эмитирующие резервные валюты, выступают поставщиками глобальной ликвидности. Остальные страны для получения доступа к дефицитным валютным ресурсам должны проводить политику, ориентированную на экспорт, постоянно сокращая издержки производства для обеспечения конкурентоспособности своей продукции. Это нередко происходит за счет снижения реальных доходов, что ведет к падению реального ВВП и росту внешней задолженности в тех странах, которые не имеют доступа к сфере высоких технологий и чей экспорт сводится в основном к продаже сырьевых товаров.

Изменение геополитической и геоэкономической обстановки, последовавшее за введением экономических санкций в отношении Российской Федерации, обусловило необходимость смены векторов и приоритетов в функционировании российской валютно-финансовой и банковской системы, а также изменении модели трансграничного движения российского капитала в условиях обострения геоэкономических рисков. Очевидно, что необходимо критическое переосмысление сложившихся стереотипов в отношении оптимальных

---

<sup>1</sup>Валлерстайн И. Ускорение падения. Наступление эпохи многополярности // Закат империи США: кризисы и конфликты / С предисловием Бориса Кагарлицкого; И. Валлерстайн, С. Амин, С. Джордж и др.; Институт глобализации и социальных движений. М.: МАКСПресс, 2013. С. 27.

форм интеграции национального финансового рынка в меняющуюся мировую финансовую архитектуру.

Решение данной задачи связано, прежде всего, с идентификацией основных современных дисбалансов в функционировании внешнего сектора российского финансового рынка – мировой финансовой системы.

### 1.2.1 Дисбаланс сбережений и потребления

*Первый блок* современных глобальных дисбалансов связан с формированием в современной однополярной, выстроенной по англосаксонской модели мировой финансовой архитектуре такой ситуации, когда в одной группе стран сальдо счета текущих операций платежного баланса продолжительное время характеризуется значительным и устойчивым дефицитом, а в другой, напротив, - устойчивым профицитом. В группу стран с устойчивым дефицитом торгового баланса, помимо США, входят Великобритания, Франция, а также Индия, Бразилия, Мексика и Южная Африка. Ко второй группе относятся Германия, Китай, Нидерланды, Корея, а также страны-экспортеры энергоносителей, такие как Саудовская Аравия, ОАЭ, Россия и Иран.

Связь между знаком сальдо счета текущих операций платежного баланса и уровнем национальных сбережений и инвестиций очевидна. Если бы национальная экономика была замкнутой, то национальные инвестиции (I) всегда были бы равны национальным сбережениям (NS):  $I=NS$ . Но в глобальной экономике, когда все национальные рынки взаимосвязаны и взаимозависимы, этот баланс нарушается вследствие трансграничных перемещений капитала в форме иностранных инвестиций (прямых и портфельных), кредитов и пр. На этом фоне приведенное макроэкономическое тождество приобретает вид:  $NS-I=CAB$ , где CAB – сальдо счета текущих операций национального платежного баланса. Поэтому, в случае превышения национальными сбережениями внутренних инвестиций ( $CAB > 0$ ), часть капитала, которая не находит применения внутри страны, фондирует инвестиции остального мира. Если  $CAB < 0$ , то внутренние инвестиции превышают имеющиеся национальные сбережения, и экономика нуждается в дополнительном финансировании извне (иностранные инвестиции, использование международных резервов и пр.).

В современной МФА за период 1995-2015 гг. сформировалось два полюса: 1) полюс сбережений, то есть группа стран, у которых национальные сбережения превышают национальные инвестиции, и сальдо текущего счета профицитно; 2) полюс потребления, или группа

стран с обратной ситуацией. В мире образовались две группы стран: одна с продолжительным и устойчивым дефицитом торгового баланса, а другая с его длительным и значительным профицитом. Глобальный дисбаланс возникает в связи с избыточным потреблением в первой группе и избыточными сбережениями во второй. В группу стран с устойчивым дефицитом торгового баланса, помимо США, входят Великобритания, Франция, а также Индия, Бразилия, Мексика и Южная Африка. Ко второй группе относятся Германия, Китай, Россия, Нидерланды, Корея, а также страны-экспортеры нефти, такие как Саудовская Аравия, ОАЭ и Иран.

Противоречия в состоянии текущих балансов создают системные различия в нормах сбережения и инвестирования в отдельных странах и приводят в итоге к формированию значительных, труднорегулируемых трансграничных потоков капитала. В рамках финансовой глобализации происходит масштабное и устойчивое перетекание резервных активов из стран с формирующимися рынками в финансовые активы развитых стран, в частности в гособлигации США. Формирование полюса сбережений и полюса потребления (инвестирования) стало основным фундаментальным дисбалансом современной глобальной финансовой архитектуры.

Самый большой дефицит счета текущих операций в 2014 г. образовался у США и Великобритании: 412,6 млрд. долл. и 162,2 млрд. долл. соответственно. Крупнейшей страной-экспортером, имеющей наибольшее положительное сальдо счета текущих операций, выступает Германия. В 2014 г. оно составило 287,5 млрд. долл., что превысило соответствующий показатель Китая (209,8 млрд. долл.). Сальдо текущих операций России, как глобального нетто-экспортера, критически зависит от цен на нефть. Когда они растут, торговое сальдо РФ увеличивается, как это происходило до 2008 г. Последующее снижение цен на нефть привело к резкому сокращению российского торгового профицита. В период 2008–2014 гг. среднегодовое положительное сальдо счета текущих операций в мире составляло 287 млрд. долл., что является основным количественным выражением мировых торговых дисбалансов. По прогнозу МВФ, тенденция такого значительного превышения показателей экспорта над импортом в

мировом масштабе может сохраниться как минимум до 2020 г. (Приложение, таблица 1).<sup>1</sup>

Длительный торговый дисбаланс в странах с профицитом торговли ведет к накоплению ими значительных финансовых активов, в то время как дефицит торговли является причиной образования колоссальных финансовых обязательств. Так, государственный долг США в июле 2015 г. превысил 18,3 трлн. долл. Внешние государственные обязательства США на треть 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>2</sup>. Основная доля резервных активов формирующихся рынков – 71,3% (4,1 трлн. долл.) – аккумулируется в азиатском регионе. Самым крупным держателем международных резервов в группе является Китай – 56,6% (3,9 трлн. долл. в июле 2015 г.). Относительно невелики международные резервы у стран Центральной и Восточной Европы, без учета России – 6,6% (0,4 трлн. долл.)<sup>3</sup>

Формирование глобального дисбаланса сбережений и потребления (инвестирования) в мировой финансовой архитектуре создает основной системный риск её современного функционирования. Содержание данного риска состоит в том, что в любой момент инвесторы могут прекратить финансировать дефицит США и других развитых стран и трансграничные потоки капитала изменят направление своего движения, что «запустит» процесс беспорядочных корректировок платежных дисбалансов. Поэтому главным назначением современной МФС является создание эффективного механизма регулирования торговых дисбалансов. В современных условиях основным инструментом повышения привлекательности национальной продукции на мировом рынке является конкурентная девальвация

---

<sup>1</sup> Впервые проблема глобального дисбаланса сбережений и потребления, а также меры по её преодолению обсуждались на саммите «Группы двадцати» в 2008 г. в Питтсбурге.

<sup>2</sup> Итоговая декларация Группы двадцати, 2012 г. Лос-Кабос. Мексика.

<sup>3</sup> Рассчитано по: «International Financial Statistics Yearbook, 2014», официальный сайт Международного валютного фонда URL: [www.imf.org](http://www.imf.org).

валют<sup>1</sup> (коррекция номинального валютного курса), которая достигается путем практически бесконтрольного расширения денежного предложения. Это ведет к стремительному росту рынков производных финансовых инструментов (ПФИ) и неограниченным валютным спекуляциям, которые сегодня охватывают около 98% оборота международного валютного рынка, что последовательно дестабилизирует МФС.

Поскольку формирование полюса сбережения и полюса потребления стало основным дисбалансом МФА, постепенно нараставшим в последние двадцать лет, то представляется важным выяснить, как формировалось это противоречие, в которое в значительной мере вовлечена национальная валютно-финансовая и банковская система РФ. Наиболее презентабельным показателем для оценки уровня и анализа степени разбалансированности МФА является динамика сальдо счета текущих операций платежного баланса разных стран мира (таблица 1.7).

Таблица 1.7 – Динамика среднего сальдо по счету текущих операций платежного баланса с 1996 по 2014 гг. в регионах и странах мира, % 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
Страны Европы с отрицательным сальдо	-0,14	-0,34	-0,73	-0,56
Страны Европы с положительным сальдо	0,18	0,43	0,69	0,65
Страны Азии 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)

Если проанализировать динамику сальдо счета текущих операций по странам и группам стран, то можно увидеть, что заметный

---

<sup>1</sup> Такая конкурентная девальвация была проведена с китайским юанем в августе 2015 г., что ещё больше углубило современный глобальный дисбаланс сбережений и потребления.

рост дисбалансов в потреблении и сбережении стран мира начался в 1996г. Условно можно выделить четыре временных интервала нарастания этого процесса: 1996-2000гг., 2001-2004гг., 2005-2008гг., 2009-2014гг. Средние показатели по каждому из выделенных периодов представлены в таблице 1. Период 1996-2000гг. был периодом быстрого экономического роста за исключением кризиса в России и Азии, а также нестабильности на мировом финансовом рынке, последовавшей за крахом хедж-фонда LTCM. На этом этапе начался 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 в основном был представлен прямыми и портфельными инвестициями, и высокий спрос на американские активы вызвал рост курса доллара на 18%. Сформировался полюс потребления – США, и началось формирование полюса сбережения (Азия после кризиса и Япония).

В период 2001-2004гг. полюсы сбережения и потребления несколько трансформировались. В США ключевую роль начинают играть инвестиции в государственные ценные бумаги, а прямые иностранные и портфельные инвестиции теряют свою значимость; с 2002 г. начинает обесцениваться доллар США. Полюс сбережения в этот период существенно расширился за счет стран-экспортеров нефти, цена на которую начала быстро расти. В этот же период формируется дисбаланс в Европе, обусловленный снижением инвестиций в ключевых государствах ЕС при их одновременном увеличении в периферийных странах Евросоюза.

В период 2005-2008гг. образовался максимальный разрыв между уровнями потребления и сбережения в странах-участницах МФА. По существу в этот период сформировались объективные предпосылки глобального финансового кризиса 2008-2009гг. Глобальные дисбалансы в этот период в основном образовывались за счет 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 (с 2004 по 2007гг. профицит его платежного баланса вырос в 5 раз за счет накопления валютных резервов), Германия, страны Северной Европы, страны экспортеры нефти, включая Россию. В Японии и растущих

экономиках Азии рост накопления замедлился, что было обусловлено ростом цен на импорт нефти.

В 2005г. Б. Бернанке впервые сформулировал существование проблемы глобального избытка сбережений, которая разделила мировую финансовую систему, построенную на основе доллароцентристской англо-саксонской модели, на два полюса.<sup>1</sup> Одним из проявлений процесса институализации глобального избытка сбережений в МФС стали суверенные инвестиционные фонды развивающихся стран (включая РФ), которые направляли сбережения в портфельные инвестиции в государственные облигации и пакеты акций компаний в развитых странах. Вторым направлением институализации избыточных накоплений стало формирование в этот период масштабных международных резервов стран полюса сбережения. Эти резервы, в основном номинированные в резервных валютах, прежде всего долларах США, инвестировались в американские ценные бумаги, считавшиеся наиболее надежными. Если на локальном уровне такие инвестиции оправданы стремлением застраховать резервы от рисков национальных финансовых рынков, то на глобальном уровне окончательно оформилась проблема дисбаланса сбережений и потребления.

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 формировался под воздействием комплекса факторов: высокие цены на нефть, значительная норма 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 2008-2012гг. дефицит счета текущих операций США в среднем составлял 0,7% мирового ВВП, снизившись вдвое по сравнению с предыдущим периодом, что было вызвано снижением частных инвестиций при одновременном росте частных сбережений на национальном финансовом рынке США (таблица 1.7). На глобальном уровне кризис вызвал резкую остановку трансграничного движения капитала, снижение цен на нефть и сокращение объемов мировой торговли. Но при некотором смягчении масштабов глобальных дисбалансов их последствия оказывают

---

<sup>1</sup>Bernanke B. (2005) «The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit» Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia.



деструктивное воздействие на национальные финансовые рынки стран, вынужденно сформировавших полюс накопления, в том числе на российский финансовый рынок.

Создание условий для выравнивания платежных дисбалансов входит в компетенции Международного валютного фонда (МВФ), на который возложена обязанность перераспределения дефицитных валютных ресурсов путем предоставления кратко- и среднесрочных кредитов. Для поддержания обменного курса национальной валюты и равновесия платежного баланса, а также для своевременного обслуживания своих внешних долговых обязательств страны-члены МВФ в обязательном порядке обязаны проводить накопление международных резервов, вкладывая избыток экспортных доходов в долговые инструменты стран-эмитентов резервных валют, деноминированные, прежде всего, в американских долларах. В свою очередь, США используют этот приток денежных средств для финансирования дефицита своего платежного баланса.

Таким образом, в отличие от других стран, которые для получения кредитов МВФ должны девальвировать национальную валюту или уменьшать золотовалютные резервы, США обеспечивают себя международной ликвидностью с помощью собственных эмиссионных возможностей. Тем самым США экспортируют инфляцию в остальные страны мира. Следовательно, в мире существует двойная асимметрия: между нетто-экспортерами и нетто-импортерами товаров и капиталов с одной стороны, и между США, как наиболее привилегированным заемщиком, и остальными странами мира, с другой.

Необходимо подчеркнуть, что после второй мировой войны мировая финансовая система (МФС) функционировала достаточно стабильно. Этому в значительной мере способствовала действующая система фиксированных валютных курсов и ограничений на трансграничное движение капиталов. Однако перенакопление финансовых ресурсов частными корпорациями в США обусловило необходимость расширения институциональных рамок МФС. Масштабная либерализация международных финансовых рынков с конца 1980-х гг. стала причиной нарушения равновесия в мировой экономике, что на современном этапе выражается в существенном и дестабилизирующем перемещении потоков капитала, неподконтрольных каким-либо наднациональным нормам или институтам.

Для решения современной проблемы глобального дисбаланса сбережений и потребления рядом ведущих западных экономистов предлагается триединый подход к реформированию МФА, согласованный между всеми её участниками и включающий следующие меры: 1) достаточное увеличение расходов в странах, имеющих торговый профицит; 2) достаточное сокращение расходов в странах, имеющих торговый дефицит; 3) коррекция реальных обменных курсов и относительных цен<sup>1</sup> ради перераспределения расходов<sup>2</sup>. Данный набор мер был фактически положен в основу «Плана действий по обеспечению экономического роста и созданию рабочих мест», принятого на саммите лидеров стран «Группы двадцати» в Лас-Кабосе (июнь 2012г.). При этом, однако, речь идет только о макроэкономическом инструментарии корректировки глобального дисбаланса сбережений и потребления.

Современными институтами мирового финансового рынка (МВФ, ЕЦБ, БМР и др.) в качестве «защитных клапанов» для преодоления кризисов платежных балансов, сопутствующих возрастающей либерализации мировых финансов, были разработаны системы инструментов и методов регулирования основного структурного дисбаланса (сбережений и потребления) МФА. К методам коррекции следует отнести все инструменты абсорбирования излишних дисбалансов сбережений и потребления: 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 и реструктуризации внешней задолженности.

Масштабное накопление развивающимися странами международных резервов в целом соответствует доктринальным положениям МФО, согласно которым страна должна максимально стимулировать экспорт, добиваясь состояния перманентного профицита торгового баланса и счета текущих операций. Последний рассматривается как необходимое условие устойчивого

---

<sup>1</sup>Hankel W., Isaak R. Geldherrschaft: Istunser Wohlstand noch zuretten? Weinheim: WileyVCH, 2011. S. 203–204.

<sup>2</sup>Темин П., Вайнс Д. Экономика без лидера. Почему рассыпалась мировая экономическая система и как ее собрать. Пер. с англ. О. Левченко; научн. ред. перевода Т. Дробышевская. М.: Изд-во Института Гайдара, 2015. С. 397.

экономического роста национальной экономики, его наличие позволяет не прибегать к новым внешним заимствованиям, обеспечивая так называемую «подушку безопасности» при неблагоприятном изменении геополитической или геоэкономической ситуации.

Имея определенные основания, данная доктрина не бесспорна с теоретической точки зрения. По экономической сущности чистый экспорт представляет собой не что иное, как неэквивалентный вывоз из страны вновь произведенной стоимости. С учетом того, что за границу вывозятся товары, пользующиеся устойчивым спросом на мировом рынке, речь идет об экспорте продукции, имеющей интернациональную потребительную стоимость. Именно на эту стоимость обедняется национальный рынок, а национальное хозяйство безвозмездно передает в пользу остального мира часть произведенного национального продукта.

Накопление масштабных резервных активов развивающимися странами становится все менее связанным с их первоначальным предназначением – проведением интервенций и поддержкой обменного курса. Для небольших открытых экономик несопоставимость накопленного объема резервов и трансграничных потоков глобального финансового капитала делает практически бессмысленными попытки противостоять складывающимся рыночным тенденциям на национальном финансовом рынке.

Международные резервы развивающихся стран, вынужденно сформировавших полюс сбережений в МФА, превратились в средство абсорбирования проникающего на национальные рынки избыточного трансграничного капитала. Как показывает международная практика, столкнувшись с беспрецедентным по масштабам притоком иностранных инвестиций на протяжении 2001-2014 гг. центральные банки развивающихся стран в целях поддержания равновесия на внутреннем финансовом рынке, как правило, вынуждены частично выкупать их в резервы. В период 1999–2013 г. размер официальных международных резервов увеличился с 1,620 до 12,128 млрд. долл. При этом произошел масштабный отток капитала в «центр» глобальной англосаксонской финансовой 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>1</sup>.

### 1.2.2. Дисбаланс внешнего финансирования

*Второй блок* современных дисбалансов МФА связан с формированием целым рядом развитых и развивающихся стран необоснованно масштабной внешней задолженности. Широкое привлечение заемных ресурсов на мировом финансовом рынке, а также использование сложных финансовых продуктов, построенных на долговых инструментах, стало отличительной чертой развития отдельных стран в период 1990-2015 гг. Вследствие этого сформировался второй глобальный дисбаланс мировой финансовой архитектуры: все страны мира разделены на два полюса – страны нетто-должники и страны нетто-кредиторы. Процесс формирования второго глобального дисбаланса МФА напрямую вытекает из первого глобального дисбаланса: внешнее финансирование с последующей реструктуризацией суверенных долгов стран нетто-должников в соответствии с концепцией регулирования мировой финансовой системы, применяемой международными финансовыми организациями, является основным методом абсорбирования излишней ликвидности с МФР.

Глобальный дисбаланс внешнего финансирования включает в себя не только внешние кредиты и займы, но и трансграничные потоки прямых и портфельных инвестиций (Приложение, рисунки 1 и 2).

Теоретические аспекты эффективности использования привлекаемых иностранных инвестиций остаются дискуссионными. Основной предпосылкой эффективного использования национальной экономикой внешнего ресурсного потенциала является привлечение иностранного капитала в качестве дополнительного источника формирования ресурсной базы национальных компаний при наличии подлинных долгосрочных интересов иностранных инвесторов в стране-реципиенте. Международная практика, напротив, свидетельствует, что лишь относительно небольшому числу стран удалось добиться технологического прорыва за счет привлечения внешних инвестиций. Инвесторы не стремятся «делиться» технологическими новшествами, перенося на рынки стран-реципиентов лишь узкие участки производственных цепочек – сборку, производство отдельных видов комплектующих, – и оставляя НИОКР в развитых странах. Страны-реципиенты используются, как правило,

---

<sup>1</sup> Рассчитано по данным официального сайта МВФ. URL: [www.imf.org](http://www.imf.org)

для удешевления конечной продукции за счет низкой стоимости рабочей силы, упрощенного порядка налогообложения, сокращения транспортных издержек, облегчения процесса доведения конечной продукции до потребителя<sup>1</sup>.

Еще более дискуссионным представляется вопрос об эффективном использовании на национальном рынке иностранных заемных ресурсов. С позиций экономической целесообразности формирование ресурсной базы экономики на основе внешних кредитов и займов, вообще говоря, вызывает сомнение, если речь идет об экономиках с уравновешенным платежным балансом, и ещё более спорно, когда у страны в течение длительного периода наблюдается устойчивое положительное сальдо текущего счета. Профицит текущего счета свидетельствует о формировании у страны избыточных сбережений и наличии собственных валютных активов – то есть «бесплатных» ресурсов экономики.

Тем не менее, навязанный международными регуляторами дисбаланс внешнего финансирования в современной мировой финансовой архитектуре стал определяющим фактором экономического развития подавляющего большинства современных государств. Практически все национальные экономики и финансовые рынки находятся под воздействием такого синтетического показателя как долговая устойчивость экономики и внутреннего финансового рынка. Национальная долговая устойчивость в контексте глобального дисбаланса внешних долгов предполагает способность страны-заемщика обслуживать свой иностранный долг без существенных корректировок базовых параметров экономического роста: темпов роста ВВП, текущего сальдо доходов и расходов, ценовых и курсовых соотношений. Поскольку в 1990х гг. сформировалась и приобрела устойчивость ситуация, когда величина внешнего долга ряда стран росла быстрее, чем их национальная экономика и, следовательно, платежеспособность<sup>2</sup>, то проблема глобальных долговых дисбалансов с конца 1990х гг. стала объектом активных обсуждений международных регуляторов.

---

<sup>1</sup> Международные валютные, кредитные, финансовые отношения // Под ред. Л.Н. Красавиной, М.: Юрайт, 2015.

<sup>2</sup> Речь идет о таких странах как Мексика, Бразилия, Аргентина, национальные рынки которых испытали в 1990х гг. глубокие кризисы внешней задолженности.

Основным проявлением глобального дисбаланса внешней задолженности являются перманентные долговые кризисы, поражающие как отдельные страны, так и группы стран, а также интеграционные валютно-финансовые объединения (например, страны зоны евро). Конечным проявлением долгового кризиса является суверенный дефолт. Суверенный (государственный) дефолт определяется как неспособность правительства произвести на согласованную дату основные выплаты или выплаты процентов в счет обслуживания своих финансовых обязательств. Дефолт по внешнему долгу – это дефолт по выплатам кредиторам займа, взятого в соответствии с юрисдикцией другой страны, обычно (но не всегда) деноминированного в иностранной валюте, держателями которого обычно являются иностранные кредиторы. Внутренний дефолт – это прекращение обслуживания долговых обязательств, деноминированных во внутренней валюте, кредиторами которых являются резиденты. Существует понятие «серийный» дефолт, которое включает в себя множественные дефолты по внешним и внутренним государственным долгам.

Первая волна кризисов внешних долгов относится к 1980м гг., когда долговые кризисы, так или иначе, затронули все развивающиеся страны<sup>1</sup>. Вторая волна кризисов внешних долгов пришлась на 1990е гг., затронув страны Латинской Америки, Юго-Восточной Азии и Россию. С 2008г. в перманентную ситуацию кризисов внешних долгов попали развитые страны зоны евро. С 1970г. в МФС было зафиксировано 62 долговых кризиса, средняя продолжительность которых составила 5,5 лет (Приложение, таблица 2).

К самым крупным в новейшей истории дефолтам относят реструктуризацию в Греции на сумму 200 млрд. евро (2012 г.), дефолт Аргентины на сумму 95 млрд. долл. (2001 г.), дефолт Бразилии по внутреннему долгу на сумму 62 млрд. долл. (1990 г.) и дефолт России на сумму 39 млрд. долл. (1998 г.). По данным американских

---

<sup>1</sup>Под кризисом внешнего долга страны следует понимать ситуацию, когда страна не может обслуживать накопленный иностранный долг (погашение процентов, капитальной части долга, пени и др. платежей) за счет прироста собственного ВВП. В этом случае для погашения накопленных внешних долгов привлекаются новые иностранные кредиты и займы, либо осуществляется реструктурирование долга в форме его секьюритизации, капитализации, пролонгации, рефинансирования и пр. Страна попадает в «порочный круг» долга, не имея возможности экономического роста(самый яркий современный пример – Греция).

экономистов К. Рейнхарта и К. Рогоффа, в период 1800-2009 гг. в мире было зафиксировано 250 случаев суверенного дефолта по внешнему долгу<sup>1</sup> (Приложение, таблица 3).

В отличие от других форм финансовых кризисов (валютных, банковских, фондовых и пр.) долговые кризисы более продолжительны, и поэтому оказывают воздействие не только на национальный, но и на мировой финансовый рынок. Долговые кризисы (тем более дефолты) всегда сопровождаются экономическим спадом, что затрудняет возможности их быстрого преодоления. Поэтому современный глобальный дисбаланс внешних долгов представляется трудно регулируемым и преодолимым, особенно для стран зоны евро (Греция, Испания, Португалия, Ирландия).

Потребность в привлечении дополнительных финансовых ресурсов для экономического развития с МФР вынуждает страны прибегать к внешним заимствованиям. На разных этапах экономического развития страны реципиентами внешнего финансирования становятся либо частные заемщики, либо государственный сектор. Как правило, в большинстве стран среди заемщиков на внешнем финансовом рынке преобладает частный сектор, и только в периоды кризисов существенно возрастает приток иностранных кредитов и займов, направляемых в государственный сектор. Следует при этом понимать, что формально, в случае отсутствия государственных гарантий по долгам частного сектора, государство не имеет прямых обязательств по погашению внешней задолженности своих резидентов. Так, например, в годы кризиса 1997-1998 гг. в странах Азии среднегодовой чистый приток капитала в государственный сектор возрос до 17,6 млрд. долл. США, тогда как в 1992-1996 гг. его объем не превысил 2,1 млрд. долл. США.

Аналогичная ситуация наблюдалась в Бразилии и Мексике в период долгового кризиса 1990х гг., когда чистый приток капитала в госсектор в 1993г. вырос по сравнению с предыдущим годом в 8,8 раза, а в 1997-1998г по сравнению с 1996г в 3 раза. В страны с переходной экономикой чистый приток капитала в госсектор в 1997г. вырос в 4,5 раза по сравнению с 1996г. При этом необходимо учитывать, что на долю государства во всех перечисленных странах и группах стран приходилось не более 40-50% от общего объема внешнего долга.

---

<sup>1</sup>Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства. Пер. с англ. Д. Стороженко. М.: Карьера Пресс, 2011. С. 43.

Исключение составила только Россия, где доля государственной внешней задолженности накануне кризиса 1998г. превышала 80%<sup>1</sup>.

Рост долговой нагрузки на экономики большинства стран-должников в посткризисный период во многом обусловлен продолжительным экономическим спадом, что вынуждает страны проводить политику перманентной реструктуризации внешнего долга за счет привлечения новых кредитов или перекладывания на государство долгов частного сектора. Цепочка кризисов внешних долгов европейских стран с развитыми экономиками (серийные дефолты) стала современным проявлением глобального дисбаланса внешних долгов. Примечательно, что страны с формирующимися рынками практически не испытывали острых кризисов иностранной задолженности после 2008 г.

Наиболее остро проблема долгового кризиса стоит в ЕС. Как в теории, так и на практике необходимым условием стабилизации относительной величины государственного долга является достижение первичного бюджетного профицита<sup>2</sup>. По методологии разработанной экспертами МВФ, его величина зависит от динамики экономического роста и величины номинальной процентной ставки по государственным облигациям<sup>3</sup>. В 2014 г. показатели темпов роста ВВП по странам еврозоны варьировались от -2,3% на Кипре до 4,8% в Ирландии. Разница в процентных ставках также существенна. В августе спред доходности 10-летних гособлигаций Греции к гособлигациям Германии составлял 11,29%, в то время как в Италии он равнялся 1,17%. По итогам 2014 г. только 3 страны еврозоны имели дефицит бюджета, а к 2020 г., по прогнозам МВФ, уже все страны еврозоны должны будут сводить бюджет с положительным сальдо (Приложение, таблица 4). Аналитики МВФ прогнозируют, что профицит будет достигаться при достаточно низком показателе экономического роста. Следовательно, Европу ждет продолжение жесткой фискальной консолидации.

---

<sup>1</sup>Расчеты авторов по «WorldEconomicOutlook» за соотв. годы URL:[www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>2</sup>Первичный бюджетный профицит – это величина, которая показывает, насколько доходы бюджета превышают расходы без учета процентных платежей по обслуживанию долга.

<sup>3</sup>Das U.S., Papaioannou M. G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF.IMFWorkingPaperWP/12/203.August 2012.P. 72–74.



В целях классификации современных дефолтов и последующих реструктуризаций внешней задолженности страны проводят оценку того, является ли дефолт результатом неликвидности или финансовой несостоятельности.<sup>1</sup> Проблемы неликвидности и финансовой несостоятельности непосредственно связаны с политикой обменных курсов, проведение которой в условиях открытых рынков может значительно обострить долговые проблемы страны. Это может иметь место как в случае, когда курс валюты является фиксированным и завышенным, что служит объектом для спекулятивных атак, так и в случае, когда курс занижен, т.е. когда его покупательная способность занижена относительно валют, используемых в международных расчетах.

Для иллюстрации проблемы заниженной покупательной способности ряда национальных валют (ППС) воспользуемся индексом Биг-Мака<sup>2</sup>. Этот индекс дает возможность сопоставлять, насколько курс национальной валюты той или иной страны занижен в отношении доллара США. Следует подчеркнуть, что наряду с Венесуэлой, Украиной и Индией, Россия входит в четверку стран с наиболее низкой покупательной способностью национальной валюты (рисунок 1.2).

---

<sup>1</sup> Неликвидность относится к ситуации, когда государство сталкивается с проблемой дефицита краткосрочных финансовых средств для пролонгации кредита. Как правило, с кризисами ликвидности сталкиваются страны с высоким соотношением краткосрочного долга к резервам, большими потребностями финансирования по отношению к доходам и утратой доступа к рынкам капитала. Под финансовой несостоятельностью понимается такая ситуация, при которой общая долговая нагрузка страны становится неустойчивой, т.е., когда будущие излишки финансовых поступлений оказываются недостаточно большими, чтобы погасить задолженность.

<sup>2</sup>The BigMac Index.The Economist. July 16, 2015.  
URL:<http://www.economist.com/content/big-mac-index>.

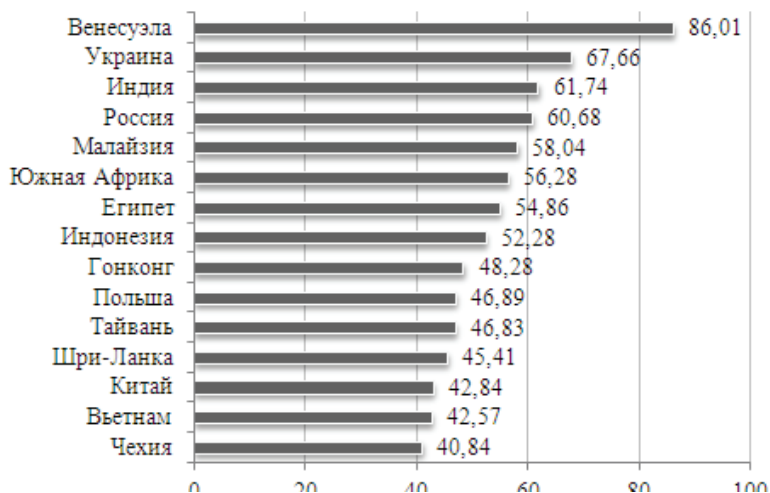


Рисунок 1.2 – Страны с наиболее заниженным курсом национальных валют, июль 2015 г. (% относительно доллара США).

Источник: The Economist, July 16, 2015.  
 URL:<http://www.economist.com/content/big-mac-index>.

По данным TheEconomist, покупательная способность доллара США в июле 2015 г. была примерно равна покупательной способности 22,34 рублей<sup>1</sup>. На валютном рынке в этот же период доллар можно было купить примерно за 56,82 рублей. Итак, фактический курс рубля в июле 2015 г. был занижен (если сравнивать по ППС двух валют) более чем в два с половиной раза. Таким образом, политика свободного курсообразования является механизмом перераспределения благосостояния стран «периферии» в пользу «центра» мировой финансовой системы, что повышает риски неликвидности и финансовой устойчивости стран с заниженным курсом валют.

Наиболее наглядным иллюстратором перераспределения национального дохода через заниженную покупательную способность валют выступает показатель ВВП. Так, по данным Всемирного банка, в результате девальвации ВВП России (в долларовом эквиваленте) в 2009 г. по сравнению в 2008 г. сократился на 438 млрд. (в 2014 г. по сравнению с 2013 г. падение российского ВВП составило 219 млрд.

<sup>1</sup>Стоимость гамбургера, произведенного компанией McDonald's, в США в июле 2015 г. составляла 4,79 долл., в России – 1,88 долл.

долл.). Подобная ситуация наблюдалась на Украине: в 2009 г. сокращение ВВП этой страны составило 62,7 млрд. долл. по сравнению с 2013 г.; в 2014 г. ВВП сократился на 51,5 млрд. долл. по сравнению с 2013 г. Для избежания дефолта в 2014 г. Украина обратилась за помощью к МВФ. Реализация антикризисной программы МВФ на Украине привела к беспрецедентному увеличению размера учетной ставки процента Национального банка Украины (с 6,5% в апреле 2014 г. до 30% в марте 2015 г.), четырехкратному повышению стоимости коммунальных услуг, тотальному демонтажу социальной системы.

Фактором долгового кризиса может стать политика фиксированных валютных курсов, как это произошло в странах Азии в 1990-х гг. В то время валюты ряда азиатских стран (Таиланд, Индонезия, Корея) были привязаны к доллару для обеспечения безопасности иностранных инвестиций, а их торговый баланс сводился с дефицитом. После значительной ревальвации иены и снижения темпов роста в США капитал японских и американских ТНК 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 сегменте 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 были значительно ниже, чем процентные ставки по займам в их национальных валютах, что давало возможность заемщикам долларовых ресурсов, после конвертации долларов в национальную валюту, устанавливать более высокий процент по кредитам на внутреннем рынке. Расчет был на возможность проведения обратной конвертации по фиксированному курсу и погашения долларовых займов без потерь на курсовой разнице. Однако основы режима фиксированного курса были подорваны после того, как валютные спекулянты поняли, что у развивающихся стран нет возможности поддерживать фиксированный валютный курс и стали продавать национальные валюты в обмен на доллары. Центральные банки даже посредством масштабного использования валютных резервов не смогли удержать фиксированный курс. Инвесторы утратили доверие к монетарным властям и вывели свои капиталы с рынков этих стран. Курсы большинства азиатских валют девальвировались более чем на 30% (индонезийская рупия на 80%). МВФ потребовал от

индонезийского правительства осуществить рекапитализацию 15 крупнейших банков страны, обеспечив гарантии их депозитов, в то время как другие банки оказались без должной поддержки и стали объектами набегов со стороны вкладчиков<sup>1</sup>. Таиланд, Индонезия, Южная Корея были вынуждены обратиться за финансовой поддержкой к МВФ. Однако многомиллиардная помощь со стороны МФО не смогла предотвратить глубокой рецессии и девальвации ряда азиатских валют.

Суверенный долг относится к долговым обязательствам, выпущенным или гарантированным правительством суверенного государства. В свою очередь реструктуризация суверенного долга может быть определена как юридически оформленный процесс обмена подлежащих погашению суверенных долговых инструментов, таких, как кредиты или облигации, на новые долговые инструменты или наличные деньги.

*Реструктуризация внешних долгов.* Различают следующие разновидности реструктуризации долга:

- реструктуризация долга как продление сроков погашения старых долгов, возможно, с уплатой более низких процентных ставок. В данном случае переоформление задолженности означает облегчение долговой нагрузки, так как договорные платежи переносятся на будущее.

- сокращение размера задолженности, выражающееся в снижении номинальной стоимости старых инструментов (например, со 100 долл. США до 80 долл. США). С 1950 г. только 57 реструктуризаций с частными кредиторами подразумевали снижение номинальной стоимости, в то время как 129 представляли чистую реструктуризацию задолженности, предусматривавшую продление сроков погашения).

- еще одной категорией реструктуризации долга является выкуп, при котором долговые инструменты обмениваются на наличные деньги, часто со скидкой.

Большинство суверенных долговых кризисов, связанных с реструктуризацией, подразумевают сокращение задолженности в текущем стоимостном выражении. Дефолт и реструктуризация долга – это связанные, но не идентичные понятия. Дефолт – это отказ правительства от своевременной выплаты основной суммы долга или

---

<sup>1</sup> Киндлебергер Ч., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. СПб.: Питер, 2010. С. 191.

процентов. Дефолт может быть частичным, когда страна не обслуживает только часть своего долга. Например, выплата процентных платежей продолжается, в то время как выплаты по основной сумме долга приостановлены.

Реструктуризация, в большинстве случаев, происходит после дефолта. Такие реструктуризации, когда обмен долгов происходит после того, как правительство отказалось от выплат кредиторам части или всей суммы долга, называются постдефолтными реструктуризациями. Большинство процессов реструктуризации долга вызваны именно дефолтом. Тем не менее, в последние годы также наблюдается ряд упреждающих реструктуризаций долга, представляющих собой обмен долговых инструментов до приостановления правительством платежей по задолженности. Общие потери кредиторов в результате обмена старых долговых инструментов на новые, включая неуплаченные проценты, носят название дисконта (haircut). Размер величины дисконта зависит от соглашений, достигнутых в ходе переговоров с кредиторами. В некоторых случаях дисконт может быть значительным. Так, в 2005 г. кредиторы согласились обменять аргентинские дефолтные облигации на новые с 76,8% дисконтом (таблица 1.8).

Таблица 1.8 – Характеристика некоторых основных реструктуризаций суверенного долга при участии иностранных банков и держателей облигаций

Страна (тип долгового инструмента)	Характер реструктуризации	Дата дефолта	Дата объявления реструктуризации	Дата обмена долговых инструментов	Размер долга подлежащего обмену, млн. долл.	Снижение номинальной стоимости долга	Общие потери кредиторов в от размера первоначального долга (дисконт)
Украина (евробонды)	Упреждающий		Дек-99	Апр-00	1 598	0,9%	18,0%
Эквадор (евробонды)	Постдефолтный	Авг-99	Янв-98	Авг-00	6 700	33,9%	38,3%
Россия (кредиты)	Постдефолтный	Дек-98	Сент-98	Авг-00	31 943	36,4%	50,8%
Уругвай (евробонды)	Упреждающий		Мар-03	Май-03	3 127	0,0%	9,8%
Аргентин	Постдефол	Янв-	Окт-01	Апр-	43 736	29,4%	76,8%

а (евробонды)	тный	02		05			
Ирак (кредиты)	Постдефолтный	2003 г.	2004 г.	Янв-06	17 710	81,5%	89,4%
Эквадор (выкуп облигаций)	Постдефолтный	Дек-08	Янв-09	Июнь/ Нояб-09	3 190	68,6%	67,7%

Источник: Das U. S., Papaioannou M. G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF Working Paper WP/12/203. IMF, August 2012. P. 33.

В зависимости от типа кредитора институциональным механизмом по реструктуризации долга может выступать Парижский клуб (двусторонние переговоры между правительствами), Лондонский клуб (урегулирование долга перед коммерческими банками) и обмен долга (урегулирование долга перед рассеянным числом держателей облигаций). В таблице 1.9 приведены характеристики различных институциональных механизмов реструктуризации в зависимости от типа кредитора.

Таблица 1.9 – Характеристики институциональных механизмов реструктуризации долга в зависимости от типа кредитора

Реструктуризация суверенного долга по типу кредитора					
<i>Тип кредитора</i>	Коммерческие банки	Держатели суверенных облигаций	Двусторонние кредиторы (правительства)	Многосторонние кредиторы (Всемирный банк, МВФ)	Поставщики, кредиторы торговли
<i>Механизм реструктуризации</i>	Лондонский клуб (комитет кредиторов)	Предложения обмена	Парижский клуб	Преференциальный режим; Реструктуризация только для беднейших стран	По усмотрению сторон в режиме adhoc

Источник: Das U. S., Papaioannou M. G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF Working Paper WP/12/203. IMF, August 2012. P. 14.

*Реструктуризация долга в рамках Парижского клуба.* Парижский клуб является основным институтом по организации реструктуризации внешнего двустороннего суверенного долга. Своим происхождением Парижский клуб обязан переговорам по предотвращению дефолта между правительством Аргентины и суверенными кредиторами, которые проходили в Париже в 1956 г. После долгового кризиса в развивающихся странах в 1980-х гг. Парижский клуб стал одним из ключевых международных механизмов по разрешению долговых кризисов. С тех пор в рамках Парижского клуба по всему миру было подписано свыше 400 соглашений о реструктуризации долга.

Подобно Лондонскому клубу, Парижский клуб не имеет ни правового статуса, ни уставных правил процедуры. Тем не менее, он располагает небольшим секретариатом в Париже, и его члены следуют набору установленных правил ведения переговоров. Постоянными членами Парижского клуба являются правительства 19 крупнейших экономик мира<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>В настоящее время постоянными членами Парижского клуба являются: Австралия, Австрия, Бельгия, Германия, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Российская Федерация, Соединенное Королевство, США, Финляндия, Франция, Швеция, Швейцария, Япония.

Таблица 1.10 – Кредиторы Парижского клуба, участвовавшие в переговорах по реструктуризации долга отдельных стран.

Страна	Год подписания соглашений о реструктуризации долга	Страны-кредиторы, правительства которых участвовали в переговорах о реструктуризации долга
Афганистан	2006, 2007, 2010	Германия, Россия, США
Алжир	1994, 1995	Австралия, Бельгия, Канада, Дания, Финляндия, Франция, Германия, Италия, Япония, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Испания, Швеция, Швейцария, Соединенное Королевство, США.
Бразилия	1992	Австрия, Бельгия, Канада, Франция, Германия, Италия, Япония, Нидерланды, Испания, Швеция, Швейцария, Соединенное Королевство, США.
Ирак	2004	Австралия, Австрия, Бельгия, Канада, Дания, Финляндия, Франция, Германия, Италия, Япония, Корея, Нидерланды, Российская Федерация, Испания, Швеция, Швейцария, Соединенное Королевство, США.
Пакистан	1999, 2001	Австрия, Бельгия, Канада, Дания, Финляндия, Франция, Германия, Италия, Япония, Корея, Нидерланды, Российская Федерация, Испания, Швеция, Швейцария, Соединенное Королевство, США.
Россия	1999	Австралия, Австрия, Бельгия, Канада, Дания, Финляндия, Франция, Германия, Италия, Япония, Нидерланды, Португалия, Испания, Швеция, Швейцария, Соединенное Королевство.

Источник: Das U. S., Papaioannou M. G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF Working Paper WP/12/203. IMF, August 2012. P. 15.

*Реструктуризация долга в рамках Лондонского клуба.* Процесс пересмотра условий долга между правительствами и коммерческими банками известен как реструктуризация в рамках Лондонского клуба кредиторов. Несмотря на свое название, Лондонский клуб не имеет ни юридической регистрации в Лондоне, ни надлежащим образом оформленной организации своей деятельности. Вместо этого сам термин просто описывает процесс реструктуризации долга между основными западными банками и правительствами развивающихся стран, разработанный в конце 1970-х – начале 1980-х гг. Главным



элементом процесса Лондонского клуба является Банковский консультативный комитет (BankAdvisoryCommittee) или Комитет кредиторов. Этот комитет представляет собой группу, в которую входят представители 5-20 банков, ведущую переговоры с должниками от имени всех банков, пострадавших от реструктуризации. Ключевой целью комитета является преодоление проблем координации среди сотен отдельных банков и обеспечение контроля над процессом реструктуризации со стороны наибольших банков и их юридических и финансовых консультантов. Членами комитетов обычно являются старшие должностные лица тех банков, которые имеют наибольший размер требований к суверенным должникам.

В таблице 1.11 представлены некоторые данные по структуре комитетов, участвовавших в отдельных переговорах по пересмотру условий долга, а также общее число банков, участвовавших в каждой сделке.

Таблица 1.11 – Характеристика некоторых реструктуризаций в рамках Лондонского клуба кредиторов

Страна	Период	Общее число банков (приблизительные данные)	Число членов Банковского консультативного комитета	Банк, председательствующий в комитете
Албания	1991-1995 гг.	45	5	Creditanstalt-Bankverein (Австрия)
Алжир	1990-1992 гг.	240	8	Credit Lyonnais (Франция)
Аргентина	Долговой кризис 1980-х	330-350	11	Citibank (США)
Бразилия	Долговой кризис 1980-х	750-800	14	Citibank (США)
Мексика	Долговой кризис 1980-х	500	13	Citibank (США), Bank of America (США)
Польша	Долговой кризис 1980-х	500	8	Creditanstalt-Bankverein (Австрия)
Россия	1998-2000	2000	12	Deutsche Bank (Германия)

Источник: Das U. S., Papaioannou M. G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF Working Paper WP/12/203. IMF, August 2012. P. 20.

В целом, в 1980-е и 1990-е гг. в рамках Лондонского клуба было осуществлено более 100 реструктуризаций долга и большинство из них были реализованы без особых препятствий или конфликтов.

Таким образом, соотношение числа реструктуризаций в рамках Парижского и Лондонского клуба составляет 4 к 1. Отчасти такая

значительная разница может быть связана с тем, что в течение 1950-х и 1960-х гг. просто не было случаев массового кредитования суверенных заемщиков со стороны частных кредиторов. В результате, в этот период реструктуризации долга перед банками или держателями облигаций были достаточно редким явлением. Еще одна причина, почему количество операций по реструктуризации долга в рамках Парижского клуба было больше, чем по коммерческим операциям, связана с нежеланием стран Парижского клуба до 1980-х гг. предоставлять облегчение долгового бремени. Большинство реструктуризаций в рамках Парижского клуба до 1990-х гг. подразумевали краткосрочное рефинансирование долга и продление сроков его погашения без осуществления более глубокого анализа финансовой состоятельности должников. По-видимому, это могло послужить причиной серийной реструктуризации долгов с некоторыми заемщиками. Однако, исходя из объемов реструктуризации, интересы частных кредиторов были затронуты больше. Так, размер реструктуризированного долга в рамках Парижского клуба составил 545 млрд. долл. по сравнению с 768 млрд. долл. реструктуризированного долга частным кредиторам<sup>1</sup>.

*Обмен суверенных облигаций.* В отношении механизма реструктуризации суверенных долговых обязательств необходимо отметить следующее. Ключевое различие между реструктуризацией суверенных облигаций и реструктуризацией банковских кредитов связано со структурой кредиторов, которая имеет тенденцию быть намного более рассеянной, особенно если облигации были проданы розничным инвесторам. Например, реструктуризации по суверенным облигациям Аргентины в 2005 г. и Украины в 2000 г. затронули 600 000 и 100 000 розничных инвесторов соответственно.

Одной из ключевых задач при разработке предложения об обмене облигаций является достижение высокой степени участия в нем держателей старых облигаций. С учетом чрезвычайно рассеянной структуры кредиторов выявление и общение с держателями облигаций может быть затруднено, особенно если они являются розничными инвесторами. Главная проблема при этом заключается в том, что торговля облигациями проходит на внебиржевом рынке, где нет обязательной централизованной регистрации каждой сделки по купле-продаже облигаций.

---

<sup>1</sup>Das U. S., Papaioannou M. G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF.IMFWorkingPaperWP/12/203.August 2012. P. 33.

Юридическое регулирование суверенных займов или облигаций может происходить в соответствии с различными системами права. Как правило, международные облигации выпускаются в соответствии с законодательством таких финансовых центров, как Нью-Йорк, Лондон или Токио. Наиболее популярным законодательством, регулирующим выпуск международных облигаций, являются американское (законодательство Нью-Йорка) и английское общее право. Правовая система, регулирующая выпуск облигаций, играет важную роль в процессе реструктуризации долга, так как она предопределяет, например, является ли положение о коллективных действиях частью соглашения о выпуске облигаций<sup>1</sup>. Выбор юрисдикции также является критически важным в том случае, если правомочные кредиторы выскажут пожелание подать иск на правительство-заемщика в коммерческий суд. Как свидетельствуют данные таблицы 1.12, в соответствии с англо-американским правом происходит свыше 90% всех выпусков международных облигаций стран с формирующимися рынками и развивающихся стран.

Таблица 1.12 – Законодательство, в соответствии с которым, были выпущены международные облигации формирующихся рынков\*

	Американское общее право	Английское общее право	Законы Германии	Законы Японии	Всего	Доля англо- американского права в совокупном объеме выпусков облигаций, %
Объем выпуска, млрд. долл.	272	117	14	8	411	94,6 %
Количество выпусков	435	140	28	28	631	91,1%

\* В таблице представлены данные по всем международным непогашенным облигациям, выпущенным 43-мя странами с формирующимися рынками и развивающимися странами по состоянию на март 2009 г.

<sup>1</sup>Положение о коллективных действиях (Collective action clauses, или САС) работает так: заемщик предлагает условия реструктуризации долга, и если их принимает квалифицированное большинство кредиторов, то они автоматически распространяются и на всех кредиторов. САС прописывается прямо при выпуске облигаций.

Источник: Das U. S., Papaioannou M. G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF Working Paper WP/12/203. IMF, August 2012. P. 41.

Чрезвычайное проникновение англо-американского общего права в сферу международного бизнеса выступает залогом исключительной роли англосаксов в мировых экономических процессах. Пятьдесят крупнейших, наиболее прибыльных и влиятельных в мире юридических компаний имеют англо-американское происхождение<sup>1</sup>. Таким образом, англо-американское общее право превратилось в некий нехрестоматийный фактор производства, обеспечивающий транснациональным банкам получение сверхприбылей на рынках других стран.

*Ужесточение условий внешнего финансирования.* Теоретическая литература по суверенному долгу предполагает, что дефолты и реструктуризации имеют дорогостоящие последствия в рамках доступа к финансовым рынкам. Большинство недавних исследований показало, что дефолт приводит к временному или постоянному перекрытию государствам доступа к рынкам капитала и/или к увеличению их затрат по займам<sup>2</sup>. Вместе с тем большинство эмпирических исследований, проведенных за последние тридцать лет, приводят к выводу, что премии за дефолт на рынке внешних долгов являются незначительными, особенно в среднесрочной и долгосрочной перспективе и что дефолт негативно влияет на рискованные премии только в первый и второй год после реструктуризации<sup>3</sup>. Кроме того ряд исследований показывает, что большинство государств, объявивших дефолт, получают доступ к новым кредитам в течение одного или двух лет после кризиса<sup>4</sup>. Например, в период 1950–2010 гг. было зафиксировано более 600 случаев реструктуризации долгов в 95 развивающихся странах. Из них 186 случаев представляли собой урегулирование обмена долговых обязательств перед частными

---

<sup>1</sup> Там же. P. 27.

<sup>2</sup> Aguiar M., Gopinath G. Defaultable Debt, Interest Rates and the Current Account. Journal of International Economics. 2006. № 69(1). P. 64-83; Tomz M., Wright M. L. J. Do Countries Default in 'Bad Times'?

Journal of the European Economic Association. 2007. №5(2-3). P. 352–360.

<sup>3</sup> Borensztein E., Panizza U. The Costs of Sovereign Default. IMF Staff Papers, 2009. Vol. 56(4), P. 683-741.

<sup>4</sup> Gelos G. R., Sandleris G., Sahay R. Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?. IMF Working Paper 04/221. International Monetary Fund, 2004.

кредиторами (иностранные банки и держатели облигаций), а еще 447 – это соглашения о реструктуризации двусторонней задолженности с Парижским клубом<sup>1</sup>. Характерно, что в данный период в развитых странах, таких как США, Япония или странах Европейского экономического и валютного союза, не было предпринято ни одной реструктуризации долгов.

*Мировой опыт суверенных дефолтов.* Согласно данным, приводимым К.Рейнхарт и К.Рогофф, в истории наблюдалось пять основных периодов, когда страны активно объявляли суверенные дефолты. Первая волна долговых кризисов прокатилась в период наполеоновских войн. Второй период длился с 20х до 40х гг. XIX в. Третий период начался в 70-е гг. XIX в. и длился 20 лет. Четвертый пик пришелся на 30-е – 50-е гг. XX в. Последний цикл дефолтов ознаменовал долговые кризисы в развивающихся странах в 80-е – 90-е гг. XXв.<sup>2</sup> Многие долговые кризисы пятой волны были вызваны непоследовательностью в проведении макроэкономической политики. Непосредственно перед кризисами в большинстве развивающихся стран наблюдался рост реальных процентных ставок. Например, в Аргентине они возросли с 0,7 до 8,2% в 1993–1995 гг. В Бразилии реальные процентные ставки увеличились с 57,9 до 142,4% в 1992–1994 гг., в Индонезии – с 3,7 до 13,0% в 1994–1997 гг.<sup>3</sup>.

Высокий уровень процентных ставок стимулировал приток иностранного капитала. В 1996 г. совокупный чистый приток иностранного капитала на развивающиеся рынки превысил 203,7 млрд. долл. Причем, если в начале 1990-х гг. львиная доля капитала приходилась на прямые иностранные инвестиции, то к середине 1990-х гг. в развивающиеся страны стал поступать в основном краткосрочный спекулятивный капитал<sup>4</sup>. Разворот потоков спекулятивного капитала стал основной причиной кризисов внешних долгов стран Латинской Америки и Азии в этот период.

---

<sup>1</sup>Das U. S., Papaioannou M. G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF. IMF Working Paper WP/12/203. August 2012. P. 5.

<sup>2</sup>РейнхартК.М., РогоффК.С. Наэтотразвсебудетиначе. Восемь столетий финансового безрассудства. Пер. с англ. Д. Стороженко. М.: Карьера Пресс, 2011. С. 91.

<sup>3</sup> Улюкаев А.В. Болезненная трансформация мировой экономики. М.: Изд-во Института Гайдара, 2015. С. 130–131.

<sup>4</sup> Там же. С. 132-133

Резкий отток капитала из этих регионов обусловил трансформацию режимов обменных курсов в развивающихся странах. Для поддержания конкурентоспособности своей продукции на мировых рынках в условиях долгового кризиса развивающиеся страны должны были существенно девальвировать свои валюты. Девальвация валют привела к снижению покупательной стоимости их денежных единиц. Для разрешения проблем неликвидности и финансовой несостоятельности эти страны вступили в кредитные соглашения с МВФ и Всемирным банком. С тех пор они являются крупнейшими реципиентами Бреттон-Вудских институтов. В 2010 г. список реципиентов МВФ пополнился также развитыми странами «периферии» еврозоны (Приложение, таблица 5). Не исключено, что долговой кризис ЕС может завершиться шестым циклом дефолтов.

Следует отметить, что именно с созданием в 1944 г. под политическим зонтиком США универсальных международных организаций – МВФ и МБРР (Всемирного банка) – был окончательно заложен институциональный фундамент для перевода системы мировой экономики и финансов под контроль глобального капитала. Сегодня МВФ предоставляет финансовую «помощь» главным образом тем странам, у которых образовалась наибольшая задолженность перед внешними частными кредиторами, тем самым обеспечивая гарантии возврата транснациональным банкам их кредитов. Подчеркнем, что МВФ не является частной организацией, а его капитал и прочие финансовые ресурсы формируются исключительно за счет средств налогоплательщиков стран-членов Фонда.

В свою очередь Всемирный банк через свои структурные подразделения осуществляет проектное финансирование (МБРР), предоставление гарантий (МАИГ), разрешает инвестиционные споры (МЦУИС) и участвует в капитале предприятий развивающихся стран (МФК), тем самым прокладывая дорогу к освоению рынков этих стран крупнейшим западным ТНК. В 2014 г. объем подобного финансирования со стороны МБРР развивающимся странам и странам с формирующимися рынками составил 18,8 млрд. долл. (таблица 1.13). Примечательно, что свыше 90% своих ресурсов МБРР привлекает на частных рынках капитала путем выпуска облигаций на благоприятных условиях. К примеру, в 2014 г. МБРР выпустил облигации на рекордную сумму в 51 млрд. долл., причем 69% было выпущено в долларах, в некоторых случаях под символический процент (0,5% годовых).

Таблица 1.13 – Географическое распределение средств, предоставленных МБРР в 2014 г.

Регион	МБРР	
	Млн долл. США	Доля, %
Африка	334	2 %
Восточная Азия и Тихоокеанский регион	3 397	18 %
Европа и Центральная Азия	6 537	35 %
Латинская Америка и Карибский бассейн	5 662	30 %
Ближний Восток и Северная Африка	1 666	9 %
Южная Азия	1 165	6 %
Всего	18 761	100 %

Источник: Всемирный банк. URL: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

Однако, несмотря на частые дефолты и реструктуризации в странах Латинской Америки, этот регион остается вторым после Азии по привлекательности центром притока иностранного капитала, на который в 2014 г. приходилось четверть от совокупного объема частного иностранного финансирования, направляемого на развивающиеся рынки. В то же самое время в 2014 г. наблюдалось значительное снижение притока частного капитала в страны СНГ, в частности в Россию и на Украину (Приложение, таблица 6).

Известно, стоимость рефинансирования на мировом финансовом рынке зависит от кредитных рейтингов трех ведущих американских рейтинговых агентств, а также динамики ставки ЛИБОР, которая является плавающей и рассчитывается в Лондоне. Навязывая антикризисное дискриминационное финансирование странам «периферии», страны «центра» МФС запугивают последних дефолтом, как чем-то непоправимым. Однако следует напомнить, что дефолт может иметь и оздоровительное действие для экономики. На протяжении всей истории становления капитализма сегодняшние благополучные страны Европы прибегали к дефолту по той простой причине, что предпочитали не отягощать экономику дальнейшими выплатами в счет обслуживания долга. Между 1500 и 1800 годами Франция отказывалась платить по своим долговым обязательствам восемь раз. Далее первенство перешло Испании, которая только в XIX веке семь раз объявляла дефолт. В XX веке сегодняшние страны-члены Евросоюза объявляли дефолт неоднократно, в том числе дважды Германия и трижды Польша (таблица 1.15)

Таблица 1.15 – Дефолт и перенос сроков выплат: Европа, 1900–2008 годы

Страна	Годы дефолтов и переноса сроков платежей			
	1990-1924	1925-1949	1950-1974	1975-2008
Австрия		1938, 1940		
Венгрия		1932, 1941		
Германия		1032, 1939		
Греция		1932		
Польша		1936, 1940		1981
Россия	1918			1991, 1998
Румыния		1933		1981, 1986
Турция	1915	1931, 1940		1978, 1982

Источник: Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства. Пер. с англ. Д. Стороженко. М.: Карьера Пресс, 2011. С. 120.

И даже такая «недефолтная» страна как Англия вплоть до революции 1688 г. имела статус страны, объявляющей серийные дефолты<sup>1</sup>. Следует также помнить о том, что Британия объявила «дефолт» в 1931 году, отказавшись конвертировать фунты в золото и спровоцировав мировой кризис, завершившийся второй мировой войной. Ее примеру последовали США сначала в 1933 г., а затем в 1971 г., когда отвязали доллар от золота и ввергли планету в нерегулируемую стихию финансовых спекуляций, которую сами же и возглавили. Бесспорно, американский «дефолт» 1971 г. является одним из важнейших факторов господствующего положения США на мировой арене вплоть до сегодняшнего дня. В. И. Ленин объявил дефолт по внешним обязательствам царской России в 1918 г., в результате чего Россия преодолела зависимость от иностранного капитала, что открыло путь к становлению второй крупнейшей экономики мира<sup>2</sup>. Оздоровительную роль для восстановления

<sup>1</sup>Вплоть до последней декады XVII века в Англии не существовало ни денежного рынка, ни какого-нибудь значительного банка или организованного национального долга. Монархи династии Стюартов беспорядочным образом заимствовали деньги на короткий срок у золотых дел мастеров под очень высокие процентные ставки, размер которых доходил до 30% годовых. Такой высокий процент и был одной из причин периодического объявления дефолтов. Создание Банка Англии в 1694 г. снизило ставку государственных займов до 8% годовых, обеспечив государство дешевым кредитом для ведения войны с Францией за доступ к мировым рынкам.

<sup>2</sup> Символическая выплата долга по дефолту 1918 г. была осуществлена Россией через 69 лет.



регионального развития сыграла серия дефолтов в странах Латинской Америки в 1980-х гг., и даже дефолт 1998 г. в России. Однако в отличие от стран «центра» МФС развивающимся странам не удается пока создать у себя эффективно действующих финансовых рынков, что позволило бы предотвратить в будущем отток капитала в «центр» МФС и подконтрольные ему офшорные юрисдикции и осуществлять рефинансирование своих обязательств без обращения к международным финансовым организациям. Объявление дефолтов может привести к сбою и иметь непредсказуемые последствия для функционирования модели «центр-периферия». Именно для недопущения суверенных дефолтов глобальной финансовой капиталократией были созданы Лондонский и Парижский клуб кредиторов, задачей которых стала реструктуризация внешней задолженности стран «периферии».

*Критерии долговой устойчивости национальной экономики.* Долговая устойчивость национальной экономики – это способность страны обслуживать свой внешний государственный и гарантированный государством долг, а также частный негарантированный долг, в том числе всю кратко- и долгосрочную задолженность без ущерба для своих долгосрочных целей и задач развития<sup>1</sup>. Способность страны обслуживать свой внешний долг зависит от существующей долговой нагрузки и прогнозируемых дефицитов платежного баланса и государственного бюджета, получения займов и грантов в рамках будущих механизмов финансирования, характера ее платежеспособности по отношению к валовому национальному продукту (ВНП<sup>2</sup>), экспорту товаров и услуг, а также государственных доходов. Кроме того, на способность страны обслуживать свой долг влияют качество ее институтов и проводимой ими политики, а также внешние экономические шоки.

Наиболее часто используемые показатели внешнего долга можно объединить в пять групп: мониторинга ликвидности, долговой нагрузки в номинальном выражении и по чистой приведенной стоимости долга, структуры долга и динамические показатели.

---

<sup>1</sup>Manual on Effective Debt Management. United Nations, Economic and Social Commission for Asia and the Pacific. New York, 2006. P. 77.

<sup>2</sup> Валовой национальный продукт – это ВВП минус сумма добавленных ценностей, созданных на территории страны, посредством использования факторов производства, принадлежащих иностранным гражданам, плюс сумма добавленных ценностей, произведенных за границей за счет факторов производства, принадлежащих гражданам данной страны.

К показателям мониторинга ликвидности относятся:

- коэффициент обслуживания долга, который измеряется как доля доходов от экспорта товаров и услуг, которая расходуется на обслуживание долга, включая выплату процентов, основной суммы долга и других связанных с ними платежей по обслуживанию внешнего долга. Этот показатель относится только к средне- и долгосрочной задолженности, включая выплату долга МВФ. Он охватывает все кредиты со сроком погашения свыше одного года.

- коэффициент обслуживания процентных платежей, который измеряется как отношение выплат процентов по долгу к размеру экспорта товаров и услуг.

- коэффициент краткосрочного долга, который измеряется как доля доходов от экспорта товаров и услуг, которая могла бы быть использована в случае необходимости погашения всей внешней задолженности со сроком погашения до одного года без продления срока погашения.

- коэффициент обслуживания валового долга, который измеряется как доля доходов от экспорта товаров и услуг, которая расходуется на обслуживание всей кратко-, средне- и долгосрочной задолженности.

Показателями долговой нагрузки являются:

- отношение валового внешнего долга к ВВП, который позволяет соотнести размер внешнего долга с совокупным размером экономики страны.

- отношение валового внешнего долга к размеру экспорта товаров и услуг, которое показывает способность страны оплачивать свой совокупный внешний долг за счет доходов от экспорта в текущем году.

- отношение государственного долга к ВВП, который позволяет соотнести совокупный размер государственного долга с размером экономики.

Показатели структуры долга представлены:

- коэффициентом продления срока платежей (rolloverratio), которые позволяет сравнить размеры выплат основной суммы долга с общими платежами по обслуживанию долга, и может применяться отдельно для оценок краткосрочного и долгосрочного долга.

- отношением краткосрочного долга к совокупному долгу, которое позволяет оценить уязвимость долгового положения страны от структуры долга.

В группу показателей долговой нагрузки по чистой приведенной стоимости входят:

- отношение чистой приведенной стоимости к ВВП, которое позволяет сравнить стоимость расходов по обслуживанию текущих долговых обязательств в будущем с общим уровнем экономической активности в стране<sup>1</sup>. Чистая приведенная стоимость текущего периода сравнивается со средним ВВП текущего и предыдущего двух лет.

- отношение чистой приведенной стоимости к экспорту товаров и услуг, которое позволяет сопоставлять текущую стоимость расходов по обслуживанию долга в будущем со способностью страны генерировать потоки валютной выручки.

Динамические показатели включают:

- отношение средней ставки процента по обслуживанию долговых обязательств к темпам роста экспорта, которое позволяет сопоставлять динамику обслуживания долга и роста экспорта.

- отношение средней ставки процента по обслуживанию долговых обязательств к темпам роста ВВП, которое позволяет сопоставлять динамику обслуживания долга и экономического роста.

Для оценки долговой устойчивости страны используют также фискальные индикаторы, которые позволяют определить влияние государственных займов на бюджет.

Наиболее используемыми фискальными индикаторами являются:

- отношение платежей по обслуживанию внутреннего и внешнего государственного долга к доходам государственного бюджета.

- отношение совокупного внутреннего и внешнего государственного долга к доходам государственного бюджета.

---

<sup>1</sup> Чистая приведенная стоимость долга – это отношение будущего потока платежей по обслуживанию долга к стоимости альтернативных заемных средств на финансовых рынках. В отличие от номинальной величины внешнего долга она охватывает льготный период и временную структуру непогашенной задолженности. Для расчета чистой приведенной стоимости используется следующая формула:  $NPV = C_1/(1+r) + C_2/(1+r)^2 + C_3/(1+r)^3 + \dots + C_n/(1+r)^n$ , где NPV = чистая приведенная стоимость будущего потока платежей по обслуживанию долга;  $C_n$  = платежи по обслуживанию долга в периоде n; r = учетная ставка процента; n = период последнего платежа по обслуживанию долга.

- отношение чистой приведенной стоимости государственного долга к доходам государственного бюджета.

- отношение средней ставки процента по обслуживанию государственного долга к темпам роста доходов государственного бюджета.

Выбор набора индикаторов и установление пороговых значений для каждого из них может способствовать текущей оценки уровня задолженности страны. После долгового кризиса 1982 г. Всемирный банк стал проводить классификацию стран по категориям высокой, средней и низкой задолженности, используя для этого пять индикаторов внешней задолженности: отношение государственного долга к ВВП, отношение государственного долга к экспорту товаров и услуг, расходы на обслуживание долга как доля от экспорта товаров и услуг, отношение чистой приведенной стоимости к ВВП и экспорту товаров и услуг. Пороговые значения данных индикаторов приведены в таблице 1.16.

Таблица 1.16 – Пороговые значения индикаторов внешнего долга

Индикатор	Уровень задолженности		
	высокий	средний	низкий
Государственный долг, в % ВВП	> 50 %	> 30% и < 50%	< 30%
Государственный долг, в % от экспорта товаров и услуг	> 275 %	> 165% и < 275%	< 165%
Расходы на обслуживание долга, в % от экспорта товаров и услуг	> 30 %	> 18% и < 30%	< 18%
Процентные расходы, в % экспорта товаров и услуг	> 20 %	> 12% и < 20%	< 12%
Чистая приведенная стоимость государственного долга, в % ВВП	> 80 %	> 48% и < 80%	< 48%
Чистая приведенная стоимость государственного долга, в % от экспорта товаров и услуг	> 220 %	> 132% и < 220%	< 132%

Источник: Manual on Effective Debt Management. United Nations, Economic and Social Commission for Asia and the Pacific. New York, 2006. P. 83.

В таблице 7 Приложения приводятся данные по объему внешнего долга к ВВП и к объему экспорта по странам со средними

доходами в конце дефолта или реструктуризации долга. Для каждой страны указан первый год эпизода дефолта или реструктуризации долга.

Анализ данных, приведенных в таблице 7 Приложения, позволяет сделать вывод, что только в 16% случаев дефолта или реструктуризации внешний долг превышал 100% от ВВП, более половины дефолтов произошли при уровне долга, составлявшем менее 60 % ВВП, а случаи дефолта с уровнем долга менее 40% ВВП составляют почти 20% от общего числа случаев (таблица 1.17).

Таблица 1.17 – Внешний долг на момент дефолта: частотное распределение, 1970–2008 годы

Диапазон отношения суммы внешнего долга к ВВП в конце первого года дефолта или реструктуризации, %	Общий процент дефолтов или реструктуризаций по странам со средним доходом
< 40	19,4
41–60	32,3
61–80	16,1
81–100	16,1
> 100	16,1

Источник: Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства. Пер. с англ. Д. Стороженко. М.: Карьера Пресс, 2011. С. 30.

Для оценки уязвимости суверенного должника используют также основные экономические переменные, коэффициенты риска и рыночные показатели суверенного риска. В качестве ключевых индикаторов рисков дефолта и реструктуризации, как правило, рассматриваются увеличение спредов по суверенным облигациям, цены кредитно-дефолтных свопов и понижение кредитных рейтингов. Спреды по облигациям, превышающие 1000 базисных пунктов классифицируются как эпизоды тяжелого долгового кризиса. В подобных случаях настроения участников рынка могут сыграть ключевую роль в принятии заемщиком решения в отношении того, проводить или нет реструктуризацию долга.

Широкий ассортимент индикаторов риска долговой нагрузки анализируется в научной работе П.Манассе и Н.Рубини<sup>1</sup>. Авторы выделяют следующие «опасные зоны» для стран с формирующимися рынками: внешний долг к ВВП > 50 %; краткосрочный долг к резервам

<sup>1</sup> Manasse P., Roubini N. “Rules of Thumb” for Sovereign Debt Crises. Journal of International Economics. 2009. № 78(2). P. 192–205.

> 130 %; государственный долг к доходам > 215 %; инфляция > 10,5 %; экономический рост < - 5,5 %; политическая неопределенность: отсутствие предстоящих выборов.

В целом проведенный анализ показал, что с наибольшей вероятностью процесс реструктуризации долга возможен, если имеет место один или более следующих факторов: высокие спреды по облигациям, высокие цены на кредитно-дефолтные свопы, пониженный кредитный рейтинг; высокий уровень задолженности (размера долга); высокое отношение чистой приведенной стоимости к ВВП или экспорту; «проблемная» структура задолженности: значительная доля иностранной валюты и краткосрочного долга, а также долга с плавающей ставкой; внешние потрясения (например, нефтяные шоки, кризисы процентных ставок, цен на сырьевые товары, политические конфликты); завышенный курс валюты; низкий уровень экономического роста.

*Возможные последствия суверенных дефолтов развитых стран для МФА.* Исходя из основного критерия долговой устойчивости страны – размера совокупного государственного долга к ВВП – с наибольшей вероятностью проблемы с обслуживанием долга могут возникнуть у стран, образующих периферию еврозоны (Греции, Испании, Португалии, Италии, Ирландии), а также США и Японии. По итогам 2014 г. совокупный государственный долг еврозоны составил 94,0% ВВП, США – 104,8%, Японии – 246,4% ВВП.

Для оценки последствий возможных дефолтов в этих странах необходимо определить каналы их распространения<sup>1</sup>. Еврозона является второй после США по размеру ВВП экономикой мира (доля в мировом ВВП 12,1% против 16,1% доли США). На еврозону приходится около четверти мировой торговли товарами и услугами и второй после США объем финансовых активов, значительная доля которых находится за рубежом. Евро – вторая по значимости мировая резервная валюта, в которой в 2014 г. было деноминировано 22,2% международных валютных резервов, 23,4% международных облигаций, 18,5% международных депозитов и 16,8% международных кредитов.

Выделяют как минимум четыре канала негативных последствий дефолта в проблемных странах еврозоны. Во-первых, проблемы в сфере кредитования. Банковская система стран еврозоны тесно связана

---

<sup>1</sup> Улюкаев А.В. Болезненная трансформация мировой экономики. М.: Изд-во Института Гайдара, 2015. С. 179-182.

с банковскими системами других регионов, особенно Северной Америки, Азии и Латинской Америки. Банки-держатели проблемных облигаций будут вынуждены проводить рекапитализацию и снижать размеры кредитования. В свою очередь массовая распродажа облигаций проблемных стран может стать причиной серийных дефолтов.

Во-вторых, произойдет снижение импорта товаров и услуг еврозоны. В первую очередь от этого пострадают те страны, экспортные потоки которых ориентированы на Европу, прежде всего, Россия и Китай (таблица 1.18).

Таблица 1.18 – Крупнейшие страны-экспортеры в США, ЕС, Японию, млрд. долл., 2013 г.

Страны-импортеры					
США		ЕС		Япония	
Страна-экспортер	Объем экспорта	Страна-экспортер	Объем экспорта	Страна-экспортер	Объем экспорта
Китай	460,0	Китай	376,9	Китай	180,9
ЕС	396,3	Россия	274,3	ЕС	78,4
Канада	336,7	США	260,4	США	72,0
Мексика	283,0	Швейцария	125,2	Австралия	51,0
Япония	142,2	Норвегия	119,6	Саудовская Аравия	50,0

Источник: ВТО

В-третьих, снизятся прибыли корпораций и, как следствие, благосостояние иностранных инвесторов. Особенно это затронет США, поскольку одна треть прямых иностранных инвестиций из США приходится на еврозону.

В-четвертых, после дефолта произойдет спад экономического роста, который может быть усугублен ужесточением бюджетно-налоговой политики, что отрицательно скажется на занятости в Европе, где и без того уровень безработицы является высоким.

Что касается Японии, то ее государственный долг на 99% является внутренним. В случае долговых проблем в Японии критическую значимость имеет главным образом внешнеторговый канал, поскольку Япония является крупным рынком для сбыта продукции из Австралии и Саудовской Аравии (таблица 1.18).

*Особенности восстановительного периода после долгового кризиса.* Продолжительность восстановительного периода после долговых кризисов существенно варьируется по странам. Например, экономика Аргентины, несмотря на очень глубокий характер кризиса 2001 г., восстановилась в течение 3 лет. В Индонезии

восстановительный период продолжался 5 лет. В Эквадоре, Мексике и России предкризисный уровень производства был полностью восстановлен уже спустя 2 года<sup>1</sup>.

Американские экономисты К. Рейнхарт и К. Рогофф на основании анализа крупнейших финансовых кризисов XX века выявили следующие основные временные характеристики последствий этих кризисов:

1. Кризис финансового рынка имеет глубокую и затяжную природу. Реальная стоимость рынка жилья снижается в среднем на 35% и падение продолжается около 6 лет, рынок акций снижается в среднем на 55% и снижение длится около 3,5 лет.

2. Последствия банковского кризиса сопровождаются выраженным падением производства и занятости. Безработица в среднем достигает 7% и кризис занятости продолжается в среднем более 4 лет. Уровень производства (от пика до дна) снижается в среднем на 9% и спад продолжается в среднем два года.

3. Реальный размер государственного долга растет, в среднем на 86%. Главной причиной увеличения долга выступает снижение налоговых поступлений в результате спада производства<sup>2</sup>.

Реструктуризации суверенного долга может существенно повлиять на положение банков, пенсионных фондов, страховых компаний, паевых инвестиционных фондов и других финансовых учреждений, в частности, если в их портфелях находились активы, подвергнутые реструктуризации. Поэтому реструктуризация может поставить под угрозу финансовую стабильность, а в худшем случае, вызвать банкротство банков и потребности в их рекапитализации. Эти эффекты могут дополнительно привести к кредитному сжатию и эффектам «заражения».

Во время долговых кризисов 1980-х и начала 1990-х среди наиболее пострадавших были иностранные банки и инвесторы, поскольку в это время долг развивающихся стран находился преимущественно в портфелях западных банков. Девальвация мексиканского песо в декабре 1994 г. и азиатский финансовый кризис 1997 г. привели к заметному снижению рыночной стоимости крупных западных банковских компаний, хотя впоследствии стоимость их

---

<sup>1</sup>Улюкаев А.В. Болезненная трансформация мировой экономики. М.: Изд-во Института Гайдара, 2015. С. 138.

<sup>2</sup> Reinhart M. C., Rogoff K.S. The Aftermath of Financial Crisis / National Bureau of Economic Research. - Working Paper 14656. - January, 2009. P.3.



акций восстановилась довольно быстро. Иначе выглядела ситуация после российского дефолта в августе 1998 г., который привел к резкому и продолжительному падению оценки стоимости американских банков и быстрому расширению спредов по долговым обязательствам крупнейших 25 банковских холдинговых компаний в США.

Реструктуризация долга может иметь сильное негативное влияние на доступ частного сектора к кредитам. Снижение иностранных кредитов и объем выпуска облигаций отечественными фирмами составляет более 20 процентов<sup>1</sup>. Дефолты по долгам перед частными кредиторами имеют более сильное воздействие, чем дефолты перед официальными кредиторами. Кроме того, другие риски, такие как повышение спредов по суверенным облигациям и более низкие суверенные рейтинги, также имеют сильное негативное влияние на внешние займы частного сектора даже без формального объявления дефолта (как показывает, в частности, опыт Греции).

Как правило, спреды начинают расти перед выводом капиталов из страны. Например, во время мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. наиболее высокие спреды установились по облигациям Украины, Аргентины и Венесуэлы, что фактически остановило движение иностранного капитала в национальные экономики этих стран<sup>2</sup>. Так, с июня 2007-го по февраль 2009-го гг. значение спреда JPMorgan EMBI Global для Украины выросло с около 350 базисных пунктов (б. п.) до свыше 3 500 б. п. Это означает, что стоимость заимствований и их обслуживания для Украины в указанный период увеличилось в десять раз (рисунок 1.3). Для сравнения в России в 1999 г. спред по индексу JPMorgan EMBI Global увеличился до 7000 б.п., а в конце 2008 г. почти до 1000 б.п. (рисунок 1.4).

---

<sup>1</sup>Das U. S., Papaioannou M. G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF Working Paper WP/12/203. August 2012. P. 72-74.

<sup>2</sup>Петров М. В., Плисецкий Д. Е. Трансформация глобальных финансов // Мировая экономика и международные отношения. 2010. № 7. С.11.

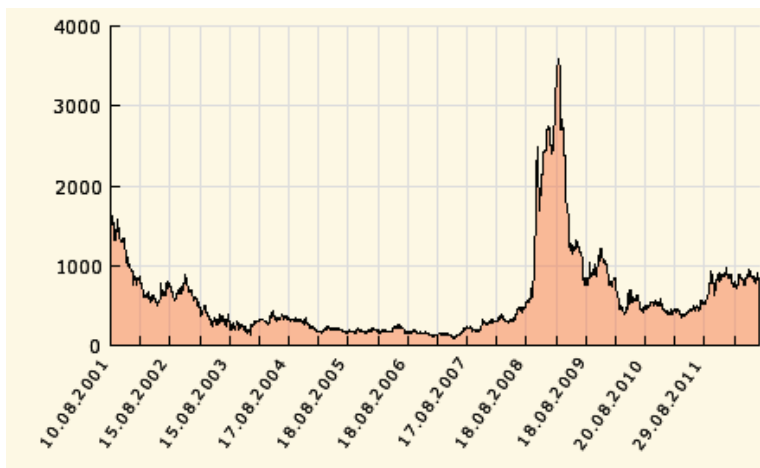


Рисунок 1.3 – Спред по индексу JPMorgan EMBI Global для Украины, 2001–2012 гг.

Источник: URL: Cbonds.ru

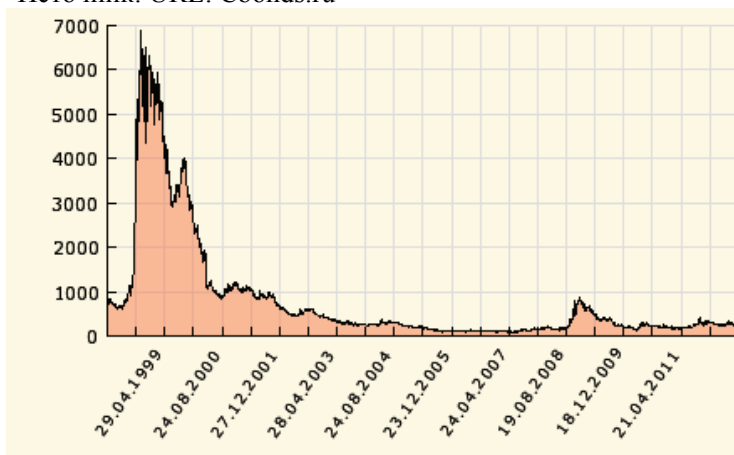


Рисунок 1.4 – Спред по индексу JPMorgan EMBI Global для России, 1999–2012 гг.

Источник: URL: Cbonds.ru

Динамика спредов по индексам «JPMorgan EMBI Global» – это наглядная демонстрация того, как на практике функционирует модель центр-периферия, описанная Дж. Соросом, и насколько беззащитными являются страны «периферии» МФС перед подконтрольными

англосаксам механизмами манипулирования стоимостью финансовых ресурсов на мировых рынках капитала.

Поэтому успех интеграции России в глобальную финансовую систему зависит исключительно от эффективности создания конкурентоспособной институциональной инфраструктуры региональных финансовых рынков Евразийского экономического пространства.

*Особенности восстановительного периода на примере Украины.*

В течение последних 20 лет членства в международных финансовых организациях Украина не могла решить практически ни одной проблемы своего развития без обращения за кредитной помощью к МВФ. Это является крайне нежелательным для любого государства, пытающегося действительно сохранить свой финансовый суверенитет. Общеизвестно, что кредиты МВФ тратятся преимущественно на финансирование бюджетного дефицита и, в первую очередь, обслуживание внешнего долга, а не на развитие промышленного потенциала страны. Кредиты – это не всегда инвестиции. За период 1995 – 2015 гг. размер согласованной с МВФ помощи Украине составил 48,7 млрд. СДР, однако фактически Фондом было выплачено лишь 15,3 млрд. СДР, что составляет менее трети зарезервированной суммы.

К середине 2008 г. Украина почти полностью рассчиталась по своей задолженности перед МВФ. Однако обострение мирового финансового кризиса привело к резкому выводу иностранных капиталов из страны, что вынудило Украину снова прибегнуть к кредитам Фонда. В июле 2015 г. размер непогашенной задолженности Украины перед МВФ составлял 6,8 млрд. СДР (9,4 млрд. долл.) Характерно, что интенсивное накопление внешних долговых обязательств началось после событий «оранжевой революции». С начала 2004 г. по начало 2014 г. валовой внешний долг Украины вырос на 597% с 23,8 до 142,1 млрд. долл. В течение 2014 г. абсолютный размер внешнего долга снизился до 126,3 млрд. долл., однако его относительный размер увеличился с 75,4 до 95,1% ВВП.

Рост долга в относительном измерении связан с падением реального ВВП Украины, которое в 2014 г. составило -6,8%. Реакцией на ухудшение ситуации в Украине стало снижение кредитных рейтингов. На конец декабря 2014 г. Украина имела один из худших кредитных рейтингов в мире по шкалам всех трех ведущих американских рейтинговых агентств (ССС- от S & P, ССС от Fitch и Саа3 от Moody's). Совокупный объём ожидаемой (заявленной)

финансовой помощи Украине от многосторонних финансовых институтов, ЕС и Японии на период 2014–2016 гг. составляет 31,4 млрд. долл.<sup>1</sup>. В тоже время, по экспертным оценкам суммарная величина потерь от ухудшения отношений Украины с Россией и Таможенным союзом может составлять 100 млрд. долл. в год<sup>2</sup>. Отметим, что «скрытые» российские инвестиции на протяжении всего периода независимости поддерживали экономику Украины «на плаву». Ведь только за счет российских низких цен на газ Украина сэкономила более 82,7 млрд. долл.<sup>3</sup>.

За годы независимости Украина растратила в пользу глобальных ТНК почти весь государственно образующий потенциал советского наследия, превратившись в одну из ведущих наций-потребителей в мире. В 2013 г. доля конечного потребления на Украине составила 92,8% ВВП – и это в одной из самых бедных стран Европы, где на конец 2013 г. девять миллиардов обладали состоянием, равным 15% ВВП<sup>4</sup>.

Проведенный анализ предпринятых развивающимися и переходными к рынку странами в период 1990-2001гг. мер по выходу из структурных долговых кризисов позволяет сделать ряд выводов. Во-первых, волна долговых кризисов 1990х. гг. обусловила трансформацию МФА. В 2000г. в развивающихся странах впервые сформировалось положительное совокупное сальдо счета текущих операций. При этом дальнейший устойчивый рост этого сальдо обеспечивался исключительно за счет увеличения объемов экспорта этих стран. Во-вторых, с 2000г. вследствие проведенных в этих странах мер по реструктуризации экономики в целях выхода из долгового кризиса развивающиеся страны перешли в группу нетто-кредиторов и стали по существу финансировать экономический рост стран с развитой экономикой. В-третьих, вплоть до 2007г. размеры чистого оттока ресурсов из развивающихся стран в развитые ежегодно возрастали. В большинстве азиатских стран и странах с переходной

---

<sup>1</sup> Винокуров Е., Кулик С., Спартак А., Юргенс И. Тупик борьбы интеграций в Европе // Вопросы экономики. 2014. № 8. С. 12.

<sup>2</sup> Там же. С. 18.

<sup>3</sup> Медведев Д. Россия и Украина: жизнь по новым правилам // Независимая газета. 15.12.2014 (URL:[http://www.ng.ru/ideas/2014-12-15/1\\_medvedev.html](http://www.ng.ru/ideas/2014-12-15/1_medvedev.html)).

<sup>4</sup> Григорьев Л., Буряк Е., Голяшев А. Второй старт трансформации украинской экономики? // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 33.

экономикой, включая Россию, масштабы наращивания международных резервов монетарными властями, что по существу и представляет собой отток капитала, превышали чистые внешние заимствования частного сектора.

Масштабный отток капитала в период массовых долговых кризисов 1990х гг. в развивающихся странах послужил причиной девальвации национальных валют в России, Мексике, Таиланде, Индонезии, Аргентине. Девальвация валют и переход в ряде стран к более гибким режимам курсообразования, в свою очередь привели к существенному улучшению условий ценовой конкурентоспособности экспортной продукции этих стран и относительному снижению производственных затрат<sup>1</sup>, что вызвало существенную трансформацию мировой финансовой архитектуры, состоявшую в формировании и последующей эволюции её глобальных дисбалансов. Глобальный дисбаланс внешних долгов стал, с одной стороны, фактором формирования основного современного дисбаланса МФА – между полюсами сбережения и потребления (инвестирования), а с другой стороны, дисбаланс внешних долгов в современных посткризисных условиях развивается как следствие дисбаланса мировых накоплений и потребления. Мировой опыт выхода национальных экономик и финансовых рынков из долговых кризисов привел к резкому развороту трансграничных потоков капитала. Увеличивающийся разрыв между величиной валового сбережения и потребления в развивающихся странах обеспечил дешевыми финансовыми ресурсами развитые экономики. Поддерживая потребительский и инвестиционный спрос, масштабные поступления финансовых ресурсов из развивающихся стран привели к формированию «пузырей» на мировом финансовом рынке, что стало базовым фактором глобального кризиса 2008-2009гг. Более того, очевидно, что при сохранении в мировой финансовой архитектуре двух рассмотренных групп дисбалансов преодоление последствий кризиса затянется на годы, а реализуемые меры регулирования и контроля, направленные на стимулирование экономического роста и имеющие комплексный эффект, смогут реализоваться лишь в отдаленной перспективе.

---

<sup>1</sup>Замарев Б.А. Национальное хозяйство России на рубеже XX-XXI вв.: изменения и перспективы развития. М. 2006.

## Список использованных источников

- 1 Итоговая декларация Группы двадцати, 2012 г. Лос-Кабос. Мексика.
- 2 «International Financial Statistics Yearbook, 2014», официальный сайт Международного валютного фонда URL: [www.imf.org](http://www.imf.org)
- 3 Bernanke B. (2005) «The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit» Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia.
- 4 Hankel W., Isaak R. Geldherrschaft: Ist unser Wohlstand noch zu retten? Weinheim: WileyVCH, 2011.
- 5 Темин П., Вайнс Д. Экономика без лидера. Почему рассыпалась мировая экономическая система и как ее собрать. Пер. с англ. О. Левченко; научн. ред. перевода Т. Дробышевская. М.: Изд-во Института Гайдара, 2015.
- 6 Международные валютные, кредитные, финансовые отношения // Под ред. Л.Н. Красиной, М.: Юрайт, 2015.
- 7 Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability. IMF, 23.03.2000; Guidelines for Public Debt Management. IMF and World Bank, 21.03.2001.
- 8 Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства. Пер. с англ. Д. Стороженко. М.: Карьера Пресс, 2011.
- 9 Das U.S., Papaioannou M.G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF. IMF Working Paper WP/12/203. August 2012.
- 10 The Big Mac Index. The Economist. July 16, 2015. URL: <http://www.economist.com/content/big-mac-index>.
- 11 The Economist, July 16, 2015. URL: <http://www.economist.com/content/big-mac-index>.
- 12 Киндлебергер Ч., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. СПб.: Питер, 2010.
- 13 Замарев Б.А. Национальное хозяйство России на рубеже XX-XXI вв.: изменения и перспективы развития. М.. 2006.
- 14 Левина И.Г. Природа финансового сектора и спекулятивных пузырей в современной экономике // Экономическая теория в XXI веке. Под ред. Ю.М. Осипова, Е.С. Зотовой. М.: ТЕИС, 2007.

15 Кузнецов А.В. Финансовая глобализация и национальный суверенитет // США. Канада: Экономика. Политика. Культура. 2012. № 2.

16 Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions, Financial Stability Board, 4 November 2011.

17 Five Biggest U.S. Banks Control Nearly Half Industry's \$15 Trillion In Assets // Forbes. December 3, 2014. URL:<http://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2014/12/03/five-biggest-banks-trillion-jpmorgan-citi-bankamerica/>.

18 Global Shadow Banking Monitoring Report 2014. Financial Stability Board. 30 October 2014. URL:<http://www.financialstabilityboard.org/2014/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2014/>.

19 Credit Rating Controversy // Council on Foreign Relations. 19.02.2015. URL:<http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>.

20 Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Bank for International Settlements. December 2010 (rev June 2011).

21 Offshore Financial Centers. IMF Background Paper. June 23, 2000 URL:<https://www.imf.org/external/np/mae/osshore/2000/eng/back.htm>.

22 Worldwide Corporate Tax Guide 2015. Ernst&Young. April 2015.

23 Хейфец Б.А. Офшорные юрисдикции в глобальной и национальной экономике. М.: ЗАО «Издательство Экономика», 2008.

24 BIS Quarterly Review, March 2015. Bank for International Settlements.

25 TaxJusticeNetwork.

26 Report on the second IOSCO hedge fund survey. The Board of the International Organization of Securities Commissions. October 2013. URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD427.pdf>.

27 Hedge Fund Survey 2015. Financial Conduct Authority. June 2015. URL:<http://www.fca.org.uk/static/documents/hedge-fund-survey.pdf>.

28 Декларация саммита лидеров государств Группы 20 в Торонто (2010г.) Официальный сайт Президента России: URL:[http://news.kremlin.ru/ref\\_notes/643](http://news.kremlin.ru/ref_notes/643).

29 Global Financial Stability Report Statistical Appendix. International Monetary Fund. April 2015.

- 30 Петров М.В., Плисецкий Д.Е. Трансформация глобальных финансов. Мировая экономика и международные отношения. 2010. № 7.
- 31 US Treasury.  
URL:<http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/mfh.txt>
- 32 De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks//IMF. URL:[www.imf.org](http://www.imf.org)
- 33 URL:[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
- 34 Навой А.В., Алферов В.Т. Золото в структуре международных резервов Российской Федерации: трансформация подходов к управлению // Деньги и кредит. 2014. № 10.
- 35 World official gold holdings / World Gold Council. URL:[https://www.gold.org/download/file/3347/World\\_Official\\_Gold\\_Holdings\\_as\\_of\\_December2014\\_IFS.pdf](https://www.gold.org/download/file/3347/World_Official_Gold_Holdings_as_of_December2014_IFS.pdf).
- 36 Bank for International Settlements. BIS Quartely Review, March 2014.
- 37 Financial Stability Board. (2011). Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions. URL:[www.bis.org](http://www.bis.org).
- 38 BRICS: Joint Statistical Publications,2014 (Fortaleza,Brazil), Instituto Brasileiro de Geografia e Estatistica (IBGE), Brazil,2014.
- 39 Международный валютный фонд. URL:<http://www.imf.org>.
- 40 Euro Summit, Brussels, 24 October 2014.
- 41 Preparing for Next Steps on Better Economic Governance in the Euro Area. Analytical Note. InformalEuropeanCouncil, 12 February 2015,
- 42 Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications, ECB Economic Bulletin, Issue 5 / 2015 – Article.
- 43 ECB Economic Bulletin, Issue 5 / 2015.
- 44 URL:[http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Real\\_GDP\\_growth](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Real_GDP_growth).
- 45 European Economic Forecast – Spring 2015, Statistical Annex. URL:  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu/forecasts/2015\\_spring\\_forecast\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2015_spring_forecast_en.htm).
- 46 Eurostat, URL:[http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:GDP\\_per\\_capita\\_at\\_current\\_market\\_prices,\\_2003\\_and\\_2013](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:GDP_per_capita_at_current_market_prices,_2003_and_2013).



- 47 European Commission – Press release, Brussels, 22 June 2015. URL: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-15-5240\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5240_en.htm).
- 48 URL:<http://ambruslu.com/novosti-lyukseburga/>
- 49 Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации. 2014. //Вестник Банка России, №29-30 14.05.2015.
- 50 Платежный баланс Российской Федерации (аналитическое представление) за 1994-2013 гг. – URL: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).
- 51 Международная инвестиционная позиция Российской Федерации – URL:[www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).
- 52 Внешний долг Российской Федерации по состоянию на 01.07.2015 – URL:[www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).
- 53 Навой А.В. Генезис российского внешнего долга: основные тенденции и противоречия// Аналитический вестник. Аналитическое управление Аппарата Совета Федерации. – 2011. – №17(429).
- 54 Инвестиции в основной капитал по источникам финансирования. Инвестиции и строительство. 2012. Росстат. URL: <http://www.gks.ru/>.
- 55 Росстат. URL: <http://www.gks.ru/>.
- 56 Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной Думе РФ. 16.06.2015 г.
- 57 МВФ. Российская Федерация – Консультации 2014 года в соответствии со Статьей IV. 30.04.2014.
- 58 2015 Article IV Consultation with the United States of America Concluding Statement of the IMF Mission.28.05.2015.
- 59 URL:[http://top.rbc.ru/finances/10/11/2014/546069becbb20f41bbe9881c\\_](http://top.rbc.ru/finances/10/11/2014/546069becbb20f41bbe9881c_)
- 60 URL:[https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA\\_TABLE4\\_](https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA_TABLE4_)
- 61 РБК. Сильный рубль, низкие налоги: чего хотят промышленники от государства. 27.03.2015.
- 62 URL:[www.washingtontimes.com](http://www.washingtontimes.com), 30.04.2015.
- 63 BIS. 85<sup>th</sup> Annual Report.2015.
- 64 Д.А. Медведев, интервью словенской газете DELO по материалам [gia.ru](http://gia.ru) 25.07.2015.
- 65 URL:[http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/cur\\_str.htm&pid=svs&sid=ITM\\_30245](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/cur_str.htm&pid=svs&sid=ITM_30245).
- 66 VII саммит БРИКС, Уфимская декларация. УФА, РФ, 9 июля 2015 г.
- 67 Среднесрочный прогноз МЭР, сентябрь 2014 г.

- 68 Среднесрочный прогноз МЭР, май 2015 г.
- 69 URL:[www.kommersant.ru/Doc/2563092](http://www.kommersant.ru/Doc/2563092), 29.09.2014.
- 70 URL:[www.market-lab.org](http://www.market-lab.org), 19.09.2014.
- 71 URL:[www.rts.micex.ru](http://www.rts.micex.ru) – Московская биржа, 31.12.2014.
- 72 URL:[www.pif.investfunds.ru](http://www.pif.investfunds.ru) – информационный портал.
- 73 URL:[www.npf.investfunds.ru](http://www.npf.investfunds.ru).
- 74 Годовой отчет Банка России за 2014 год.
- 75 Федоренко И. Б. Защищена ли ставка RUONIA от манипуляций: методика расчета // Деньги и кредит. 2012. № 9.
- 76 Процентные ставки по операциям Банка России. URL:<http://www.cbr.ru>.
- 77 Указание Банка России от 27 ноября 2008 г. №2134-У «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России».
- 78 Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов. Банк России.
- 79 Приказ Банка России от 20.10.2008 № ОД-738 «О заключении Банком России сделок "валютный своп" на внутреннем валютном рынке Российской Федерации».
- 80 Отчет о состоянии рынка междилерского РЕПО во II квартале 2012 года. Департамент финансовой стабильности Банка России. 2012.
- 81 Навой А.В. Прямые инвестиции: не прямой путь в экономику // Вопросы экономики. 2007. № 11.
- 82 Навой А.В. Некоторые итоги международного движения капитала: Российская Федерация, 2006 год / А.В. Навой, Ю.И. Чистяков // Деньги и кредит. 2007. № 6.
- 83 URL:<http://brics6.itamaraty.gov.br/media2/press-releases/219-agreement-on-the-new-development-bank-fortaleza-july-15> Agreement on the New Development Bank – Fortaleza, July 15.
- 84 Симановский А. Ю. Банковская реформа: отдельные аспекты // Деньги и кредит. 2012. №8.
- 85 Соглашение о согласованной макроэкономической политики ЕЭК. URL:<http://www.eurasiancommission.org/ru/>
- 86 Национальные статистические ведомства государств – членов ТС и ЕЭП. ЕЭК: Макроэкономические показатели экономической устойчивости, рассчитанные в соответствии с законодательством государства – члена Евразийского экономического союза. Приложение 2. URL:<http://www.eurasiancommission.org/ru/>

- 87 Государственные финансы. Статистика Евразийского экономического союза. 1 квартал 2015. Статистический бюллетень; Евразийская экономическая комиссия, 2015. URL:<http://www.eurasiancommission.org/ru/>.
- 88 Евразийская экономическая комиссия. Департамент статистики. URL:[http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr\\_i\\_makroec/dep\\_stat/finstat/](http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/finstat/).
- 89 Сулейменов Т.М. Общий финансовый рынок. XII Международный банковский форум «Банки России-XXI век». Сочи, 2014, URL:[www.asros.ru/public/files/8/7688-eeksuleimenov.pptx](http://www.asros.ru/public/files/8/7688-eeksuleimenov.pptx).
- 90 Отчет о научно-исследовательской работе «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств-членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года». URL:<http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/Pages/default.aspx>.
- 91 Московская Биржа. URL: <http://moex.com>.
- 92 Банк России. URL:<http://www.cbr.ru/statistics/>.
- 93 Федеральный закон от 10 июля 2002 г. N 86-ФЗ "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)". С изменениями и дополнениями. URL:<http://www.consultant.ru>.
- 94 Пресс-релиз Национального банка Республики Казахстан, 15 июля 2015 г. URL:<http://kapital.kz/finance/>.
- 95 Национальный банк Республики Казахстан. URL:<http://www.nationalbank.kz/>.
- 96 Банк России. URL:[http://www.cbr.ru/currency\\_base/dynamics.aspx](http://www.cbr.ru/currency_base/dynamics.aspx)
- 97 World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance. UNCTAD, 2015.
- 98 Стиглиц Дж. Глобализация: тревожные тенденции. Пер. с англ. и примеч. Г.Г. Пирогова. М.: "Мысль", 2003.
- 99 Симановский А.Ю. О регулятивных требованиях к устойчивости банков (развернутые тезисы // Деньги и кредит. 2009. №9.
- 100 Документы БКБН «Базель III: международные подходы к оценке, стандартам и мониторингу риска ликвидности» и «Базель III: Общие регулятивные подходы к повышению устойчивости банков и банковского сектора».

101 Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и на период 2016 и 2017 годов (проект), С. 33. URL: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).

102 Письмо Банка России от 04.02.2009 № 13-Т «О типовом договоре корреспондентского счета».

103 Навой А.В. К вопросу о трансформации модели мирохозяйственных связей России в условиях усиления глобальных рисков // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 4.

104 HSBC Global Research. Russian Economic Insights. 30.01.2008.

105 World Economic Outlook, April 2015. IMF.

106 U.S. Geological Survey, Mineral Commodity Summaries, February 2014. URL:<http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/gold/mcs-2014-gold.pdf>.

107 International Monetary Fund (2012). Global Financial Stability Report: Restoring Confidence and Progressing on reforms. Chapter 3. The Reform Agenda: An Interim Report on Progress Toward a Safer Financial System. URL:[www.imf.org](http://www.imf.org)

108 J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi and M. Schulz. Completing Europe's Economic and Monetary Union, 2015.

109 URL: [www.pif.investfunds.ru](http://www.pif.investfunds.ru)

110 Министерства финансов государств – членов ТС и ЕЭП. ЕЭК: Макроэкономические показатели экономической устойчивости, рассчитанные в соответствии с законодательством государства – члена Евразийского экономического союза. Приложение 2. URL:<http://www.eurasiancommission.org/ru/>

111 Investment global report 2013, UNCTAD.

112 ECB, Reuters, ECB Staff calculations. Preparing for Next Steps on Better Economic Governance in the Euro Area. Analytical Note. Informal European Council, 12 February 2015.

113 Eurostat and OECD in: Preparing for Next Step on Better Economic Governance in the Euro Area. Analytical Note. Informal European Council, 12 February 2015.

114 URL:<http://sdw.ecb.europa.eu/>.

115 European Commission. URL:[http://ec.europa.eu/priorities/docs/analytical\\_note\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/docs/analytical_note_en.pdf).

116 Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, ЦБ РФ.

- 117 URL:[www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru) – рейтинговое агентство  
«Эксперт РА».
- 118 ФРС США. URL:[www.frs.org](http://www.frs.org).
- 119 Банк Японии. URL:<http://www.boj.or.jp/en/>.
- 120 Бюллетень банковской статистики. 2012. №12.
- 121 International Monetary Fund, World Economic Outlook  
Database, April 2015.