В.Ю. Додонов

Создание международных резервных активов ЕЭП в контексте формирования евразийского полюса экономической силы

Accumulating of international reserves in the context of the SES creation of the Eurasian economic power pole

Аннотация: В статье обосновывается необходимость создания в рамках Единого экономического пространства нового класса инвестиционных инструментов – надгосударственных облигаций. Создание таких финансовых активов диктуется логикой развития интеграции в рамках ЕЭП, необходимостью повышения инвестиционной привлекательности экономик стран–участниц ЕЭП, формирования на базе данного объединения нового мирового полюса экономической силы, а также создания собственной альтернативы резервных активов, в качестве которых в настоящее время выступают государственные облигации развитых стран, обремененных чрезмерными долгами и имеющие низкое обеспечение резервами.

Summary: The article substantiates a necessity of creation within the Eurasian Single economic space a new class of investment tools – supranational bonds. Creation of such financial assets is dictated by logic of development of integration within CES, need of investment appeal increase of CES member states economies, formation on the basis of this association of a new world pole of economic force, and also creation of own reserve assets as a reliable alternative of current reserves, represented the state bonds of the developed countries burdened with excessive debts and having low providing with reserves.

Ключевые слова: «полюс силы»; финансовая сфера: международные резервные активы; государственный долг; валютный курс.

Keywords: «Force pole»; financial sphere; international region assets; public debt; exchange rate.

Додонов Вячеслав Юрьевич
Алматы,
Республика Казахстан
Ведущий научный сотрудник
Казахстанского института
стратегических исследований
при Президенте Республики
Казахстан,
доктор экономических наук
office@risi.kz

Dodonov Vyacheslav Yurjevich
Almaty,
the Republic of Kazakhstan
Chief Research Fellow at the
President
of the Republik of Kazakhstan,
Doctor of Economics
office@kisi.kz

Современная мировая экономическая архитектура предъявляет несколько требований к странам и их объединениям, претендующим на роль «полюсов силы», в числе которых – высокоразвитая финансовая сфера и стоящая за данным полюсом валюта со статусом мирового резервного актива. Исключением из данного правила пока является только Китай в силу нежелания разменивать свои торговые преимущества на свободную конвертацию юаня. Однако другие полюсы экономической силы, доминирующие в настоящее время в мире, являются эмитентами мировых резервных валют (рис. 1).

Следовательно, формирование евразийского полюса экономической силы на пространстве СНГ (в той или иной конфигурации, что не столь существенно) должно предполагать также

и повышение роли данного полюса в мировой финансовой системе, в том числе посредством формирования собственных международных резервных активов. При этом принципиально важным моментом в данном случае является не столько создание некоей общей наднациональной валюты, сколько нового класса ценных бумаг, способных выступать в качестве надежного и ликвидного резервного актива как для самих стран ЕЭП/СНГ, так и для широкого круга международных инвесторов, поскольку статус мировой резервной валюты в настоящее время обусловливается объемом и надежностью деноминированных в ней ценных бумаг.

Помимо задачи формирования на базе ЕЭП нового полюса экономической силы, необходимость создания нового класса международных резервных активов обусловливается достаточно многообразными факторами, к числу которых можно отнести следующие:

- обеспечение сохранности резервов стран ЕЭП, вложенных в настоящее время в долговые обязательства развитых стран сомнительной надежности;

- возможность использования резервных средств в интересах развития собственных национальных экономик вместо спонсирования США и ЕС;

- возможности привлечения дополнительных внешних ресурсов для реализации крупномасштабных проектов, в том числе на многосторонней основе;

- укрепление интеграции стран-участниц на основе получения ими реальных выгод от реализации совместных проектов, финансируемых за счет новых инвестиционных инструментов.

Проиллюстрируем данные направления фактическим материалом. Наиболее проблемным аспектом существующей в настоящее время системы международных резервов, основанной на долговых обязательствах развитых стран, является их сомнительная надежность в сочетании с высокой волатильностью. В настоящее время около 90% международных резервов стран ЕЭП вкладывается в долговые ценные бумаги развитых стран (рис. 2, 3; табл. 1).

Проблема, однако, в том, что страны, чьи долговые обязательства в настоящее время выступают в качестве резервов для стран СНГ и ЕЭП, имеют крайне нездоровые системы государственных финансов с огромными размерами долгов, в большинстве случаев превышающих размер ВВП (см. рис. 3).

Помимо неблагополучного соотношения долгов и ВВП, есть и еще более негативная статистика, характеризующая обеспеченность долговых ценных бумаг международными резервами, которая является наихудшей именно у США и других стран с наиболее развитыми финансовыми системами. Так, США и Великобритания отличаются минимальным уровнем обеспеченности своих долгов резервами. Например, государственный долг США на начало мая 2011 года превышал 14,3 триллиона долларов при размере государственных золотовалютных резервов всего около 132 млрд долл., т.е. долги американского правительства обеспечены резервами примерно на 1%! Британский государственный долг, достигший в январе 2011 года уровня в 1 трл фунтов (1,64 трл долл.), обеспечен государственными резервами (106 млрд долл.) немногим лучше – всего на 6%. Фактически данная ситуация позволяет классифицировать долги многих развитых стран как финансовую пирамиду.

Низкая обеспеченность долговых обязательств развитых стран ставит под серьезный вопрос сохранность резервов стран ЕЭП, хранящихся в данных обязательствах. На наш взгляд, тенденции эволюции долговой проблемы, которые наблюдаются в последние годы в таких странах, как Исландия, Ирландия, Греция, Италия, свидетельствуют о высокой опасности продолжения так называемых «выборочных дефолтов» по государственным ценным бумагам и крупнейших развитых стран. Иными словами, весьма велика вероятность списания большой части долгов не только проблемных и небольших, но и крупнейших стран ЕС, а также США,

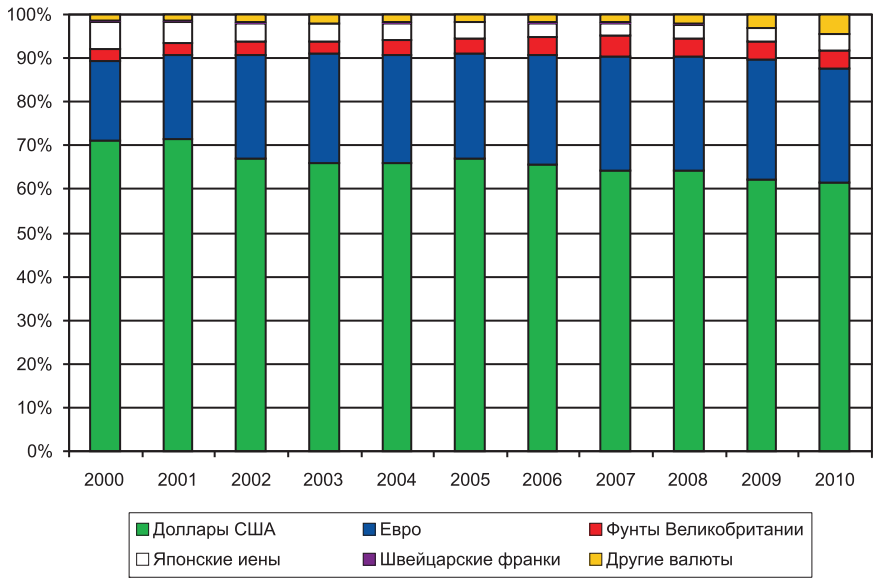


Рисунок 1. Доля размещенных мировых резервов в активах, деноминированных в различных валютах. Рассчитано автором по данным МВФ – Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

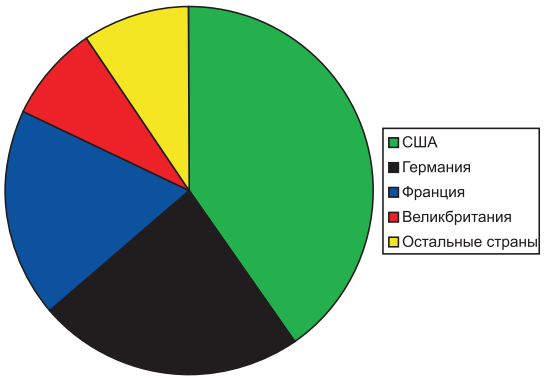


Рисунок 2. Структура резервных валютных активов Банка России на 1 января 2011 г. Годовой отчет Банка России за 2010 год. – М.: Центральный Банк Российской Федерации, 2011. – С. 85.

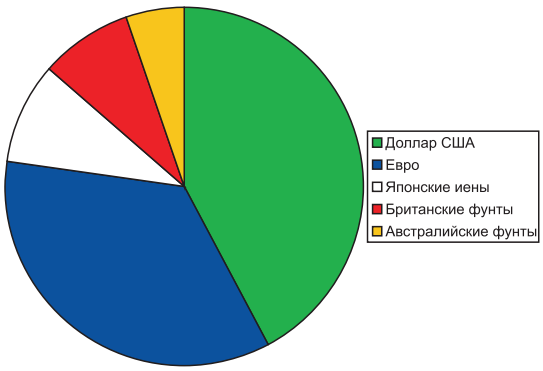


Рисунок 3. Валютная структура международных резервов Национального банка Республики Казахстан.

поскольку перед лицом выбора между сохранением внутренней стабильности и выполнения обязательств перед внешними кредиторами политики данных стран неизбежно предпочтут интересы своих избирателей, что будет означать реструктуризацию большой части внешнего долга, тем более, что основными держателями этого долга являются крупные развивающиеся страны (рис. 4), становящиеся все более серьезными конкурентами для традиционных полюсов силы. Это значит, что в перспективе через 5–10 лет страны ЕЭП могут столкнуться с резким уменьшением накопленных за последние годы валютных резервов.

Кроме того, на сохранность государственных резервов в рамках действующей системы негативно влияют такие факторы, как колебания валютных курсов и рыночной стоимости государственных облигаций и золота. Так, в отчете Банка России за 2010 год говорится: «Отрицательный вклад в ее изменение внес-

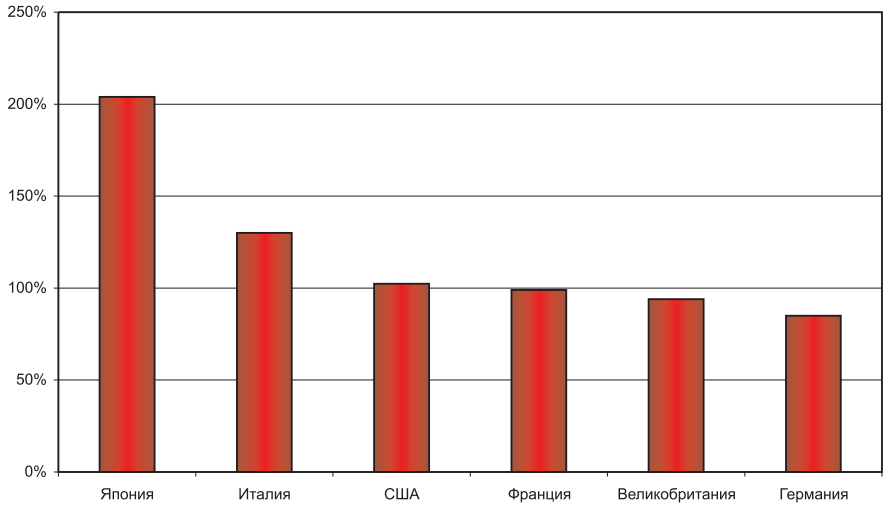


Рисунок 4. Соотношение государственного долга и ВВП в ведущих индустриальных странах мира в 2011 году.

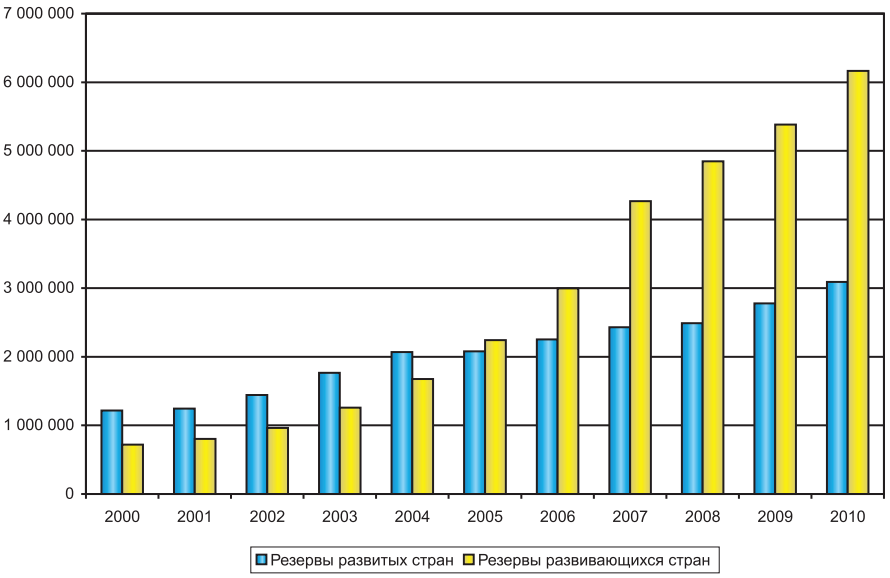


Рисунок 5. Динамика размера международных резервов развитых и развивающихся стран в 2000-е годы, млн долл. США. Рассчитано автором по данным МВФ – Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

ли укрепление доллара США по отношению к другим резервным валютам».[1] Помимо изменений валютных курсов, на сохранность резервов негативное влияние оказывают также и колебания курсов самих ценных бумаг, представленных в резервах центральных банков. В частности, отмеченное в ходе обострения ситуации с европейскими финансами во втором полугодии 2011 года повышение доходности государственных облигаций таких стран, как Италия (повышение доходности выше 7% годовых в ноябре), Испания, Франция, привело к пропорциональному падению их стоимости, которое за годовой промежуток составило в некоторых случаях 3 процента и более, уменьшив на такую же

[1] Годовой отчет Банка России за 2010 год. – М.: Центральный Банк Российской Федерации, 2011. – С. 86.

Таблица 1

Государственные облигации зарубежных стран в портфеле Национального банка РК по итогам 2010 года, млн тенге

Казначейские обязательства Правительства США	1211873
Казначейские облигации Правительства Германии	362323
Казначейские облигации Правительства Италии	270377
Казначейские облигации Правительства Японии	253282
Казначейские облигации Правительства Великобритании	242257
Государственные облигации Правительства Франции	153264
Казначейские облигации Правительства Австралии	147907
Казначейские облигации Правительства Испании	96486
Казначейские облигации Правительства Нидерландов	62438
Казначейские облигации Правительства Бельгии	43971
Государственные облигации Правительства Финляндии	5052
Всего государственных облигаций	2860118

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

величину и объем валютных резервов центральных банков. В частности, Национальный банк Казахстана на 01.01.2011 года имел в портфеле потерявшие в стоимости государственные ценные бумаги таких стран, как Италия, Япония, Франция, Испания, Бельгия на общую сумму 817,5 млрд тенге (около 5,5 млрд долл.), стоимость которых за год снизилась примерно на 10 млрд тенге (около 70 млн долл.). Аналогичные проблемы испытывает и Банк России – согласно Обзора деятельности Банка России по управлению валютными активами[2], переоценка ценных бумаг является одним из основных факторов изменения величины валютных активов.

Вторым фактором, обусловливающим необходимость создания собственных резервных активов и отказа от существующих, является необходимость развития на имеющиеся резервные ресурсы своих экономик вместо финансирования проектов США и ЕС, зачастую направленных против стран СНГ. В частности, известно, что расходы США на войны в Ираке, Афганистане и Ливии за последние несколько лет превысили 1 трл долл. Эти расходы финансировались путем наращивания федерального долга США, который только за последние три года вырос примерно на три триллиона долл. А финансировали это наращивание долга развивающиеся страны – в первую очередь Китай, но также Россия и другие страны СНГ, покупая в свои резервы американские долговые бумаги. Налицо парадокс: голосуя в Совете Безопасности ООН против военных операций США, Россия и Китай фактически финансируют американские войны против своих собственных интересов. Также можно обратить внимание на то, что, вкладывая средства государственных резервов в зарубежные активы, страны СНГ подвергаются риску «заморозки» этих активов странами-эмитентами в случае политических осложнений (примерами чего является предвоенное замораживание счетов Ливии, Ирака и других стран), что нецелесообразно по соображениям обеспечения экономической безопасности.

При этом в самих странах СНГ/ЕЭП остаются нерешенными многие проблемы, на которые можно было направить резервы в случае создания адекватного инструментария их финансирования. Крупномасштабные инфраструктурные проекты, повышение обороноспособности, развитие научных учреждений, проекты по развитию человеческого капитала в здравоохранении, образовании и т.д., которые в настоящее время не реализуются из-за дефицита финансовых ресурсов, могли бы

[2] Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. – 2011. – № 4. – С.7.

финансироваться посредством эмиссии новых инвестиционных инструментов, в которые бы направлялись резервы центральных банков стран ЕЭП. Кстати, такого рода вложения не противоречат имеющейся практике, так как и в настоящее время в портфеле Банка России имеются российские же еврооблигации (по состоянию за 31 марта 2011 года – 1,2%).[3] Российские активы в качестве возможного приложения казахстанских резервов упоминал и Председатель Национального банка Г. Марченко, говоря о перспективах диверсификации валютной структуры международных резервов. В контексте последних событий в ЕС можно также упомянуть и практику покупки Европейским центральным банком долговых бумаг стран Еврозоны, что также подтверждает непротиворечивость предлагаемого механизма существующей мировой практике.

Наконец, важным фактором для формирования собственных резервных активов является потенциал усиления интеграции стран ЕЭП на этой основе. Укреплению интеграционного взаимодействия будет способствовать многосторонний характер проектов, финансируемых за счет эмиссии предлагаемых облигаций, что позволит повысить интерес стран к сотрудничеству в рамках данного проекта. В то же время необходимость обеспечения высокой надежности международных облигаций с тем, чтобы они соответствовали статусу резервного актива, означает, что потребуется также и высокая надежность эмитентов. Поскольку основой, гарантом или «кредитором последней инстанции» для таких инструментов в конечном итоге будут страны–участники проекта, то они должны будут на согласованной основе придерживаться высоких стандартов финансовой дисциплины. Это значит, что все страны, участвующие в проекте, будут придерживаться рамок здорового состояния государственных финансов и исключат, тем самым, возникновение проблем, аналогичных тем, которые в настоящее время испытывают страны ЕС, не выполняющие положения Пакта о стабильности. В свою очередь, согласованное выполнение странами ЕЭП норм финансовой дисциплины, обусловленное проектом нового мирового резервного актива, будет означать и стандартизацию всех экономических систем и процессов, что позволит более эффективно проводить экономическую интеграцию и в других сферах.

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

На наш взгляд, решение данных проблем возможно в рамках механизма, предполагающего организацию специализированной межгосударственной организации в ЕЭП, которая бы эмитировала облигации. По нашему мнению, можно предложить создание в рамках ЕЭП Евразийского фонда развития (ЕФР – условное название), который бы занимался реализацией длительных многосторонних проектов стратегического характера, требующих больших объемов финансирования (масштабные инфраструктурные проекты, реализация фундаментальных научных исследований, создание крупных медицинских, образовательных центров и т.п.). Этот фонд может быть создан странами–участницами ЕЭП по аналогии с Евразийским банком развития или Евразийским антикризисным фондом[4] и стать эмитентом долгосрочных облигаций, средства от реализации

[3] Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. – 2011. № 4. – С.9.

[4] Также в качестве примера можно привести Европейский фонд финансовой стабильности – EFSF.

которых будут направляться в совместные проекты, работающие на все страны–члены ЕЭП. Тот факт, что данный фонд будет межгосударственной структурой, за которой стоят страны с крепкими и здоровыми финансовыми системами, позволит обеспечить надлежащую репутацию и надежность эмитируемых облигаций в глазах инвесторов, и через некоторое время данные инструменты станут достаточно привлекательными для того, чтобы войти в резервы многих стран мира, а также корпоративных институциональных инвесторов.

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

Наиболее неоднозначным представляется вопрос о валюте деноминирования такого рода облигаций. Очевидно, что выбор для межгосударственного проекта ЕФР валюты одной из стран будет не вполне корректен и может вызвать разногласия. На наш взгляд, под данный проект может быть создана общая безналичная наднациональная расчетная единица, аналогичная существовавшей в свое время в ЕЭС ЭКЮ или существующей сейчас в МВФ СДР. Можно также вспомнить опыт введения в ЕС евро, который сначала имел безналичную форму. На наш взгляд, создание в ЕЭП такой наднациональной валютной единицы для деноминирования общих ценных бумаг может стать адекватной формой «обкатки» потенциальной наднациональной валюты, поспешное введение которой без предварительного переходного периода может принести больше проблем, чем пользы. Существование же расчетной денежной единицы, использующейся в качестве исключительно инвестиционного инструмента, позволит решить ряд сопутствующих задач – обеспечить данной валюте положительную «кредитную историю» и репутацию среди инвесторов, наладить технические процессы конвертации и взаиморасчетов с использованием национальных валют стран ЕЭП, протестировать возможности использования наднациональной валюты в межгосударственных расчетах и для выполнения иных функций в рамках ЕЭП.

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