

Санкт-Петербургский государственный университет

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

по направлению 080100 – «Экономика»

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ
БУМАГ СТРАН ЕВРОЗОНЫ

Выполнил:

бакалавриант 4 курса, группы МЭОиМБ-41

Авдоницева Елена Владимировна

_____ /Подпись/

Научный руководитель:

к.э.н., доцент Гончаренко Надежда Валентиновна

_____ /Подпись/

Санкт-Петербург
2016

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ.....	3
1. История развития рынка и его основные инструменты.....	5
1.1. История развития рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны.....	5
1.2. Инструменты рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны.....	10
2. Определяющие доходность факторы и формирование рыночной стоимости государственных ценных бумаг стран еврозоны.....	22
2.1. Факторы, определяющие доходность государственных ценных бумаг стран еврозоны.....	22
2.2. Формирование рыночной стоимости государственных ценных бумаг стран еврозоны.....	28
3. Проблемы и направления развития рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны.....	34
3.1. Проблемы развития рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны.....	34
3.2. Направления развития рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны.....	43
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	53
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ.....	56
ПРИЛОЖЕНИЕ 1.....	60
Динамика доходностей по государственным облигациям и основных макроэкономических показателей на примере Испании и Португалии.....	60

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Рынок государственных ценных бумаг стран еврозоны является одним из крупнейших рынков суверенных ценных бумаг в мире. Высокая доля государственных ценных бумаг в общей структуре государственного долга европейских стран и сильная волатильность доходностей в период замедления долгового кризиса в регионе оказывают влияние на восприятие мировым финансовым рынком экономической ситуации в странах еврозоны и привлекательность государственных ценных бумаг. Объективная оценка тенденций изменения доходностей важна, поскольку Российская Федерация и российские предприятия также являются инвесторами в государственные ценные бумаги стран ЕС.

Практическая значимость состоит в том, что определение проблем, заложенных в структуре еврозоны, и перспектив их решения, необходимы для дальнейшей исследовательской работы по оценке состояния рынка государственных ценных бумаг еврозоны и перспективности вложений в них.

В качестве цели исследования ставится:

- выявление проблем и определение перспектив развития рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны

Для достижения поставленной цели в работе решаются следующие задачи:

- рассмотреть развитие рынка с начала европейской интеграции по 2016 год
- детерминировать основные финансовые инструменты рынка и определить степень его интегрированности на европейском пространстве

- выделить сущность факторов, которые оказывают влияние на доходности государственных ценных бумаг в еврозоне

- отразить специфику формирования рыночной стоимости государственных ценных бумаг стран еврозоны на основе сочетания влияющих на нее факторов

- сформулировать структурные проблемы, которые препятствуют позитивной динамике рынка государственных бумаг стран еврозоны

- определить возможные пути решения структурных проблем и направления развития рынка в краткосрочном и долгосрочном периоде

Основная часть работы состоит из трех глав. Первая глава, состоящая из двух параграфов, посвящена анализу истории рынка с выделением основных этапов его

развития, и подробному рассмотрению основных финансовых инструментов государственных ценных бумаг на примере Германии, Франции, Италии и Греции. Во второй главе в двух параграфах внимание уделено выявлению факторов, оказывающих влияние на определение доходностей, а также макроэкономическим и иным аспектам формирования рыночной стоимости облигаций. В последнем параграфе второй главы в качестве теоретической основы применена теория оптимальных валютных зон Р. Манделла. В третьей главе в первом параграфе отражена проблематика состояния рынка государственных ценных бумаг еврозоны в 2016 году, при этом отдельное внимание уделено структурным проблемам еврозоны. Во втором параграфе третьей главы на основе рассмотрения возможностей решения проблем определены перспективы развития рынка в краткосрочном и долгосрочном периоде. В Приложении 1 представлена статистика, демонстрирующая макроэкономические показатели стран и доходности их государственных облигаций.

В качестве методологической основы работы применялись разнообразные способы обработки информации. В частности, наряду с систематизацией и классификацией данных, использовался метод сравнения видов государственных ценных бумаг между собой.

При написании работы использовались как российские, так и иностранные источники, в том числе периодические иностранные издания. Основными источниками явились труды F. Fabozzi *The handbook of European fixed income securities* и M. Bertocchi *Euro Bonds: Markets, Infrastructure and Trends*, а также научные публикации на сайте ЕЦБ, статистика Eurostat и сайты европейских долговых агентств.

1. История развития рынка и его основные инструменты

1.1. История развития рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны

Вплоть до начала внедрения Экономического и валютного союза Европейского союза в 1990 году в странах континентальной Европы не существовало ликвидного рынка государственных облигаций. Облигационное финансирование в целом не было популярно в странах Европы до введения евро, компании предпочитали брать кредиты в банках, которые предлагали наиболее выгодные условия и широкий ассортимент банковских инструментов. Введение единой валюты дало толчок развитию рынка облигаций в Европе: рост интернационализации европейских финансовых рынков увеличил ликвидность рынка ценных бумаг с фиксированным доходом, вследствие чего выросла инвесторская база, многие частные и юридические лица обратились к рынку капитала. Это оказало влияние на увеличение выпуска корпоративных облигаций. Так, если в 2000 году объем корпоративных облигаций инвестиционного уровня, номинированных в евро, в обращении составлял 400 млрд евро, то в 2014 году – уже 1100 млрд евро¹. Немаловажно, что изменилась и структура общего облигационного долга, номинированного в евро: в 2000 году на корпоративные облигации приходилось 9,5% общего долга, а в 2014 году – 23%².

Таким образом, до 1990 года на европейском рынке ценных бумаг с фиксированным доходом обращались, в основном, государственные и полуправительственные облигации, а также облигации, выпущенные финансовыми институтами. Развитию рынка государственных облигаций мешало не только отсутствие конкурентов среди частного сектора, но и высокая фрагментация европейского рынка: номинированные в разных европейских валютах государственные облигации содержали в себе высокий валютный риск. Валютный риск мешал возникновению широкого и глубокого рынка государственных облигаций в континентальной Европе. До введения евро рынок не мог даже потенциально конкурировать с рынком государственных облигаций США, US Treasuries на котором исторически считались наиболее ликвидными безрисковыми активами.

¹Shifting sands: how a banking retrenchment is reshaping Europe's corporate bond market[Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : P I C T E T , 2 0 1 4 . - Режим доступа : http://www.pictetfunds.fr/files/Focus_du_mois/Contributions/Pictet_European-Corporate-Bonds_In-Depth_Shifting-Sands_201404.pdf, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ. – С. 5

² Debt securities [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : ECB, 2015. - Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/securities/debt/html/index.en.html>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

Можно выделить три этапа развития рынка государственных облигаций еврозоны, начиная с 1990 года. *Первый этап (до 1999 года)* подразумевал выполнение государствами основных требований Маастрихтского договора. Данные требования включали в себя стабильность цен (низкая инфляция), устойчивость государственных финансов (бюджетный дефицит не более 3% ВВП, государственный долг не более 60% ВВП, за счет ограничений государственных заимствований), стабильность обменного курса и низкий уровень процентных ставок по долгосрочным облигациям. Последний пункт означал, что процент по 10-летним облигациям государства, вступающего в еврозону, не должен превышать более чем на 2 процентных пункта средний уровень ставки процента в трех государствах-членах с наилучшими показателями по инфляции. Как следствие, государства стремились достигнуть показателя процента по долгосрочным облигациям страны «эталона» Германии.

Основными изменениями на первом этапе развития рынка стали значительное уменьшение предложения государственных облигаций в европейских странах и рост конкуренции среди Европейских долговых агентств. Основным драйвером значительного снижения предложения государственных облигаций явились реформы, направленные на фискальную консолидацию в странах Европы. Хотя Азиатский финансовый кризис замедлил действие этого драйвера, к 1999 году ряду стран региона Средиземного моря удалось значительно снизить показатели бюджетного дефицита. Достижение низкого или нулевого бюджетного дефицита уменьшило потребность стран в привлечении средств, поэтому некоторые из этих стран выкупили часть государственных облигаций, предоставив, таким образом, свободную ликвидность рынку страны. Однако этот тренд был прерван кризисом доткомов, последствия которого ощутили также страны Европы. До 2000 года многие государства участвовали в продаже лицензий на технологии сотовой связи UMTS, что приносило дополнительные доходы в бюджет. За счет этих средств государства выкупали государственные облигации. Начавшийся кризис заставил страны вновь увеличить выпуск государственных облигаций, и улучшившиеся ранее показатели бюджетного дефицита вернулись к предыдущим значениям.

Увеличение конкуренции между Европейскими долговыми агентствами (которыми являлись государственные учреждения, занимавшиеся размещением государственных облигаций на первичном рынке) в первую очередь было следствием увеличения инвесторской базы. Если до создания Экономического и валютного союза ЕС эмитенты государственных облигаций (т.е. государства) находились в положении квазимонополии на национальном рынке, то введение единой валюты поставило страны в необходимость

конкурировать за одних и тех же инвесторов. Поскольку государства сглаживали различия в экономическом положении, как того требовал Маастрихтский договор, также сглаживалась и разница в кредитных рисках стран, а, как следствие, государственные облигации имели доходности примерно одинакового уровня. Усилившаяся конкуренция побудила долговые агентства провести реформы, направленные на увеличение прозрачности деятельности агентства, предсказуемости операций и устойчивых отношений с другими участниками рынка.

Создание ЭВС ЕС также способствовало стандартизации рынка облигаций: чтобы сделать рынок более привлекательным для инвесторов, национальные долговые агентства проводили мероприятия по координации, которые включали в себя стандартизацию основных характеристик финансовых инструментов, процедур по размещению новых выпусков, переход на единую систему учета накопленного купонного дохода (Actual/Actual). Эти процедуры привели к увеличению спроса на государственные облигации со стороны иностранных резидентов. Например, если в 1998 году только 23% испанских государственных облигаций bonos размещалось среди нерезидентов Испании, то в конце 2002 года соотношение составило уже 45%³.

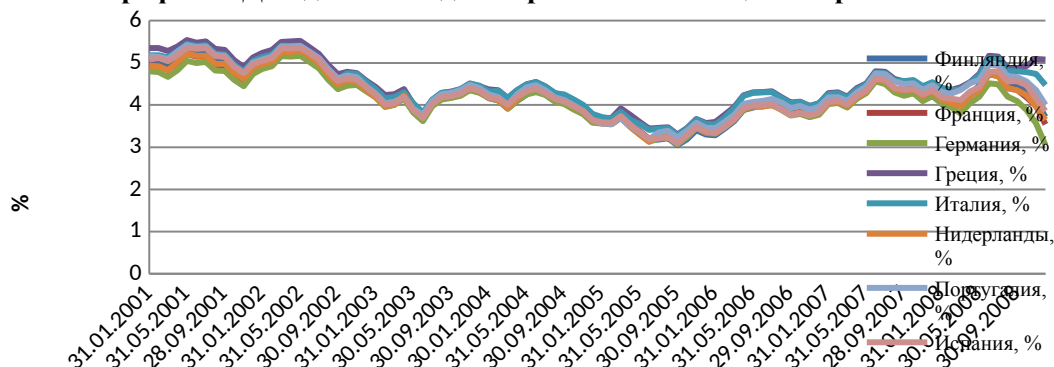
Наконец, Европейские долговые агентства обратили внимание на необходимость развивать связи с общественностью, чему также способствовало развитие информационных технологий. С тех пор национальные финансовые учреждения периодически публикуют в Интернете планы новых эмиссий, которые содержат информацию об объемах, сроках погашения, целевых доходностях и т.д.

Второй этап (1999-2008) ознаменовал первые годы существования еврозоны после того, как показатели экономик большинства государств-участников достигли необходимых требований Маастрихтского договора. В этот период доходности долгосрочных государственных облигаций стран-участников оставались практически на одинаковом уровне, что отражено на графике 1⁴.

³Fabozzi, F. The handbook of European fixed income securities /F. J. Fabozzi, M. Choudhry // Wiley. – 2004. – P. 150.

⁴Доходности по долгосрочным облигациям стран ЕС [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Cbonds, 2015. - Режим доступа: http://cbonds.ru/indexes/indexdetail/?group_id=269, платный. - Загл. с экрана - Яз. рус.

График 1. Доходности по долгосрочным облигациям стран ЕС



Вплоть до банкротства Lehman Brothers в 2008 году спред (разница между доходностью облигаций двух стран) долгосрочных 10-летних государственных облигаций стран еврозоны над немецкой Bund не превышал 70 базисных пунктов, причем в среднем спред составлял всего 15 базисных пунктов⁵. Впрочем, уже в тот момент стало очевидно, что данные доходности не отражают объективную ситуацию в странах еврозоны: хотя государствам-участникам удавалось выполнять требования по уровню инфляции, критерии устойчивости финансов в некоторых странах значительно превышали норму. Так, в 2008 году при максимальном допустимом соотношении государственного долга к ВВП в 60% Греция имела 112,9%, Италия – 106,1%⁶.

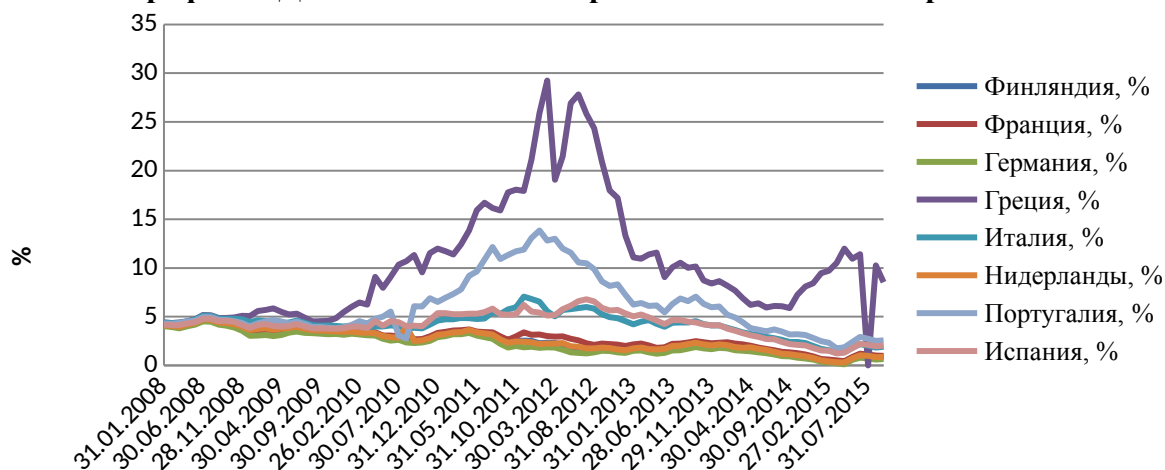
Третий этап (осень 2008 – по настоящее время), начавшийся с мирового финансового кризиса, отразил структурные проблемы еврозоны, которые показали и доходности по долгосрочным государственным облигациям. Кризис заставил переоценить кредитные риски стран Европы; проявившиеся проблемы платежного баланса спровоцировали понижение кредитных рейтингов ряда стран. Это, в свою очередь, стало причиной роста разницы между доходностями стран еврозоны, которая продолжила увеличиваться с развитием долгового кризиса ЕС, что отражено на графике 2⁷.

⁵Bertocchi, M. Euro Bonds: Markets, Infrastructure and Trends / M. Bertocchi [и др.] // World Scientific. – 2012. – P. 66.

⁶Там же

⁷Доходности по долгосрочным облигациям стран ЕС [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Cbonds, 2015. - Режим доступа: http://cbonds.ru/indexes/indexdetail/?group_id=269, платный. - Загл. с экрана - Яз. рус.

График 2. Доходности по долгосрочным облигациям стран ЕС



Наибольший рост доходностей показали страны, в которых долговой кризис обострился наиболее сильно – Греция, Ирландия, Португалия. Европейский центральный банк порекомендовал национальным финансовым учреждениям стран-участников обратиться к политике «воздействия убеждением». В основе данной политики лежало наставление банкам государств-членов еврозоны приобретать наибольшую часть национальных государственных облигаций, чтобы таким образом увеличивать низкий спрос на национальном рынке и снижать долю государственных облигаций за пределами стран-эмитентов. Данная политика наряду с политикой жесткой экономии привела к рецессии кризиса и вновь снизила доходности стран еврозоны, значительно уменьшив их спреды доходности по отношению к немецкой Bund. Единственной страной, динамика доходности долгосрочных государственных облигаций которой в 2016 году не повторяет тренд доходности других стран еврозоны, остается Греция, государство с наиболее глубоким долговым и политическим кризисом.

1.2. Инструменты рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны

Введение единой валюты и увеличение рынка корпоративных облигаций в Европе способствовало развитию конкурентной среды на рынке облигаций, расширению спектра предлагаемых рынком финансовых инструментов. Кроме того, увеличилась конкурентоспособность европейских государственных облигаций на международном рынке: институциональные инвесторы и центральные банки стали рассматривать государственные облигации ряда стран еврозоны в качестве базисных инвестиционных продуктов наряду с US Treasuries. Сегодня государственные облигации стран еврозоны активно торгуются на крупнейших европейских биржах, международных электронных торговых площадках и внебиржевом рынке (ОТС).

В 2015 году рынок стран еврозоны занимает третье место в мире по объему государственных облигаций в обращении (8,2 трлн. долл. США), незначительно уступая Японии (8,4 трлн. долл. США), и в большей степени США (15,6 трлн. долл. США)⁸. Доля трех рынков в общем объеме государственных облигаций в обращении в мире составляет 84,7%, из чего можно сделать предположение о значимости этих рынков и их немалом влиянии на мировые финансовые рынки. Российская Федерация также вкладывает средства Фонда национального благосостояния РФ и Резервного Фонда РФ в покупку государственных ценных бумаг европейских стран. Часть денежных средств фондов разрешено вкладывать только в иностранные государственные ценные бумаги. Хотя фонды не представляют подробных отчетов об осуществленных операциях, на основе высказываний политических деятелей (пример: глава Министерства финансов РФ Силуанов в 2014 году заявил, что Россия будет хранить резервы в ценных бумагах стран БРИКС, а не ЕС и США⁹) можно сделать предположение, что определенные средства фондов все-таки вложены в государственные ценные бумаги еврозоны.

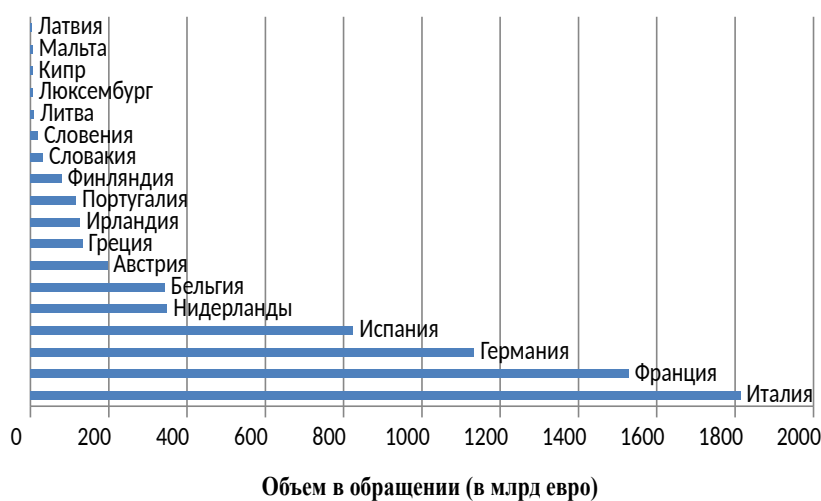
В абсолютных числах за период с 2001 г. по 2015 г. объемы государственных облигаций в обращении стран еврозоны выросли в 2,5 раза. Однако распределение облигационного государственного долга, номинированного в евро, между странами не так значительно менялось с течением времени. В 2015 году наибольшие объемы в обращении

⁸Summary of debt securities outstanding [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bank for International Settlements, 2015. - Режим доступа: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/c1>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

⁹Силуанов: Россия будет хранить резервы не в облигациях ЕС и США, а в бумагах БРИКС [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Московский комсомолец, 2014. - Режим доступа: <http://www.mk.ru/economics/2014/09/23/siluanov-rossiya-budet-khranit-rezervy-ne-v-obligaciyakh-es-i-ssha-a-v-bumagakh-briks.html>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. рус.

были у Италии (27% в общем объеме), Франции (23%), Германии (17%) и Испании (12%), что показывает график 3¹⁰:

График 3. Объем государственных облигаций, номинированных в евро, в обращении в 2015 году



В 2001 году лидерами по объемам в обращении были те же 4 страны, но в другом соотношении: Италия – 31%, Германия – 20%, Франция – 18%, Испания – 8%¹¹.

Впрочем, объем в обращении не является объективным показателем, характеризующим доходность финансового инструмента. До создания ЭВС ЕС спреда доходностей по государственным облигациям европейских стран характеризовались, в основном, четырьмя факторами: ожиданиями изменений валютных курсов, различиями в налоговом регулировании между странами, кредитным риском и риском ликвидности. Введение евро ликвидировало валютный риск, а прогресс гармонизации налогового законодательства стран-участников значительно снизил влияние этого фактора на доходности. Поэтому разница в доходностях государственных облигаций стран еврозоны характеризуется, в первую очередь, кредитным риском и риском ликвидности. Для оценки кредитного риска, в основном, рассматривают соотношение государственного долга и ВВП (Debt-to-GDP), а также кредитный рейтинг страны. Однако показатель Debt-to-GDP не объясняет в полной мере сложившуюся ситуацию на рынке: например, Австрия и Нидерланды имеют более низкий, чем Германия, показатель Debt-to-GDP, но более высокий уровень доходности. Данная ситуация объясняется влиянием риска ликвидности. Немецкий финансовый рынок значительно превышает по размеру рынка Австрии и Нидерландов, вследствие чего имеет большие возможности по реализации финансовых инструментов на вторичном рынке. Немецкие государственные облигации имеют высокий

¹⁰ Summary of debt securities outstanding [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bank for International Settlements, 2015. - Режим доступа: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/c1>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

¹¹ Там же

спрос со стороны тех инвесторов, которые хотят вложить средства в высококачественные ликвидные активы в период повышенной неопределенности и напряженности на рынке. В результате влияния совокупности факторов риска немецкие государственные облигации имеют наименьшую доходность в еврозоне.

На немецком рынке государственных облигаций представлены четыре финансовых инструмента: *Bubill* (срок погашения меньше года), *Schaetz* (срок погашения 2 года), *Bobl* (срок погашения 5 лет) и *Bund* (срок погашения от 10 до 30 лет). Облигации выпускает немецкое долговое агентство Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur.

Bubills являются краткосрочными ценными бумагами денежного рынка, которые выпускаются в форме дисконтных облигаций номиналом 1 евроцент. В конце 2014 года доля Bubills в общем объеме в обращении государственных облигаций Германии составляла 1,8%, хотя в общем объеме, планируемом для эмиссии в 2015 году (20 млрд евро) – 16,3%¹². Bubills выпускаются в двух вариантах: со сроком погашения 6 и 12 месяцев, и большая часть государственных облигаций размещается на первичном рынке. С 2005 года наблюдалась тенденция снижения доли ежегодного выпуска Bubills немецким долговым агентством в общем объеме эмиссии государственных облигаций, которая была прервана кризисом 2008 года. В 2009 году доля Bubills увеличилась с 35% до 54%, причем были введены два новых инструмента: Bubills со сроками погашения 3 и 9 месяцев¹³. Кризис побудил европейские страны увеличить краткосрочный долг, часто в форме ценных бумаг денежного рынка, с целью получения быстрой ликвидности по более низким процентным ставкам. Помимо Германии, тенденция увеличения выпуска краткосрочных ценных бумаг в период кризиса в 2009 году наблюдалась также в Бельгии, Нидерландах, Ирландии и Словакии¹⁴. С переходом кризиса в стадию оживления Германия стала сокращать выпуск краткосрочных ценных бумаг. Так в 2012 году страна перестала выпускать 3- и 9-месячные Bubills, заменяя их бумагами с более длительным сроком погашения, таким образом, снизив долю Bubills в 2015 году до 18%.

Schaetze – государственные облигации Германии со сроком погашения 2 года. Эти бумаги обладают самым низким сроком погашения среди остальных государственных облигаций Германии, обращающихся на рынке капитала (т.е. рынке, на котором

12^ТTreasury discount paper ("Bubills") [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH, 2015. - Режим доступа: <http://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/treasury-discount-paper/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

13^ТPrimary market [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH, 2015. - Режим доступа: <http://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/primary-market/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

14^ТGovernment debt issuance in the Euro area: the impact of the financial crisis [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : IMF, 2010. - Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1121.pdf>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ. – С. 10

обращаются средне- и долгосрочные финансовые инструменты). Schaetze имеют номинал 1 евроцент и фиксированную ставку купона. Купон по данным бумагам традиционно низкий: в 2013 году он составлял 1,13-1,75%, хотя еще в 2012 году Германия впервые выпустила Schaetze с нулевым купоном. В 2015 году в обращении находилось 4 выпуска с нулевым купоном, и два с купоном 0,25%¹⁵. При условии, что бумаги обращаются на рынке по цене ниже номинала, они показывают отрицательную доходность. Однако отсутствие положительной доходности не повлияло на спрос на данные бумаги: неуверенность в финансовом состоянии некоторых стран еврозоны побудила инвесторов обратиться к облигациям наиболее стабильных европейских стран, главной из которых стала Германия. В 2014 году доля Schaetze в общем объеме в обращении государственных ценных бумаг Германии составила 9,4%, а объем выпуска в 2015 году (54 млрд евро) – 28,4%¹⁶. В отличие от Bubills, доля Schaetze в ежегодном объеме эмиссии более стабильна и колеблется в пределах 23%-30% с тенденцией к росту с 2010 по 2015 год. Кроме того Schaetze являются самыми ликвидными государственными облигациями Германии на вторичном рынке.

Bobls представляют собой государственные облигации с номиналом 1 евроцент, фиксированным купоном и сроком погашения 5 лет, которые предлагают инвесторам среднюю доходность (по сравнению с другими государственными облигациями Германии). В обращении в конце 2014 года Bobls занимали 20,9% рынка государственных облигаций Германии, а в общем объеме эмиссии в 2015 году (39 млрд евро) – 28,4%¹⁷. При этом наблюдается тенденция уменьшения купона: если облигации, эмитированные в 2011 году с погашением в 2016 году имеют купон 2%, то облигации, выпущенные в 2015 году – 0%-0,25%¹⁸. Доля Bobls в общем объеме ежегодного выпуска также стабильна и находится в пределах 17-24%.

Главным источником финансирования Федерального правительства Германии являются Bunds – долгосрочные облигации номиналом 1 евроцент с фиксированным купоном. Bunds выпускаются в двух вариантах: со сроком погашения 10 и 30 лет. В общем объеме в обращении Bunds занимали 61,1% в конце 2014 года, а в объеме эмиссии в 2015

¹⁵ Federal Treasury notes ("Schaetze") [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH, 2015. - Режим доступа: <http://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/federal-treasury-notes/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

¹⁶ Там же.

¹⁷ Federal notes ("Bobls") [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH, 2015. - Режим доступа: <http://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/federal-notes/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

¹⁸ Там же

году (56 млрд евро) – 27,9% (причем 24,7% приходится на 10-летние Bunds)¹⁹. Доля Bunds в ежегодном объеме эмиссии с 2005 года приблизительно одинакова и колеблется в пределах 25-30%. Bunds активно обращаются на вторичном рынке: в 2015 году в обращении на вторичном рынке находится примерно 40 Bunds, что составляет около половины всех государственных ценных бумаг Германии на вторичном рынке²⁰. Bunds также отражают тенденцию снижения ставки купона. Поскольку Bunds являются долгосрочными ценными бумагами, они показывают наибольшую разницу по купону: он колеблется в пределах 0,5%-6,5%. Наибольший купон имеют бумаги, эмитированные еще в 1993-2000 году. Немецкое долговое агентство также предлагает дополнительные возможности для инвестиций в Bunds: в 1997 году введена программа STRIPS. Данный инструмент появился еще в 1985 году в США и с тех пор применяется при торговле US Treasuries, а с 1997 года и Bunds. STRIPS - разновидность раздельной торговли основной суммой облигации и купонами, т.е. облигация превращается в дисконтную с единственной выплатой дохода в дату погашения и торгуется отдельно от купона. Данная возможность предоставляется только финансовым институтам, в которых облигации находятся на хранении, причем минимальный объем операции составляет 50 тысяч евро.

Немецкие государственные облигации размещаются на первичном рынке аукционами. Участниками размещения (первичными дилерами) являются кредитные институты, которые состоят в специально созданной организации Bund Issues Auction Group. Организация выставляет требования, которым должны соответствовать кредитные институты для вступления в организацию, а также ряд условий, которые должны безоговорочно выполняться участниками. Например, каждый участник организации должен подписаться минимум на 0,05% от общего объема ежегодного выпуска, взвешенного на срок погашения. В случае невыполнения данного условия участник исключается из организации в следующем году. В 2015 году в Bund Issue Auction Group состоят 37 банковских институтов, при этом крупнейшие квоты по размещению имеют Commerzbank, Crédit Agricole и UniCredit.

Кредитные институты на добровольной основе предоставляют немецкому долговому агентству информацию об обращении облигаций на вторичном рынке, касающуюся основных инвесторов на рынке и регионов размещения, а агентство публикует ее в свободном доступе. Так, в первой половине 2015 года 31% в общем объеме торговли немецкими государственными облигациями приходилось на брокеров, 24% - на

¹⁹ Federal bonds ("Bunds") [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH, 2015. - Режим доступа: <http://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/federal-bonds/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

²⁰ Там же

банки, 23% - на менеджеров по управлению активами, 14% - на центральные банки²¹. По сравнению с показателями первой половины 2014 года, в 2015 году среди основных инвесторов в государственные облигации Германии сравнительно увеличилось количество менеджеров по управлению активами и центральных банков, однако уменьшилось количество коммерческих банков и брокеров. Что касается регионов размещения, в 2015 году 59% немецких государственных облигаций обращается среди стран Европы, которые не входят в еврозону, 23% - среди стран еврозоны, 10% - в Америке, 8% - в Азии²². По сравнению с первой половиной 2014 года, немного уменьшилась доля стран Европы, не входящих в еврозону, но возросла доля торговли, приходящаяся на страны еврозоны и Америку.

В 2006 году немецкое долговое агентство начало эмитировать облигации, привязанные к инфляции. Выпускаются либо 5-летние *Vobls*, либо 10-, 30-летние *Bund*. Отличие от остальных финансовых инструментов состоит в том, что фиксированная купонная ставка корректируется в зависимости от уровня инфляции в стране. Данный вид финансовых инструментов наиболее распространен в Великобритании и США, где объемы размещения инфляционных государственных облигаций достигают 19% и 8% соответственно²³. В Германии в 2015 году на них приходится 6,8%, причем с 2011 года их доля в общем объеме выпуска неуклонно растет²⁴. В отличие от других немецких государственных ценных бумаг, инфляционные облигации выпускаются вне расписания, ежегодно публикуемого на сайте агентства. Размещение выпусков обычно осуществляется 1-2 раза в месяц в небольших объемах (3-5 млрд евро) несколькими траншами, до тех пор, пока не будет размещен весь выпуск, общий объем которого составляет 10-15 млрд евро.

Другим значимым рынком государственных облигаций в еврозоне является рынок Франции, высокоразвитой страны с диверсифицированной экономикой и стабильными экономическими показателями. Рынок государственных облигаций Франции начал формироваться в 1985 году, когда был проведен ряд реформ, направленных на повышение ликвидности, безопасности и привлекательности финансовых инструментов. Уже тогда на рынок были выведены три вида стандартизированных финансовых инструмента: *Bons du*

21[□]Secondary market structures [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH, 2015. - Режим доступа: <http://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/secondary-market/structures/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

22[□]Там же

23[□]Облигации, привязанные к инфляции: новый класс от минфина [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Газпромбанк, 2015. - Режим доступа: http://www.gazprombank.ru/upload/iblock/6d9/GPB_Inflation-linked%20bond_100715.pdf, свободный. - Загл. с экрана - Яз. рус. - С. 1

24[□]Inflation-linked securities [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH, 2015. - Режим доступа: <http://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/inflation-linked-securities/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTFs) (срок погашения до года), *Bons du Trésor à intérêts annuels (BTANs)* (срок погашения 2-5 лет) и *Obligations assimilables du Trésor (OATs)* (срок погашения 6-50 лет). В 2013 году BTANs перестали выпускать, а облигации с аналогичным сроком погашения (2-5 лет) стали эмитироваться в форме OATs. Облигации выпускает французское долговое агентство Agence France Trésor.

BTFs являются краткосрочными ценными бумагами денежного рынка, которые выпускаются для покрытия краткосрочных колебаний денежной позиции правительства, возникающей, в основном, из-за различий в потоках доходов и расходов, а также для амортизации долга. Аналогично Vubills BTFs - дисконтные облигации, а их номинал равен 1 евро, срок погашения - 3, 6 или 12 месяцев. BTF размещаются раз в неделю в форме аукциона, согласно публикуемому раз в квартал расписанию. Французское долговое агентство оставляет за собой право выпускать BTFs со сроком погашения 4-8 недель вне расписания, в случае требований денежного рынка. Примечательно, что объем BTFs в обращении (около 160 млрд евро) превышает объем Vubills (около 20 млрд евро) в 8 раз²⁵.

Основными инструментами французского государственного долгового рынка являются OATs. Это средне- и долгосрочные облигации со сроком погашения от 2 до 50 лет. OATs имеют номинал 1 евро, и, в основном, фиксированный купон. Однако Франция активнее Германии выпускает OATs с привязкой к инфляции. В качестве влияющего фактора инфляции выбирается либо индекс потребительских цен Франции, либо гармонизированный индекс потребительских цен Евросоюза (HICP). Купон рассчитывается как сумма показателя индекса в указанный момент плюс фиксированная ставка (варьируется от 0,1% до 3,15% для ранних выпусков). Кроме того, периодически французское долговое агентство эмитирует облигации с плавающей процентной ставкой. Базовой ставкой в данном случае выступает разработанный в 1996 году индекс TES 10. В основе его расчета лежит интерполяция доходности к погашению наиболее ликвидных 10-летних OATs на базе данных с торгов на вторичном рынке. Индекс был создан в период роста конкуренции между европейскими долговыми агентствами, и основная цель его введения состояла в привлечении иностранных инвесторов за счет предложения более простого и объективного долгосрочного базового показателя. Тем не менее, после создания еврозоны облигации с привязкой к данному индексу эмитировались редко, вероятно из-за требований ЕЦБ по унификации эмиссии государственных ценных бумаг. Последний выпуск датирован 2009 годом и уже погашен, однако индекс по-прежнему

²⁵ Treasury bills (BTFs) outstanding [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Agence France Trésor, 2015. - Режим доступа: http://aft.gouv.fr/articles/treasury-bills-btf-outstanding_913.html, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

ежемесячно рассчитывается и публикуется на сайте агентства. Франция также использует программу STRIPS для OATs, у 4% OATs отдельно торгуются номинал и купоны²⁶.

Французское долговое агентство, аналогично немецкому, размещает облигации аукционами. Первичное размещение осуществляют дилеры, список которых агентство обновляет каждые три года. Французское агентство также публикует информацию об основных держателях облигаций. В первой четверти 2015 года 64,4% OATs держали нерезиденты Франции, 19,3% - французские страховые компании, 9,9% - французские кредитные институты²⁷. Примечательно, что объем средне- и долгосрочных облигаций в обращении во Франции превышает объем аналогичных бумаг в Германии в 1,42 раза²⁸.

Повышенное внимание аналитики оказывают государственным облигациям Италии, страны с крупнейшим после Греции соотношением Debt-to-GDP (132,3% в 2014 году). Внимание обосновано общим состоянием экономики страны: с 1980 года показатель Debt-to-GDP превышает 100% и неуклонно растет, а структурные проблемы экономики (разница в развитии севера и юга страны, высокая доля малого бизнеса в общей структуре экономики) и политические проблемы (неэффективность правительства, высокий уровень коррупции) замедляют рост ВВП. В 2014 году около 84% государственного долга Италии содержалось именно в форме государственных облигаций²⁹.

Итальянское долговое агентство (государственное казначейство Dipartimento del Tesoro) выпускает шесть стандартизированных финансовых инструментов: *Buono Ordinario del Tesoro (BOTs)* (срок погашения до года), *Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZs)* (срок погашения 24 месяца), *Certificati di Credito del Tesoro (CCTs/CCTeus)* (срок погашения 5-7 лет), *Buoni Poliennali del Tesoro (BTPs)* (срок погашения 3-30 лет), *Buoni Poliennali del Tesoro inflation-linked (BTPs €is)* (срок погашения 5-30 лет) и *Buoni Poliennali del Tesoro Italia (BTP Italia)* (срок погашения 4-8 лет).

BOTs являются инструментами денежного рынка Италии, аналогично Bubbles и BTFs выпускаются в форме дисконтных облигаций. Номинал облигации равен 1000 евро, срок погашения стандартизирован и равен 3, 6 или 12 месяцам. Казначейство оставляет за

²⁶Total medium and long-term debt [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Agence France Tresor, 2015. - Режим доступа: http://aft.gouv.fr/articles/total-medium-and-long-term-debt-outstanding_911.html, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

²⁷OAT ownership by type of holder in first quarter 2015 [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Agence France Tresor, 2015. - Режим доступа: http://www.aft.gouv.fr/articles/oat-ownership-by-type-of-holder_961.html, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

²⁸Total medium and long-term debt outstanding [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Agence France Tresor, 2015. - Режим доступа: http://aft.gouv.fr/articles/total-medium-and-long-term-debt-outstanding_911.html, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

²⁹Structure of government debt [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Eurostat, 2015. - Режим доступа: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure_of_government_debt, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

собой право выпускать «гибкие BOTs» с любым другим сроком погашения менее 1 года, в зависимости от требований денежного рынка. Облигации размещаются на аукционах, соответствии с расписанием, публикуемым в начале каждого года.

CTZs являются дисконтными облигациями со сроком погашения 24 месяца, т.е. имеют наименьший срок погашения среди облигаций рынка капитала. Это отражает значительное отличие от финансовых инструментов Германии и Франции, долговые агентства которых выпускают дисконтные облигации только для потребностей денежного рынка. Впрочем, данный финансовый инструмент не используется активно: в 2015 году в обращении находятся только 5 выпусков, суммарным объемом 62 млрд евро³⁰, что вероятно также связано с требованиями ЕС к стандартизации государственных финансовых инструментов.

CSTs и CSTs-eu дословно переводятся как казначейские сертификаты, хотя, в отличие от казначейских сертификатов США, не являются краткосрочными инструментами денежного рынка, а предлагают средние доходность и срок погашения на рынке капитала. CSTs номиналом 1000 евро выпускаются со сроком погашения 7 лет и имеют плавающую ставку, базой которой является доходность 6-месячных BOTs (вероятно поэтому CSTs называются казначейскими сертификатами). CSTs-eu выпускаются со сроком погашения 5 лет также с плавающей ставкой, только ее базой является 6-месячная ставка EURIBOR.

Важнейшими финансовыми инструментами Италии являются BTPs – средне- и долгосрочные облигации с фиксированным купоном, выплачиваемым каждые полгода. Срок погашения составляет 3, 5, 7, 10, 15 и 30 лет, фиксированная ставка купона варьируется в пределах 0-9%, также действует программа STRIPS. Интерес представляют BTPs €is и BTP Italia, инструменты, привязанные к инфляции. BTPs €is являются облигациями с купоном, ставка которого зависит от значения HICP. Однако с 2012 года BTPs €is не эмитировались, а итальянское долговое агентство ввело новый инфляционный финансовый инструмент – BTP Italia, чей купон привязан к новому индексу FOI. FOI – индекс потребительских цен Италии, публикуемый итальянским статистическим агентством ISTAT. В разгар долгового финансового кризиса, который отразил проблемы в экономике Италии, данный индекс был введен для повышения привлекательности государственных ценных бумаг Италии. Примечательно, что BTP Italia размещаются не

³⁰CTZ Issuance Summary [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Dipartimento del Tesoro, 2015. - Режим доступа: http://www.dt.tesoro.it/en/debito_pubblico/dati_statistici/riepilogo_emissioni/dettaglio.html?resourceType=/modules/debito_pubblico/riepilogo_emissioni/elem_0005.html, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

аукционами (наиболее популярным способом размещения для суверенных бумаг), а прямым размещением на вторичном рынке через синдикат банков.

В отличие от Германии и Франции, Италия активно заимствует на внешнем рынке в иностранных валютах. Причем итальянское казначейство не ставит целью получение прибыли за счет разницы курсов валют, поэтому хеджирует все заимствования в отличных от евро валютах. Размещение осуществляется в соответствии с тремя программами: Global Bond Program, Medium Term Note Program, Commercial Paper Program. Global Bond Program – самый важный источник иностранного заимствования для Италии. Основная цель данной программы – привлечение финансирования на рынке США, для чего подписано соглашение с 12 ведущими международными инвестиционными банками, которые занимаются размещением ценных бумаг на рынке США и еврорынке. В рамках данной программы выпускались облигации и еврооблигации, номинированные в USD, JPY, AUD. Medium Term Note ставит целью привлечение средств на рынках Европы и Азии, потому выпуски в рамках программы номинированы в CHF, USD, EURO, GBP. До кризиса 2009 года Италия также занимала средства в NOK и CZK. Commercial Paper Program привлекает за рубежом средства для денежного рынка на срок менее 1 года.

Итальянское агентство также публикует рейтинг первичных дилеров, причем наибольшие квоты имеют два итальянских банка: старейший банк в мире Monte dei Paschi di Siena и UniCredit S.p.A., за которыми следуют JP Morgan, Citigroup и Barclays. Казначейство не публикует информацию о держателях государственных облигаций страны, однако на основе данных Eurostat можно сделать вывод, что большую часть государственного долга Италии держат резиденты страны, а именно 67% государственного долга, в то время как в Германии и Франции этот показатель составляет 42%³¹.

Рынки других государств-членов еврозоны имеют похожую структуру: государства выпускают как минимум два финансовых инструмента: краткосрочные бумаги денежного рынка и средне- и долгосрочные инструменты рынка капитала. Первичное размещение осуществляется на аукционах через первичных дилеров (исключение – Австрия, которая часто привлекает к размещению синдикат банков), расписание аукционов публикуется заранее на официальных сайтах долговых агентств. Краткосрочные бумаги денежного рынка выпускаются в форме дисконтных облигаций, другие инструменты чаще всего в форме облигаций с фиксированным купоном. В редких случаях государства выпускают

31 Structure of government debt [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Eurostat, 2015. - Режим доступа: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure_of_government_debt, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

бумаги с привязкой к инфляции, т.е. индексу НІСР (например, Испания). До кризиса 2009 года некоторые страны привлекали средства на рынке еврооблигаций. Так, у Австрии в 2016 году в обращении находятся еврооблигации, размещенные через синдикат банков, с плавающей ставкой, привязанной к EURIBOR или меняющимся купоном step-up. За исключением Италии и Австрии, государства редко прибегают к заимствованию в иностранных валютах, которыми в таком случае выступают доллар США, фунт стерлингов, японская йена и швейцарский франк.

Единственным государством, у которого отсутствует организованный рынок государственных облигаций, является Греция. Государство переживает сильнейший экономический кризис, показатель Debt-to-GDP в 2015 году достигал 178%³². Хотя Eurostat не раскрывает, какую долю государственного долга Греции держат нерезиденты страны, по некоторым данным, она достигает 85%³³. В процессе решения долгового кризиса Греции в 2012 году была осуществлена реструктуризация государственного долга, что подразумевало обмен государственных облигаций Греции с номинальным списанием 53% на краткосрочные облигации Европейского фонда финансовой стабильности и облигации нового выпуска с более низкими процентными ставками и сроком погашения. Европейский фонд финансовой стабильности также предложил держателям греческих облигаций обмен на новый финансовый инструмент – облигации, привязанные к ВВП. Процентная ставка по данным облигациям будет увеличена в случае, если рост ВВП Греции будет соответствовать определенным критериям. Таким образом, Греция была лишена возможности осуществлять собственную стратегию регулирования государственного долга и эмитировать государственные облигации, а в 2015 году она выпускает только краткосрочные бумаги денежного рынка, эмиссия которых, впрочем, тоже контролируется ЕЦБ. В 2014 году Греция все-таки эмитировала два выпуска с фиксированными ставками 3,375% и 4,75% на общую сумму 6,2 млрд евро³⁴, тем самым проверяя отношение инвесторов к возможному возвращению страны к активному выпуску долговых инструментов. Однако нестабильность политической системы в стране, необходимость погашать кредиты от EFSF и ESM, существующая вероятность выхода из

32³²Structure of government debt [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Eurostat, 2015. - Режим доступа: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure_of_government_debt, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

33³³Here Are The Owners Of European Sovereign Debt [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Business Insider, 2015. - Режим доступа: <http://www.businessinsider.com/ecb-government-debt-holders-2015-1>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

34³⁴Greece returns to bond markets, says end of bailout nears [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Reuters, 2015. - Режим доступа: <http://www.reuters.com/article/2014/04/10/greece-bonds-idUSL6N0N21X220140410#d6xZfTFydeB9kmWg.99>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

еврозоны и возвращение к драхме в 2015 году делают невозможным возврат страны к активной эмиссии государственных ценных бумаг в краткосрочном периоде.

2. Определяющие доходность факторы и формирование рыночной стоимости государственных ценных бумаг стран еврозоны

2.1. Факторы, определяющие доходность государственных ценных бумаг стран еврозоны

Основным отличием государственных облигаций от корпоративных, является статус эмитента, который определяет факторы, формирующие доходность государственных облигаций. В общем случае можно выделить шесть основных драйверов доходности государственных облигаций, хотя в литературе данный вопрос не имеет однозначного определения. Самым важным фактором признается инфляция и ее ожидания: ожидание высокой инфляции повышает доходность государственных облигаций, так как инвесторы ожидают отдачи от вложений в ценные бумаги. Вторым фактором является склонность населения к сбережениям: рост показателя увеличивает спрос на государственные облигации, а, следовательно, уменьшается их доходность. Третьим фактором выступает привлекательность данного финансового инструмента по сравнению с другими: если вложения в акции или частный капитал прогнозируют большую отдачу, инвесторы предпочтут данные инструменты, а доходность государственных облигаций вырастет. Четвертым фактором является вмешательство центральных банков в работу рынка: на регулярной основе центральные банки многих стран покупают облигации других государств, на нерегулярной основе – покупают собственные облигации (политика количественного смягчения), что, безусловно, оказывает влияние на доходности (в случае политики количественного смягчения снижает доходности). Пятым фактором признается доля государственного долга, который держат нерезиденты страны: в общем случае высокая доля заимствований за рубежом замедляет экономический рост страны, а поэтому растет доходность государственных облигаций. Кроме того, заимствования за рубежом в иностранной валюте несут в себе валютный риск. Шестым фактором является чистая инвестиционная позиция (разница между активами резидентов страны за рубежом и активами иностранцев на территории страны) и ее динамика, а также положительное сальдо текущих операций способствуют снижению доходности государственных ценных бумаг. Влияние этого показателя отражает, например, тот факт, что доходности Германии, Швейцарии и Японии ниже, чем у США, начиная с 1970 года³⁵. Зачастую также выделяется особый фактор – риск дефолта, влияние которого на финансовые рынки стало очевидно после дефолта в России, а

³⁵What drives government bond yields [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : SNBCHF, 2015. - Режим доступа: <http://snbchf.com/markets/bonds/government-bond-yields/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

особенно усилилось в период долгового кризиса еврозоны: если рынки предсказывают высокую вероятность дефолта страны, доходность облигаций растет.

В условиях валютного союза обостряется значение одних факторов, и нивелируются другие. В случае стран еврозоны фактор инфляции в современных условиях незначительно влияет на доходность государственных облигаций из-за ее стабильно низких значений. Также склонность населения к сбережениям оказывает небольшой эффект из-за того, что большая доля государственных облигаций стран обращается на иностранных рынках. Основными факторами, влияющими на доходность, в еврозоне являются страновой риск, деятельность ЕЦБ, ситуация на долговых рынках и финансовая премия за риск.

Страновой риск включает и долю государственного долга, которую держат нерезиденты, и риск дефолта. Однако в еврозоне следует отдельно рассматривать общий риск валютного союза и риск каждой страны. Общий риск валютного союза подразумевает влияние структуры еврозоны, монетарную политику ЕЦБ и неопределенность развития мировой экономики.

Неопределенность развития мировой экономики явилась причиной, по которой европейские монетарные и финансовые институты в начале 2000-х стремились объединить усилия по предотвращению системного кризиса. Впрочем, сильная волатильность доходностей по государственным ценным бумагам в еврозоне в 2009-2012 годах показала, что инвесторы не учли эту степень кооперации. С риском неопределенности нередко также связывают фактор *избегания риска*. В периоды экономической неопределенности инвесторы выбирают наименее рискованные активы, отказываясь от высоких доходностей. В еврозоне к таким активам относят немецкие облигации.

Влияние структуры еврозоны является, вероятно, ключевым фактором, оказывающим влияние на доходности. Тот факт, что денежно-кредитная политика осуществляется на уровне ЕЦБ, а бюджетно-налоговая - на национальном уровне, характеризует несогласованность действий национальных и наднациональных финансовых институтов. Как следствие, периферийные страны не имеют возможности самостоятельно регулировать последствия растущего из-за дешевых денег государственного долга, необоснованного роста заработных плат и пассивного сальдо текущего баланса, что способствует росту доходностей по государственным облигациям.

Монетарная политика ЕЦБ стала оказывать большое влияние на доходности стран с самого начала европейского долгового кризиса. Так, в 2012 году ЕЦБ скупал

государственных облигации стран на открытом рынке, возобновил проведение сделок по долларovým свопам, изменил требования по минимальным кредитным рейтингам стран для предоставления заемных средств. Это в незначительной степени способствовало улучшению положения греческих облигаций на рынке. В 2015 году ЕЦБ объявил о проведении политики количественного смягчения. Политика предполагает скупку ЕЦБ государственных ценных бумаг Европейских долговых агентств в период с 9 марта 2015 г. по март 2017 года. В обмен на государственные облигации ЕЦБ будет перечислять денежные средства в центральные банки стран еврозоны, которые за счет этих денег увеличат объемы выдаваемых кредитов, а полученные от них проценты будут передавать в национальные казначейства³⁶. Цель данной монетарной политики – стимулирование экономики за счет увеличения денежного предложения, при котором не оказывается влияние на процентную ставку (в общем случае стимулирующая политика приводит к снижению процентной ставки, но низкие процентные ставки в еврозоне не позволяют снижать их еще ниже). Программа должна способствовать увеличению инвестиций в периферийных странах и росту занятости, а, следовательно, сглаживанию различий в экономическом развитии между странами. В свою очередь, последствие мер должно уменьшить разрыв между доходностями по государственным облигациям стран еврозоны.

Значительным фактором, оказывающим влияние на доходности государственных облигаций, является риск отдельной страны. Несмотря на высокую степень интеграции, страны-участники валютного союза сохраняют государственный суверенитет и присущие ему возможности осуществления национальной экономической политики. Риск отдельных стран включает четыре фактора: политический риск, макроэкономический риск, кредитный риск и риск ликвидности.

Влияние *политического риска* на доходности лучше всего продемонстрировали Греция и Италия. Раскрытие информации об истинных объемах государственного долга Грецией в 2009 году способствовало началу парламентского кризиса, что подстегнуло рост доходности по государственным облигациям, которые достигли пика в 2012 году. Аналогично парламентский кризис в Италии в конце 2011 года, который привел к достижению максимума доходности итальянских ВТР, побудил отправить в отставку правительство Берлускони. Таким образом, неэффективное направление политики и нестабильность правительства расцениваются рынком как неумение вести стабильную

36[□]European Central Bank quantitative easing: the detailed manual [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bruegel, 2015. - Режим доступа : http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2015_02_110315.pdf, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ. – Р. 3

экономическую политику и ведут к резким колебаниям кредитного рейтинга страны и привлекательности государственных облигаций.

Большое значение имеет *макроэкономический риск*: динамика доходностей по государственным облигациям отражает тенденции макроэкономических индикаторов страны, в основном в те периоды, когда они показывают негативные тренды. В случае негативной динамики обычно ожидается дефицит государственного бюджета (высокое значение которого противоречит Маастрихтским критериям), для решения проблем которого требуется ужесточение фискальной политики. Однако в рамках союза страны не могут проводить экспансивную фискальную политику, по причине чего периферийные страны испытывали финансовые трудности в 2011-2012 годах.

Кредитный риск включает в себя риск дефолта, риск изменения спреда и риск понижения рейтинга. Риск дефолта (т.е. вероятность того, что эмитент не сможет исполнить обязательства перед держателями облигаций) стал учитываться при анализе в начале европейского долгового кризиса, когда страны стали проявлять затруднения при выполнении обязательств. Ранее большинство инвесторов воспринимали государственные бумаги еврозоны как безрисковые активы, поскольку государство-заемщик гарантировало обязательства всем принадлежащим государству имуществом, а погасить предыдущий выпуск всегда могло средствами, полученными от предыдущей эмиссии. Однако единая валюта сформировала условия в еврозоне, которые способствовали чрезмерному кредитованию ряда национальных экономик, что привело как к снижению суверенных кредитных рейтингов, так и осознанию рынком возможности дефолта. Особенно велико значение данного риска оказалось летом 2015 года, когда новое греческое правительство оказало сопротивление при принятии условий финансовой помощи «тройки», приостановило работу кредитных учреждений, чтобы предотвратить отток денежных средств в безопасные европейские банки, и все-таки допустило дефолт по кредиту МВФ. В период 27 июня по 9 июля 2015 года доходность по десятилетним облигациям Греции увеличилась с 11% до 19,3%³⁷. Риск изменения спреда подразумевает, что рыночная стоимость государственной облигации данной страны уменьшится больше, чем рыночная стоимость другой сравнимой страны. Этот риск проявил себя у периферийных стран, доходности по чьим облигациям выросли в наибольшей степени, чем у стран со стабильными макроэкономическими показателями. В некоторой степени данный риск продолжает оказывать влияние на страны, испытывавшие проблемы в 2010-2013 годах,

³⁷Greece 10-Year Bond Yield [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Investing, 2015. - Режим доступа: <http://www.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield-streaming-chart>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

поскольку инвесторы теперь учитывают вероятность повторения кризисной ситуации. Вероятность понижения кредитного рейтинга оценивается как возможность снижения суверенного рейтинга от трех ведущих рейтинговых агентств S&P, Fitch и Moody's. Впрочем, данный фактор в большей степени является следствием действия других факторов: агентства не понижают оценки без имеющихся на то причин. Напротив, период перед долговым кризисом характеризовался завышенными кредитными рейтингами стран, в то время как инвесторы уже начали избавляться от вызывающих опасение греческих облигаций. Во многом это связано с консервативностью деятельности агентств, которые обычно не понижают рейтинги без наличия фактов, подтверждающих ухудшение финансового положения эмитента. Хотя политические деятели ЕС напротив посчитали понижение рейтингов необоснованным и связанным с намерениями агентств получить личные выгоды за счет спекулятивных операций, активизировавшихся после снижения рейтингов. Деятельность рейтинговых агентств часто подвергается критике, тем не менее, последующие за снижением рейтингов события определили, что снижение было неизбежно в любом случае.

Риск ликвидности отражает большую разницу между национальными рынками облигаций в еврозоне. Ликвидность характеризуется объемами эмиссии, национальной эмиссионной политикой и существованием рынка фьючерсов достаточного размера, чтобы суметь обеспечить хеджирование инвесторам. Только в Германии есть стабильно действующий крупный рынок фьючерсов, который значительно увеличивает спрос на немецкие облигации.

Ситуация на долговых рынках и финансовая премия за риск отразила наличие в еврозоне *морального риска (риска недобросовестности)* (moral hazard в зарубежной литературе). В общем случае моральный риск – это вероятность того, что существование контракта приведет к изменению поведения одной из сторон контракта. В еврозоне это подразумевает, что наличие прецедента реструктуризации долга государства (в частности, Греции) уверит другие страны в том, что ЕС спишет странам проблемные долги и выдаст «бесплатные» кредиты в случае возникновения проблемной ситуации. В 2011-2012 годах этот риск повлиял на поведение инвесторов, которые избрали спекулятивные стратегии при осуществлении операций с государственными облигациями периферийных стран, не включая Грецию, т.е. Италии, Испании, Португалии, Ирландии. За счет спекулятивных операций росли доходности ценных бумаг этих стран, а инвесторы получали спекулятивные прибыли. Прочие риски, в особенности риск дефолта, нивелировались при оценке, поскольку пример реструктуризации долга Греции дал инвесторам право полагать,

что если долги этих стран вырастут до таких же объемов, то «тройка» (ЕЦБ, Европейская Комиссия, МВФ) обеспечит погашение облигаций в срок или реструктуризирует их долги. Регулирование морального риска в еврозоне зависит от деятельности европейских финансовых институтов и проводимой ими программы поддержки проблемных стран. Поскольку государства, имеющие проблемы с обслуживанием долга, не могут девальвировать национальную валюту, они вынуждены брать кредиты у ЕЦБ, который, в свою очередь, выставляет требования по ужесточению бюджетно-налоговой политики. Цель данных требований состоит в нормализации макроэкономических показателей страны, в особенности, Debt-to-GDP. Кроме того, это снижает степень морального риска, демонстрируя, что государствам все равно придется платить по долгам. Однако глубокий кризис в Греции повлек за введением мер жесткой экономии массовые волнения в стране и усиление парламентского кризиса. В результате референдума греческое население отказалось от принятия очередного пакета финансовой помощи, который содержал в себе новые требования по ужесточению бюджетно-налоговой политики, а дефолт по кредиту МВФ дал рынкам возможность полагать высокую вероятность выхода Греции из еврозоны. Таким образом, перед европейскими финансовыми институтами встала проблема выбора между моральным риском и сохранением еврозоны, т.е. недопущением выхода стран из нее. Поскольку еврозона в 2015 году является уже больше политическим, чем экономическим проектом, необходимость поддержки Греции определяется решением европейских политических деятелей, которые отдают предпочтение сохранению валютного союза. Поэтому моральный риск продолжает оказывать влияние на доходности государственных облигаций, а его значение особенно проявляется в кризисные времена.

2.2. Формирование рыночной стоимости государственных ценных бумаг стран еврозоны

Европейский долговой кризис, следствием которого стала высокая волатильность доходностей государственных облигаций стран еврозоны, поднял вопрос адекватности оценки рынком стоимости государственных облигаций стран, входящих в валютный союз. До 2009 года доходности всех стран еврозоны повторяли динамику друг друга, но резкое колебание доходностей периферийных государств в 2011-2012 годах заставило участников рынка усомниться в правильности оценки стоимости облигаций в период до кризиса. Последовавшие за кризисом события, а именно спасение проблемных стран, наставление им политики жесткой экономии и реструктуризация долга Греции, способствовали замедлению кризиса и даже появлению тенденции к росту. В результате доходности по облигациям периферийных государств снизились до уровней, близких к докризисным, и вновь стали повторять динамику наиболее благополучных стран. Однако рынок принимает данное снижение с опасением, поскольку очевидны два варианта достоверности оценки: либо он верно трактовал стоимость облигаций в докризисный период, и сильный рост доходностей в период европейского долгового кризиса был спровоцирован увеличением спекулятивных настроений, а снижение доходностей до предыдущих уровней вызвано улучшением макроэкономических показателей проблемных стран; либо европейский долговой кризис отразил структурные проблемы еврозоны, а обратное снижение доходностей и сглаживание различий по странам связано с особенностями монетарной политики ЕЦБ и не отражает достоверную оценку реальной ситуации в экономиках стран еврозоны.

Динамика макроэкономических индикаторов периферийных стран в период после 2012 года, однако, демонстрирует низкую степень влияния макроэкономического риска на доходности. В Приложении 1 на примере Португалии и Испании представлена динамика доходностей по десятилетним облигациям, ВВП, уровня безработицы, бюджетного дефицита и показателя Debt-to-GDP. Графики 4 и 6 показывают, что доходности по государственным облигациям начали снижаться в 2012 году в тот период, когда макроэкономические показатели еще не отражали позитивную динамику. Так, в Португалии безработица перешла от роста к снижению только в 2014 году, рост ВВП превысил 0% в 2013 году, а бюджетный дефицит на фоне снижающихся доходностей напротив увеличился до 7%. Аналогично в Испании доходности начали снижаться в период роста безработицы, падения ВВП и достигавшего 10% бюджетного дефицита. Кроме того, на фоне снижающихся доходностей не перестает расти Debt-to-GDP.

Соответственно, на оценку доходностей в 2012 году незначительное влияние оказывал макроэкономический риск, при этом увеличилось влияние морального риска, возникшего в результате деятельности европейских финансовых институтов по кредитованию периферийных стран. Следовательно, снизилось и влияние кредитного риска, содержащего в себе риск дефолта. Сложность оценки морального риска, связанная с деятельностью европейских финансовых институтов, определяет и высокую степень неопределенности оценки доходностей периферийных стран.

Причины возникновения проблемы оценки доходностей государственных облигаций еврозоны лежат еще в теоретической базе структуры валютного союза. Данной базой является *теория оптимальных валютных зон* Р. Манделла, сформулированная в 1960-е годы. Согласно теории, создание оптимальной валютной зоны возможно при существовании двух условий: наличие у стран похожих внешних шоков (например, дефицит торгового баланса), и в случае разных шоков – высокой мобильности факторов производства. Понятие «оптимальная» в данном случае подразумевает баланс как во внешних (равновесие платежного баланса внутри валютной зоны и в ее отношениях с другими странами), так и во внутренних расчетах страны (оптимальное соотношение инфляции и безработицы). При этом ключевой категорией в теории является понятие фиксированного валютного курса. Р. Манделл уделил наибольшее внимание развитию международных экономических отношений, определяя преимущества валютного союза как увеличение потоков международной торговли и миграции рабочей силы. Не было учтено, что режим фиксированного валютного курса не позволяет оперативно осуществлять монетарную и фискальную политику, а попытки регулировать состояние платежных балансов приведут к увеличению инфляции и безработицы. Введение плавающего валютного курса признается рядом экономистов необходимым в любых экономических условиях. Данное предположение ставит под сомнение возможность функционирования оптимальных валютных зон, поскольку Р. Манделл подчеркивал необходимость именно фиксированного валютного курса (что противоречит ситуации в еврозоне, так как евро имеет плавающий валютный курс), а способность функционирования валютной зоны с плавающим валютным курсом приписывал регионам, страны в которых имеют схожие уровни развития.

Теория во многом объясняет динамику доходностей в еврозоне: докризисный период характеризовался высокой мобильностью капитала и миграции рабочей силы. Однако это привело не к выравниванию экономического развития стран еврозоны, а, напротив, увеличению разрыва. Разный уровень покупательной способности евро в

государствах стал причиной передвижения населения из периферийных стран с низким уровнем в страны с высоким. Потоки дешевых денег (которые определялись процентными ставками, установленными в еврозоне на наднациональном уровне) способствовали увеличению долговой нагрузки и дефицита платежного баланса из-за роста импорта конкурентоспособных товаров из наиболее развитых стран. В результате с проблемой высокого государственного долга столкнулись не только привыкшие к такому состоянию южноевропейские, но и более развитые страны Восточной Европы (например, вступившая в ЕС в 2007 году Словения, Debt-to-GDP которой вырос с 21,6% в 2008 году до 80,9% в 2014 году³⁸). Осознание рынком данной тенденции повышения государственного долга и увеличения дефицита платежного баланса пришло после начала мирового финансового кризиса и раскрытия Грецией информации о подтасовке статистики.

Для определения того, насколько объективно оценены государственные облигации еврозоны, имеет смысл рассмотреть тенденции развития стран, испытывавших финансовые проблемы в 2008-2013 годы, и, по мнению аналитиков ЕС, сумевших справиться с ними и начать показывать тренды роста. Примером может служить опыт Португалии. Вступив в ЕС в 2002 году, страна также получила доступ к дешевым деньгам и стала активно пользоваться этим преимуществом. Однако средства, получаемые от заимствований, направлялись не в инфраструктурные и инвестиционные проекты, а терялись в бюрократизированной структуре государственного аппарата и вели к росту инвестиционных пузырей. В результате страна была вынуждена обратиться за пакетом экстренной финансовой помощи к институтам ЕС и принять требования программы жесткой экономии. Полученные кредиты позволили Португалии временно перестать привлекать долгосрочные средства на облигационном рынке, а проведенные реформы, направленные на уменьшение государственного аппарата и сокращение социальных пособий, по заверению аналитиков ЕС, повлияли на появление высоких темпов экономического роста (по сравнению с другими странами еврозоны). Соответственно, рынок отреагировал на это увеличением спроса, что способствовало уменьшению доходности по государственным облигациям Португалии. Рост спроса оказался так велик, что в марте 2015 года, в период начала осуществления ЕЦБ политики количественного смягчения, доходности по португальским десятилетним облигациям упали ниже десятилетних US Treasuries³⁹, а в мае страна впервые продала шестимесячные

38^{Slovenia Government Debt to GDP [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Trading Economics, 2015. - Режим доступа: <http://www.tradingeconomics.com/slovenia/government-debt-to-gdp>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.}

39^{Portuguese bond yield drops below US Treasuries [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Financial Times, 2015. - Режим доступа: <http://www.ft.com/intl/fastft/281513/portuguese-bond-yield-drops-below-us-treasuries>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.}

казначейские векселя с отрицательной доходностью -0,047%⁴⁰. Падение ниже уровня безрисковых активов особенно примечательно, если учитывать, что в 2012 году доходности достигали 15%. Очевидно, что причины такого снижения должны отражать более существенные факторы, чем заявления европейских политиков. Анализ основных макроэкономических показателей показывает следующее: рост ВВП с начала 2014 года колеблется в пределах 0-2% в год, стоимость импорта стабильна с 2005 года (4250-5000 млн евро), уровень прироста производства также меняется в одном промежутке с 2011 года (от -3% до 5%), постоянно наличествует бюджетный дефицит (около -7% ВВП)⁴¹. При этом основной прирост ВВП в посткризисный период осуществлялся не в производстве, а за счет осуществления приватизации государственных объектов, таких как аэропорт Лиссабона или городские службы водоснабжения. Государственный долг страны не прекращает роста с самого начала долгового кризиса. Ситуацию усугубляет и банковский кризис, пиком которого стал скандал вокруг второго банка страны Banco Espirito Santo в 2014 году. Долги банка оказались настолько велики, что португальское правительство было вынуждено вмешаться и предоставить денежные средства для погашения долговых обязательств, в результате же банк был разделен на два кредитных учреждения, в одно из которых перенесли все приносящие убытки активы. Перечисленные примеры показывают, что вопреки динамике доходностей, экономика Португалии находится, в лучшем случае, в стагнации, чем показывает экономический рост.

Португалия не является единственной страной в еврозоне, чьи доходности по государственным облигациям достигли отрицательных значений при наличии в стране серьезных финансовых проблем. Италия, страна с крупнейшим после Греции государственным долгом в Европе, в 2015 году также предложила инвесторам облигации с отрицательной доходностью, причем не только краткосрочные казначейские векселя, но и двухлетние облигации (с доходностью -0,023%)⁴². Интересно, что на фоне снижающихся доходностей в Италии тоже назревает банковский кризис. С 2007 года в стране большими темпами растет количество неработающих кредитов, т.е. кредитов с просроченными платежами, и в 2015 году их суммарный объем достиг 21% ВВП⁴³. Из-за этого банки не

40 Portugal Sells Six-Month Debt With Negative Yield for the First Time [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : The Wall Street Journal, 2015. - Режим доступа: <http://www.wsj.com/articles/portugal-sells-six-month-debt-with-negative-yield-for-the-first-time-1432129319>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

41 Portugal Government Budget [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Trading economics, 2015. - Режим доступа: <http://www.tradingeconomics.com/portugal/government-budget>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

42 Italy joins negative bond yield universe [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Financial Times, 2015. - Режим доступа: <http://www.ft.com/intl/fastft/414711/investors-accept-loss-buy-italian-2-year-debt>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

43 Italy's bad debts: Burden-sharing [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : The Economist, 2015. - Режим доступа: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21679251-government-tries-relieve>

имеют возможности выдавать кредиты на инвестиционные проекты, что затормаживает развитие и без того находящейся в стагнации экономики страны.

Тенденции снижения доходностей по государственным облигациям стран, экономики которых имеют структурные проблемы, объясняются поддерживающей ролью европейских монетарных институтов и еврозоны в целом, которые рынок воспринимает как гаранта стабильности данных стран. Большое значение в восприятии рынком влияния ЕЦБ на экономическую политику государств оказала политика количественного смягчения, объявленная в 2015 году. Начало осуществления операций в марте понизило доходности до рекордно низких уровней. Основной целью программы является увеличение темпов экономического роста в странах за счет дополнительных инвестиций (которые возможны благодаря дешевым кредитам), однако в краткосрочном периоде после начала проведения программы наблюдается скорее негативный, чем позитивный эффект. Например, Португалия, отстраненная от рынка заимствований в период кризиса, благодаря программе вновь привлекла денежные средства. Но полученная от ЕЦБ ликвидность в очередной раз направилась не в инвестиционные проекты, а на увеличение потребления домашних хозяйств. Продолжение тенденции может привести к повторению долгового кризиса. Говорить о позитивном влиянии политики сложно даже в наиболее развитых странах, например, Германии. Немецкие предприниматели также не увеличивают вложения в инвестиционные проекты. Это мотивируется отсутствием стимулов: низкие ставки процента не являются новшеством для Европы, а инвесторы в первую очередь ориентируются на перспективы роста в отрасли, потенциальной прибыли и технологических барьеров для входа в отрасль. А поскольку перспективы роста европейской экономики незначительны, инвесторы не ожидают большой отдачи от инвестиций. Похожую ситуацию отражает и рынок США, где ФРС также уже в течение продолжительного периода осуществляет политику количественного смягчения. В результате американские компании пользуются дешевыми деньгами, но также не вкладывают их в инвестиции, а в лучшем случае осуществляют buy-back или выплачивают повышенные дивиденды. Проведение политики количественного смягчения в еврозоне может дать и более негативные последствия из-за сложной структуры валютного союза.

В результате наличие противоречий в самой структуре еврозоны уже является предпосылкой для некорректной оценки рынком стоимости государственных облигаций. Неравномерный уровень развития стран влияет на направления потоков капитала и рабочей силы между государствами валютного союза, вследствие чего наиболее слабые в

[banks-non-performing-loans-burden-sharing?fsrc=scn/tw/te/pe/ed/burdensharing](https://www.burden-sharing.com/banks-non-performing-loans-burden-sharing?fsrc=scn/tw/te/pe/ed/burdensharing), свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

экономическом отношении страны сталкиваются с проблемой плохо контролируемого роста государственного долга. Различия в национальных особенностях ведения фискальной политики и политических системах параллельно с единой монетарной политикой являются причиной нестабильности экономического развития некоторых стран в еврозоне. Нестабильность усложняет прогнозирование тенденций изменения рынка и анализ факторов, оказывающих влияние на доходность, поэтому получается, что в период объявления активных действий в монетарной политике ЕЦБ (политика количественного смягчения) рынок снижает доходности, а проявления политической нестабильности (неоднократные переизбрания в парламент Греции) моментально способствуют резкому росту доходностей периферийных стран. Воздействие политики количественного смягчения неоднозначно: на фоне снижающихся доходностей проявляются экономические проблемы стран. Проводимая монетарная политика даст положительный эффект только вместе со структурными реформами в странах. Согласование реформ зачастую невозможно, в основном, из-за политических разногласий стран-участников. Таким образом, государства еврозоны стоят перед вопросом дальнейшей интеграции (которая может подразумевать создание общего министерства финансов или осуществления единой фискальной политики), постоянной поддержки богатыми странами проблемных, либо постепенного распада валютного союза (или разделения на региональные блоки). Любой выбранный вариант вероятнее всего поможет рынку объективнее оценивать доходности стран.

3. Проблемы и направления развития рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны

3.1. Проблемы развития рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны

Процессы европейской интеграции, в особенности введение единой валюты, способствовали быстрому развитию рынка ценных бумаг в странах Европы. На рынке государственных облигаций это отразилось, в частности, в стандартизации финансовых инструментов, эмитируемых странами, создании стабильно функционирующей инфраструктуры рынка и сотрудничестве европейских долговых агентств по вопросам унификации процессов размещения государственных ценных бумаг.

Развитая инфраструктура рынка и сглаживание различий между процессами эмиссии ценных бумаг в странах, не являются, тем не менее, залогом положительного тренда развития рынка. Европейский долговой кризис, отразивший структурные проблемы ЕС, продемонстрировал также неоднозначную оценку рынком европейских государственных ценных бумаг. Высокое влияние на рыночную стоимость государственных ценных бумаг в еврозоне морального риска усложняет прогнозирование направления движения рынка.

Как следствие, причины разнонаправленного движения доходностей по государственным ценным бумагам кроются в структурных проблемах еврозоны в целом. Можно выделить три базовые проблемы: асимметрию валютно-финансовой системы еврозоны (возникающие асимметричные шоки), отсутствие единой фискальной политики и неполную координацию надзора за банковской деятельностью в странах еврозоны.

Согласно теории оптимальных валютных зон Р. Манделла, независимые государства формируют монетарный союз только в случае, если преимущества единой валюты превышают ее недостатки для вступившей в союз страны. Основной недостаток, который принимают вступающие в валютную зону государства - это невозможность осуществлять собственную монетарную политику. Базовые постулаты экономической теории гласят, что инструменты монетарной политики используются для сокращения разрыва по уровню развития между государствами. В теории экономических циклов подчеркивается, что страны могут находиться на разных стадиях экономического цикла в один и тот же момент времени. Соответственно, правительство страны, находящейся в рецессии, предпочтет снизить ставку рефинансирования для стимулирования спроса или

девальвировать валюту, чтобы сделать экспорт более конкурентоспособным на международной арене. В государстве, находящемся на стадии экономического роста, правительство повышает ставку рефинансирования с целью снижения давления на цены и зарплаты или ревальвирует валюту, чтобы снизить стоимость импорта и увеличить стоимость единицы экспорта. Возможность для отдельной страны самостоятельно определять монетарную политику не предусмотрена в валютном союзе, поскольку обменные курсы и ставки рефинансирования устанавливаются на наднациональном уровне. Такое ограничение подразумевает, что в валютном союзе государства должны находиться на одной и той же стадии экономического цикла одновременно.

Невозможность проводить самостоятельную монетарную политику является причиной неспособности стран реагировать на асимметричные шоки. Отражением асимметричного шока является, например, разнонаправленная динамика уровня безработицы в странах еврозоны. Так, в период с 2008 по 2014 год уровень безработицы в Испании вырос с 11,3% до 24,5%, в Италии с 6,7% до 12,7%, в Греции с 7,8% до 26,5%, в то время как в Бельгии уровень безработицы увеличился лишь с 7% до 8,5%, во Франции с 7,4% до 10,3%, а в Германии напротив снизился с 7,4% до 5%⁴⁴. Очевидно, что в динамике данного показателя отразилась неоднородная реакция экономик стран ЕС на мировой финансовый кризис и долговой кризис еврозоны (т.е. асимметричный шок).

Однако асимметричные шоки можно регулировать и другими методами, а именно обеспечением высокой мобильности рабочей силы, снижением заработных плат и фискальной политикой⁴⁵.

Мобильность рабочей силы в монетарном союзе подразумевает свободное перемещение рабочей силы в регион, где наблюдается высокий экономический рост. В еврозоне данная возможность является неполной: в первую очередь, мобильность рабочей силы ограничена необходимостью знания языка страны переезда, помимо этого существуют другие препятствия, такие как различия в методиках образования в разных странах, вследствие которых работодатели часто с неохотой принимают на работу специалистов из других стран. Как следствие, несмотря на высокий уровень безработицы, население Испании, Италии, Греции не стремится к переезду в Германию и другие страны с низкой безработицей и высоким уровнем жизни.

44⁴Unemployment rate, 2003-2014 (%) [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Eurostat, 2016. - Режим доступа: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Table_2_Unemployment_rate_2003-2014_%28%25%29.png, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

45⁵Hix, S. The Political System of the European Union / S. Hix, B. Hoyland // The European Union Series. – 2011. – P. 246.

Снижение заработных плат напрямую связано с мобильностью капитала: предполагается, что странам с низким потребительским спросом следует снижать заработную плату, чтобы таким образом привлечь капитал из стран с высоким потребительским спросом. С момента введения евро до кризиса 2008 года заработные платы в периферийных странах росли, приближаясь к уровню Германии, что, однако, не было сопоставимо с соответствующими темпами роста ВВП⁴⁶. Одновременно в данных странах рос дефицит торгового баланса, который, однако, поначалу воспринимался скорее как оптимизация экономического движения капитала, а не сигнал об ухудшении экономического положения периферийных экономик и потери ими конкурентоспособности.

Сокращение дефицита торгового баланса страны в валютном союзе возможно в результате снижения заработных плат и увеличения производительности в реальном секторе. Экономическую политику, предполагающую такие методы, также называют внутренней девальвацией. Внутренняя девальвация осуществляется за счет жесткой экономии бюджетных средств, увеличения налогов и снижения заработных плат. В результате уменьшается стоимость экспорта, как следствие, увеличивается его конкурентоспособность. При этом внутренняя девальвация не влияет на международный рейтинг страны и доверие к ней инвесторов (в случае внешней девальвации неизбежна инфляция, которая обычно приводит к снижению международного рейтинга страны), что позволяет стране привлекать средства на мировом рынке капитала по меньшей ставке.

Перспективность внутренней девальвации, однако, поддается сомнению. В 2011 году Пол Кругман и Нуриэль Рубини критиковали данный вид экономической политики, указывая, что история не знает положительных примеров внутренней девальвации⁴⁷. Так, в конце 90-х Аргентина привязала курс песо к американскому доллару, стала снижать уровень заработных плат и после трех лет усиливавшейся рецессии все равно была вынуждена допустить внешнюю девальвацию. Более интересен пример стран Прибалтики: три государства наиболее сильно пострадали от мирового финансового кризиса 2008-2009 годов. В частности, по итогам 2009 года ВВП Латвии упал на 18%, что явилось крупнейшим на тот момент падением ВВП в мире⁴⁸. Для фиксации курса лата, правительство Латвии провело масштабную бюджетную консолидацию, сократив

46 Frankel, J. The euro crisis: Where to from here? / J. Frankel // Journal of Policy Modelling. – 2015. – P. 432.

47 Roubini on internal devaluation [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : The NY Times, 2011. - Режим доступа: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/11/05/roubini-on-internal-devaluation/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

48 ВВП Латвии: зафиксировано рекордное падение [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Delfi Бизнес, 2016. - Режим доступа: fi.lv/biznes/bnews/vvp-latvii-zafiksirovano-rekordnoe-padenie.d?id=24469031, свободный. - Загл. с экрана - Яз. рус.

государственные расходы на 13% ВВП⁴⁹. Выбор в пользу внутренней девальвации был осуществлен с целью недопущения инфляции - именно низкий уровень инфляции является одним из Маастрихтских критериев, выполнение которых необходимо для вступления в еврозону (что являлось приоритетной задачей для латвийского правительства в 2009 году). Цель была достигнута – 1 января 2014 года Латвия перешла на евро, однако экономические последствия внутренней девальвации оказались серьезными: падение ВВП сопровождалось ростом безработицы, причем пострадали и такие жизненно важные сферы общественной жизни, как здравоохранение и образование, что определенно является индикатором глубокого экономического кризиса в стране. Результатом стал большой отток населения в другие страны ЕС, что в свою очередь легло бременем на систему социальной защиты страны: уменьшение рабочей силы не дает возможности поддерживать высокие темпы роста производительности и внутреннего потребления, вследствие чего правительство вынуждено урезать пенсии и иные социальные пособия.

В 2014 году МВФ опубликовал отчет, в котором указывалось, что страны Прибалтики смогли справиться с последствиями финансового кризиса и вернулись на путь экономического роста⁵⁰. В отчете с некоторыми оговорками отмечался рост конкурентоспособности экспорта и увеличение притока иностранных инвестиций. Своеобразно, что до 2008 года экономика «балтийских тигров» отражала похожие тенденции, которые на деле демонстрировали приток спекулятивного капитала, способствовавшего усилению закредитованности стран Прибалтики и пузыря на рынке недвижимости. Тогда «приток иностранных инвестиций» осуществлялся в виде открытия иностранных супермаркетов с импортными товарами, которые жители покупали на полученные в кредит от западных банков средства, что и явилось одной из предпосылок экономического кризиса в странах Прибалтики. Сложно достоверно оценить, насколько действительно увеличивается конкурентоспособность прибалтийского экспорта, и вкладываются ли иностранные инвестиции в реальный сектор, однако спустя 7 лет после кризиса экономические показатели стран в лучшем случае вернулись к докризисным значениям или несколько превысили их. Например, торговый баланс Латвии с 2010 года показывает пассивное сальдо на уровне около -100 млн. евро в месяц⁵¹, что также не свидетельствует о существенном росте конкурентоспособности экспорта. Кроме того,

49[□]Как страны Балтии смогли преодолеть финансовый кризис? (Pogrom Economics Daily) [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Sputnik&Pogrom 2016. - Режим доступа: <http://sputnikipogrom.com/economics/12600/economics-daily-5/#.VxO3Nkd-ZVn>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. рус.

50[□] Baltic cluster report [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : IMF 2014. - Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14116.pdf>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

51[□] Latvia Balance of Trade [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Trading Economics, 2016. - Режим доступа: <http://www.tradingeconomics.com/latvia/balance-of-trade>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

население продолжает сокращаться: в Латвии и Литве численность населения с 2009 г. по 2015 г. уменьшилась на 8,2% соответственно, в Эстонии на 2%⁵², причем большую часть оставшегося в стране населения составляют люди пенсионного возраста. Потеря человеческого капитала, падение внутреннего спроса и низкая конкурентоспособность товаров из Прибалтики на едином европейском рынке свидетельствуют о том, что долгосрочные механизмы экономического роста подорваны, а краткосрочное увеличение экономических показателей отражает лишь неизбежное восстановление экономики до докризисного состояния. Кроме того, государства Прибалтики получают из различных фондов ЕС дотации, направленные на развитие инвестиционных проектов (большая часть из проектов, в то же время, ставит целью в первую очередь уменьшение зависимости от экономических связей с РФ, поэтому имеет низкую рентабельность). Дотации способствуют улучшению экономических показателей, но отнюдь не свидетельствуют о естественном экономическом росте.

Европейский долговой кризис поднял вопрос возможности проведения внутренней девальвации в проблемных странах еврозоны, поэтому пример Латвии как страны, «успешно» осуществившей внутреннюю девальвацию, явился аргументом при обосновании необходимости применения жестких мер экономии в периферийных странах. В действительности, только Греция снизила в 2012 году минимальную ежемесячную заработную плату с 862,82 евро до 683,76 евро⁵³, что являлось одним из требований европейских финансовых институтов при реструктуризации долга страны. Сравнение Латвии и Греции, однако, необычно, учитывая хотя бы ментальность постсоветских экономик: к моменту кризиса в Прибалтике не существовало профсоюзов, способных оказывать реальное влияние на политику, а население встречало кризис не в первый раз. Соответственно, осуществление жестких мер в странах еврозоны с другими особенностями трудового законодательства может оказать иной эффект на экономику. Поэтому повышение внутреннего спроса и производительности труда в периферийных странах еврозоны более вероятно должно осуществляться с помощью других реформ, таких как разрешение на работу магазинов в воскресенье, либерализацию выдачи лицензий на такси и фармацевтику, а также сокращение государственного бюрократического аппарата.

52²Population on 1 January [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Eurostat, 2016. - Режим доступа: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tps00001>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

53³Greece Minimum Monthly Wage [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Trading Economics, 2016. - Режим доступа: <http://www.tradingeconomics.com/greece/minimum-wages>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

Регулирование асимметричных шоков посредством фискальной политики подразумевает, что государство в рецессии может допустить дефицит бюджета, вкладывая ресурсы в политику, направленную на стимулирование внутреннего спроса, либо получит дополнительные средства за счет фискальных трансфертов из бюджетов других стран-участников валютного союза. Однако дефицит бюджета и фискальные трансферты – только временная мера регулирования для экономики, которая применяется на стадии спада экономического цикла. Для государств, имеющих структурные проблемы в экономике, дефицит бюджета и фискальные трансферты становятся постоянными инструментами регулирования, что не только негативно влияет на долговую нагрузку страны, но и осложняет условия для мобильности рабочей силы. Отсутствие единой фискальной политики в ЕС, к тому же, является одной из наиболее критикуемых характеристик валютного союза. Недостаточная координация бюджетной политики между странами еврозоны параллельно с единой денежно-кредитной политикой ЕЦБ, способствующей увеличению долгов государства, усугубляет рецессию в ЕС. В сложившейся ситуации снижение долговой нагрузки периферийных стран реально только при поддержании бюджетного профицита, что, однако, проблематично реализовать при существующих социальных программах welfare state и сильных лобби профсоюзов. Следовательно, неизбежны списание долгов и усиление морального риска.

Надзор за банковской системой является необходимым элементом любой денежно-кредитной политики государства. В условиях единой валюты и отсутствия общей системы контроля над банковским сектором в еврозоне возникла ситуация, при которой банки держат на балансах большие объемы государственных облигаций своего государства. При этом в случае понижения суверенного рейтинга автоматически ухудшается оценка кредитоспособности банка. Кроме того, ослабление банковской системы может оказать влияние на государственный бюджет, поскольку в таком случае государство будет вкладывать бюджетные деньги в спасение проблемных банков с целью недопущения усугубления кризиса; а следующий из этого спад деловой активности провоцирует снижение налоговых доходов. Иными словами, проблемы банковской системы еврозоны способствуют росту бюджетных дефицитов стран, что в свою очередь негативно влияет на долговую нагрузку стран. Система единого контроля над банковским сектором подразумевает такие пункты, как перенос системы страхования депозитов, надзора за банковским сектором, методики рекапитализации и ликвидации банков с национального уровня на уровень ЕЦБ. Работа над процессом унификации банковского регулирования началась в 2012 после пика европейского долгового кризиса. В процессе подготовки были

разработаны такие элементы как Единый надзорный механизм (Single supervisory mechanism) и Единый механизм восстановления (Single resolution mechanism), действие которых вступило в силу 1 января 2016 года. Подразумевается также создание Единой системы страхования депозитов (European deposit insurance scheme), которое, впрочем, блокируется Германией, поскольку правительство Меркель считает этот шаг преждевременной мерой в условиях высокой долговой нагрузки ряда государств и их низкой финансовой стабильности. Со стороны ЕЦБ, напротив, подчеркивается, что введение данной системы способствует стабильности банковского сектора и финансовых рынков еврозоны в целом. Отчасти мнение Меркель можно трактовать как нежелание брать дополнительную ответственность за банковские системы проблемных стран (которая, так или иначе, в большей степени ляжет на наиболее богатые страны еврозоны), в то же время, корректно назвать это примером влияния несогласованности политических взглядов в разных странах.

Политические разногласия суверенных правительств в еврозоне в целом являются одним из естественных факторов, тормозящих развитие европейской интеграции на финансовом рынке. Существование политических разногласий обосновано присущим любому государству желанием отстаивать национальные интересы. Так, премьер-министр Италии М. Ренци также заявил в феврале 2016 года⁵⁴, что Италия заблокирует единую программу страхования депозитов, однако такая позиция связана не с нежеланием брать ответственность за долги других стран. Проект программы включает в себя ограничение на объемы государственных ценных бумаг в распоряжении банков страны, а для Италии с ее высоким государственным долгом, основными держателями которого являются как раз итальянские банки, это дестабилизирует и без того имеющую структурные проблемы финансовую систему. В свою очередь, отклонение Европейской комиссией проекта создания фонда для спасения слабых итальянских банков вынудило правительство Ренци привлечь к процессу частных банков и инвесторов, что в очередной раз продемонстрировало одну из попыток отдельных государств еврозоны искать пути решения проблемы без помощи единых регуляторов ЕС.

Таким образом, структурные проблемы еврозоны являются базовыми для валютного союза и порождают проблемы, связанные непосредственно с функционированием рынка государственных ценных бумаг. Одной из таких проблем является отказ части банков выполнять функции первичных дилеров в ряде стран

⁵⁴Italy would block EU bank insurance plan [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Financial Times, 2015. - Режим доступа: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/711dff5c-d63e-11e5-969e-9d801cf5e15b.html#axzz473kF1D8a>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

еврозоны. Роль первичного дилера является основополагающей при первичном размещении государственных ценных бумаг, поскольку без их содействия государствам сложнее продать ценные бумаги по низкой цене. Кроме того, первичные дилеры поддерживают обращение ценных бумаг на вторичном рынке. С позиции банков, выполняющих роли первичных дилеров, интерес к выполнению данной функции содержится в престиже, стабильной прибыли по высоколиквидным ценным бумагам, а также наличии контактов с государственными структурами, которые в свою очередь дают возможность заработать на сделках с деривативами и участии в процессах приватизации.

Ультранизкие процентные ставки по государственным облигациям в еврозоне, а также повышение требований к регулированию банковской деятельности в ЕС существенно уменьшили возможную прибыль инвестиционных банков. По этой причине в октябре 2015 года обязанности первичного дилера снял с себя Credit Suisse⁵⁵, затем ING покинул Ирландию, Commerzbank – Италию, а Бельгия не назначила на данную позицию вновь Deutsche Bank и сняла с нее Nordea⁵⁶. Уход первичных дилеров с рынка приводит к ситуации, когда государствам не удастся разместить весь запланированный объем. Так, в сентябре 2015 года 6 аукционов по размещению немецких государственных бумаг с погашением в 2046 году прошли с техническими сбоями, связанными с недостатком спроса⁵⁷. Представитель немецкого долгового агентства заявил, что эта ситуация не является поводом для переживаний, поскольку на каждом аукционе государство обычно придерживает часть объема эмиссии для размещения непосредственно на вторичном рынке⁵⁸. Тем не менее, такое поведение участников финансового рынка определенно свидетельствует о снижении ликвидности рынка государственных ценных бумаг еврозоны. Измерить ликвидность рынка достоверно невозможно (осознание рынком снижения ликвидности исторически приходит в разгар финансового кризиса), однако ее снижение проявляется в увеличении стоимости обращения (комиссии, которую участники рынка платят за осуществление операции покупки-продажи), следующим из этого расширением bid-ask спредов и появлении у трейдеров сложности закрывать позиции. Похожая ситуация наблюдается в 2016 году на всех рынках государственных ценных бумаг западных стран, где даже традиционные инвесторы в государственные бумаги

⁵⁵Credit Suisse quits as primary dealer for European government bonds [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Reuters, 2015. - Режим доступа: <http://uk.reuters.com/article/europe-bonds-credit-suisse-idUKL8N12M5CS20151023>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

⁵⁶Squeezed bank dealers quit European government bond markets [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Reuters, 2015. - Режим доступа: <http://www.reuters.com/article/eurozone-bonds-dealers-idUSL8N14R0GW>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

⁵⁷German bond auction "fails" shine light on bank rules, yield funk [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Reuters, 2015. - Режим доступа: <http://www.reuters.com/article/markets-bonds-auctions-idUSL5N11S2EO20150923>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

⁵⁸Там же.

(пенсионные фонды, хедж-фонды) больше не предъявляют высокого спроса из-за слишком низких доходностей. Низкие доходности являются одной из основных причин, по которым замедляются темпы развития рынка государственных ценных бумаг. Снижение доходностей ниже разумных пределов связано с проведением программы количественного смягчения, которая, в свою очередь, нацелена на увеличение темпов экономического роста в странах ЕС. Однако увеличение темпов экономического роста и курс на восстановление после долгового кризиса еврозоны спустя год после начала осуществления QE все еще не наблюдается на рынках, из чего можно сделать вывод, что проблема рекордно низких доходностей также наиболее вероятно следует из структурных проблем валютного союза.

3.2. Направления развития рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны

Состояние рынка государственных ценных бумаг еврозоны в 2016 году характеризуется развитой инфраструктурой, а также наличием высокого спроса со стороны как национальных, так и иностранных инвесторов (в т.ч. инвесторов за пределами ЕС). Однако неопределенность оценки доходностей по государственным облигациям периферийных стран, высокое влияние на них политического и морального риска способствуют росту сомнения среди инвесторов в высокой ликвидности рынка. Отказ крупнейших инвестиционных банков мира выполнять функции первичных дилеров при размещении государственных ценных бумаг в сильнейших экономиках еврозоны свидетельствует о неуверенности инвесторов в возможности получения прибыли и наличии у них сомнений в перспективности развития рынка.

Отсутствие у инвесторов сомнений в высокой ликвидности рынка, уверенность в его стабильном развитии возможны в условиях наличия прогресса в решении структурных проблем еврозоны. Прогресс проявляется, хотя бы, в позитивной динамике как агрегированных макроэкономических индикаторов в ЕС, так и макроэкономических показателей в отдельных странах еврозоны. Так, суммарный ВВП в текущих ценах 2010 года 19 стран еврозоны превысил значение докризисного 2008 года на 0,2% лишь по итогам 2015 года⁵⁹. Однако при этом рост ВВП Германии за этот же период по сравнению с 2008 годом составил 5,9%, Франции – 3,2%, в то время как ВВП Италии по-прежнему меньше ВВП 2008 года на 7,4%, Испании – на 4,4%, Португалии – на 5,8%⁶⁰. Значения показателей отражают неравномерные темпы экономического роста в разных странах ЕС (так, ВВП Германии за 2015 год выше ВВП за 2014 год на 1,7%, в то время как Италии – только на 0,7%⁶¹).

К основополагающим методам решения структурных проблем следует отнести увеличение мобильности рабочей силы, регулирование снижения роста заработных плат из-за растущего государственного долга в периферийных странах, координацию бюджетно-налоговой политики стран союза и перенос надзора за банковскими системами стран еврозоны на уровень ЕЦБ.

⁵⁹ GDP and main components (output, expenditure and income). Chain linked volumes (2010), million euro [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Eurostat, 2016. - Режим доступа: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

⁶⁰ Там же.

⁶¹ Там же.

Проблема увеличения мобильности рабочей силы в еврозоне является одной из тех задач, решение которых ориентировано на долгосрочную перспективу. Несмотря на социальную политику ЕС, направленную на поощрение международной мобильности рабочей силы, темпы роста безработицы в периферийных странах по-прежнему превышают темпы роста миграций из этих стран в другие страны ЕС с целью поиска работы. При этом доля мигрантов внутри ЕС в общей рабочей силе в процентном соотношении ниже доли мигрантов из стран не-ЕС (3,3% мигрантов внутри ЕС по сравнению с 4,3% мигрантов из стран вне ЕС в 2013 году⁶²), что свидетельствует о неэффективности проводимой пропаганды межгосударственной миграции рабочей силы. Поскольку ускорение мобильности рабочей силы не является быстрым процессом (из-за необходимости проведения соответствующих реформ в странах, донесения информации до населения и его приспособления к новым условиям), эффективность этого метода решения структурных проблем еврозоны будет оценена только в долгосрочном периоде.

Снижение заработных плат в периферийных странах еврозоны является одной из мер программы жесткой экономии, навязанной центральными институтами ЕС в разгар европейского долгового кризиса. Перспективность данного метода, т.е. внутренней девальвации, однако, поддается сомнению, поскольку снижение заработных плат в теории приводит к подрыву долгосрочных механизмов экономического роста. Одним из аргументов «за» внутреннюю девальвацию является мнение, что снижение заработных плат ведет к увеличению конкурентоспособности национальных экономик. Исходя из этой логики, Греции стоит снижать заработные платы, а Германии, напротив, повышать. Однако не учитывается, что основными показателями конкурентоспособности экономики являются не низкий уровень заработных плат, а развитие науки и технологий, уровень образования, климатические условия, наличие полезных ископаемых и т.д., которые в свою очередь влияют на развитие в стране мощных производств и конкурентоспособность экспорта. Поэтому снижение заработных плат в таком случае выступает скорее как вынужденная мера сокращения расходов государственного бюджета, и ее осуществление должно касаться скорее урезания бюрократического аппарата, а не масштабного снижения заработных плат во всех секторах экономики.

Отсутствие достаточной координации бюджетно-налоговой политики в странах еврозоны является одной из ключевых структурных проблем, найти решение которой, однако, сложно. Максимальная координация усилий возможна в случае создания единого

⁶²Labour mobility in the EU: challenges and perspectives for a genuine European labour market [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : European commission, 2016. - Режим доступа: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-491_en.htm, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

регулятора, который будет контролировать принятие бюджетов, и налогообложение во всех странах еврозоны. Иными словами, в теории создание такого регулятора ознаменует переход на новый уровень европейской интеграции, обеспечит гармонизацию денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, способствует контролю расходованию средств периферийными странами, станет предпосылкой для создания мощного политического союза. Столь сильная интеграция в то же время ознаменует частичную потерю национального суверенитета отдельными государствами, которые передадут право составления бюджета и координацию налоговой политики единым органам ЕС. Существующие политические противоречия в странах не позволяют говорить о возможности существования сильного политического союза, и перенос бюджетно-налоговой политики на наднациональный уровень вероятнее всего будет сопровождаться политическими несогласиями с действиями нового регулятора. Несмотря на теоретическую обоснованность необходимости фискального союза, вероятность его создания в краткосрочной перспективе невелика.

Перенос надзора за банковской деятельностью на наднациональный уровень является одним из основополагающих решений, нацеленных на краткосрочную перспективу. Необходимость регулирования банковской деятельности очевидна в условиях быстрого роста мировых финансовых рынков. Одной из причин европейского долгового кризиса явилось бесконтрольное кредитование крупными европейскими банками из стран с сильной экономикой периферийных стран. При этом кредиты по низким процентным ставкам выдавались на сомнительные инвестиционные проекты (например, вложения в строительные компании в Испании привели только к пузырю на рынке недвижимости) или на увеличение внутреннего потребления импортных товаров в уже закредитованных экономиках (например, в Греции, странах Прибалтики). В результате излишнего кредитования нерентабельных проектов на фоне низкой доходности банковского бизнеса в банках значительно увеличился объем просроченных кредитов, как следствие росли отчисления в резервы по сомнительным долгам. Так, по оценкам аналитиков ЕЦБ, в 2011-2012 годах показатель системного стресса (рассчитываемый как вероятность дефолта одного или двух банков из выборки 15 крупнейших банков ЕС в течение одного года) достигал 20-25%, в то время как в докризисные периоды этот показатель колебался в районе 10%⁶³.

⁶³Financial stability review. November 2014 [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : European Central Bank, 2014. - Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201411.en.pdf>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ. – Р. 67

Начало работы над созданием банковского союза в 2012 году подразумевало 3 этапа: создание Единого надзорного механизма (SSM), который будет контролировать деятельность крупнейших банков еврозоны, Единого механизма восстановления (SRM), который будет оздоровлением и ликвидацией банков, и Единой системы страхования вкладов (EDIS), которое подразумевает постепенный переход от национальных систем страхования вкладов на единую наднациональную. Первые два этапа были введены в действие в 2014-2015 годах, постепенное внедрение EDIS запланировано на 2017 год с окончательным закреплением системы в 2024 году, однако проект в 2016 году все еще не согласован с Европейским советом⁶⁴. Внедрение данной системы содержит в себе наибольший моральный риск по сравнению с другими механизмами банковского союза, потому что подразумевает значительный перенос ответственности на наднациональный уровень.

В условиях неуверенности в стабильности банковских систем части стран еврозоны сильнейшие экономики ЕС (например, Германия, Нидерланды) временно блокируют решение о запуске EDIS, указывая на необходимость предварительного проведения дополнительных реформ в банковских системах. Одной из таких реформ является исключение государственных ценных бумаг из числа безрисковых активов или лимитирование их объемов в качестве активов банка. По действующим стандартам Basel III, банки могут оценивать государственные ценные бумаги всех 28 стран ЕС как безрисковые⁶⁵. В то же время в разгар европейского долгового кризиса рынок осознал, что не все государственные ценные бумаги могут быть безрисковыми. Во многих периферийных странах банки держат на счетах относительно большие объемы государственных ценных бумаг, а их оценка как безрисковых позволяет поддерживать нормативы достаточности капитала на высоком уровне, что очевидно демонстрирует необъективную оценку данных показателей. Кроме того, стимулирование снижения спроса на государственные бумаги со стороны финансовых институтов нацелено на уменьшение государственных долгов стран. Изменение оценки государственных ценных бумаг ряда стран или лимитирование их объемов на банковских счетах вынудит банки увеличить количество капитала соответственно объемам государственных ценных бумаг на их счетах или продать избыточные объемы. Неудивительно, что это разумное решение встречает негативную реакцию со стороны периферийных стран, в чьих банках хранится

⁶⁴ EU-wide guarantees for bank depositors: European Deposit Insurance Scheme [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : SiaPartners, 2016. - Режим доступа: <http://en.finance.sia-partners.com/eu-wide-guarantees-bank-depositors-european-deposit-insurance-scheme>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

⁶⁵ EU Weighs Bank State-Debt Limits to Ease Germany's Risk Concerns [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bloomberg, 2016. - Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-05-01/world-s-longest-negative-rate-experiment-shows-perversions-ahead>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

большая часть государственных ценных бумаг соответствующих стран. Например, итальянские банки традиционно держат крупные объемы государственных облигаций, предпочитая иметь по ним небольшие доходности, чем выдавать кредиты реальному сектору. Низкая активность в кредитовании итальянскими банками вызвана недоверием банковского сектора к находящейся в рецессии итальянской экономике и его опасениями, что данные кредиты также перейдут в разряд просроченных. Кроме того, с помощью государственных ценных бумаг итальянские банки участвуют в сделках с государственной недвижимостью, благодаря чему выпускают ABS с государственной гарантией и осуществляют по ним сделки РЕПО с ЕЦБ⁶⁶. Соответственно, ограничение объемов государственных ценных бумаг на банковских счетах итальянских банков не выгодно ни итальянскому правительству, ни самим банкам. В интересах итальянского правительства, напротив, скорейший запуск единой системы страхования вкладов, поскольку это повысит привлекательность банковского сектора страны, что необходимо в условиях назревающего банковского кризиса Италии. Противостояние интересов затормаживает процесс интеграции банковского сектора, несмотря на то, что именно развитие банковской системы является залогом укрепления валютного союза.

В то же время, создание трех механизмов регулирования банковского сектора в ЕС не гарантирует стопроцентный контроль над рынком. Успешное регулирование подразумевает координацию всех трех механизмов и мониторинг поведения европейских банков с целью контроля их финансовой устойчивости. Необходимость тщательного мониторинга деятельности банков стала очевидна еще после банкротства Lehman Brothers, а растущие опасения финансовых рынков по поводу финансового состояния Deutsche Bank делают вопрос координации банковской деятельности наиболее актуальным.

После мирового финансового кризиса 2008 финансовые рынки обратили внимание на идею создания единого финансового инструмента, в котором аккумулируется государственный долг всех стран еврозоны. Данный инструмент будет представлять собой, так называемые единые европейские облигации или еврооблигации (Eurobonds), единые государственные ценные бумаги еврозоны. Немаловажно, что единый инструмент сможет повысить ликвидность всего рынка государственных ценных бумаг в еврозоне. Объединение государственного долга ознаменует новый этап интеграции валютного союза. Ряд научных работ от исследовательских институтов в ЕС, предлагающих варианты введения единого инструмента, был опубликован и рассмотрен Европейской комиссией,

⁶⁶ The Walking Dead: Something is Rotten in Europe's Banking System [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : David Stockman's contra corner, 2016. - Режим доступа: <http://davidstockmanscontracorner.com/the-walking-dead-something-is-rotten-in-the-banking-system/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

которая, в свою очередь, в 2011 году опубликовала обзор идей с перспективой на проведение дальнейшей исследовательской работы в этом направлении⁶⁷. Однако идея создания такого инструмента была заблокирована Германией, что отсрочило возможность аккумуляции государственных долгов на неопределенный срок.

Впрочем, с ориентиром на долгосрочную перспективу не следует полностью забывать про вероятность создания единых европейских облигаций. Объективно понятно, что в условиях европейского долгового кризиса внедрение нового финансового инструмента рискованно как из-за нежелания сильнейших экономик еврозоны разделять риски периферийных стран, так и из-за неуверенности в позитивной реакции финансового рынка. Дальнейшая интеграция подразумевает гармонизацию фискальных политик в странах, и создание единого финансового инструмента выступит логическим продолжением данных реформ.

Среди исследователей отсутствует единое мнение на вопрос, в каком виде будет представлен новый финансовый инструмент, и как между странами распределяется долговое бремя и государственные гарантии. Выпуск единых государственных облигаций еврозоны, которые заменят государственные облигации в отдельных странах, и будут обеспечены гарантиями одновременно всех стран еврозоны, является самым экстремальным вариантом и не рассматривается исследователями, поскольку предполагает наибольшую степень морального риска.

Высказывались и менее радикальные предложения, например, выпуск единых европейских облигаций Европейским инвестиционным банком (EIB), купон по которым определяется как средневзвешенное значение купонов на национальных рынках государственных ценных бумаг перед введением единого инструмента, а ставки, по которым отдельные государства вносят средства в EIB на выплату купонов и погашение облигаций, дифференцируются по странам в зависимости от их долей в капитале EIB⁶⁸. Успешность такого проекта, однако, сомнительна: определение ставки купона на основе средневзвешенного значения купонов возможно только на первоначальном этапе введения единого инструмента, когда параллельно будут существовать как единые, так и национальные облигации; а привязка к долям в капитале EIB ставит под сомнение объективность распределения долговой нагрузки.

67^{Green paper on the feasibility of introducing Stability Bonds [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : European commission, 2011. - Режим доступа: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green_paper_en.pdf, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.}

68^{De Grauwe, P., Moesen, W. Gains for All: A proposal for a common Eurobond / P. De Grauwe, W. Moesen // Centre for European policy studies. – 2009. – P. 4.}

Иное предложение, создание так называемых европейских застрахованных облигаций (Euro-insurance bonds) предполагает выпуск единых облигаций, которые продаются по одной цене для сторонних инвесторов, при этом каждая страна уплачивает премию в единый страховой фонд. Размер премии определяется на базе экономических показателей страны. При этом в качестве обеспечения государства вкладывают в единый фонд высоколиквидные активы, такие как золото и международные валютные резервы⁶⁹. Данный вариант также содержит в себе высокую степень морального риска и носит скорее теоретический характер, поскольку предполагает необходимость создания объективной формулы для расчета премии (если в формуле будут использованы макроэкономические показатели, это стимулирует страны манипулировать ими с целью уменьшения премии) и не указывает, каким образом будет рассчитываться сумма необходимого обеспечения.

Менее оптимистичным предложением является выпуск только краткосрочных единых облигаций (Eurobills) сроком погашения до 1 года. Объем выпуска составит не более 10% суммарного ВВП еврозоны. Участие в программе предполагается доступным только тем странам, которые выполняют требования по осуществлению экономических реформ и соблюдают бюджетную дисциплину. Немаловажно, что Eurobills выступили бы финансовым инструментом, который способен удовлетворить требования по коэффициентам ликвидности согласно стандартам Basel III⁷⁰. Успешность проекта аргументируется маленьким сроком погашения: краткосрочный долг не создает морального риска, при этом повышается финансовая стабильность и доверие к проблемным странам, вследствие чего последние имеют возможность привлекать средства по выгодной процентной ставке. Кроме того, ориентировочный объем эмиссии краткосрочного долга сопоставим со спросом на краткосрочные ликвидные бумаги со стороны европейских банков, что благоприятно скажется на финансовых показателях банковского сектора; и в теории Eurobills сможет составить конкуренцию US Treasury bills. Выпуск Eurobills является разумным предложением для краткосрочной перспективы: в случае неблагоприятных последствий объединения краткосрочного долга, программу можно отменить сразу после погашения первого выпуска (т.е. в течение года); при успешном запуске, пример функционирования данного рынка стимулирует переход к выпуску средне- и долгосрочных единых европейских облигаций. Кроме того, подготовка и запуск проекта возможны в короткие сроки, а перспективы повышения ликвидности рынка демонстрируют возможность проведения реформы и в период кризиса еврозоны.

69 Muellbauer, J. Gains for All: Euro-insurance-bonds: a long-term solution

for the European sovereign debt problem? / J. Muellbauer // Oxford Economics – 2014. – P. 37.

70 Phillippon T., Hellwig C. Eurobills, not Eurobonds [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : VOX, 2011. - Режим доступа: <http://voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.

Наибольшую поддержку в научной среде получила идея выпуска двухуровневых государственных облигаций. Предполагается, что государственный долг будет разделен на два уровня: обеспеченный единой гарантией еврозоны «голубой долг» (Blue debt) ограничен объемом, не превышающим 60% ВВП страны, а обеспеченный гарантией только выпускающего его государства «красный долг» (Red debt) представляет собой долю государственного долга, превышающую 60% ВВП страны⁷¹. Значение 60% ВВП выбрано не случайно – это один из Маастрихтских критериев, ограничивающих размер государственного долга. Европейский долговой кризис подтвердил, что для объективной оценки финансовым рынком стоимости государственных ценных бумаг в еврозоне необходимо наличие как низких, так и высоких доходностей. Высокая доходность является сигналом о несостоятельности национальной экономической политики, в то время как низкая доходность необходима для снижения долгового бремени периферийных стран, которые и так имеют проблемы платежного баланса и постоянный дефицит бюджета. Соответственно, выпуск единых европейских облигаций в пределах 60% ВВП (Blue bonds) позволит создать высоколиквидный инструмент, способный конкурировать с US Treasuries и укрепит положение евро как резервной валюты. При этом Blue debt имеет статус старшего долга, т.е. гасится в первую очередь, что демонстрирует его высокую ликвидность и снижает моральный риск. В свою очередь, Red debt выпускается под гарантией только эмитирующего его государства, имеет меньшую ликвидность и более высокую вероятность дефолта, как следствие, высокий уровень процентной ставки и следующую из этого высокую доходность. Подразумевается также создание Независимого Совета Стабильности (Independent Stability Council), который оценивает бюджеты стран и на основе этого допускает государства к выпуску Blue Bonds. Деятельность ISC будет направлена на поддержание высокого уровня фискальной дисциплины и стимулирует периферийные страны стремиться к стабилизации бюджетов, т.к. это способствует снижению затрат на обслуживание долга. Идея Blue bonds предусматривает большую часть возможных последствий, однако в случае избрания данной стратегии и резкого перехода возможна ситуация, при которой у стран с высоким уровнем государственного долга при переоценке доходностей вырастет стоимость обслуживания долга, причем до такой степени, что может привести к дефолту. Кроме того, обоснованность границы совместно гарантированного долга в 60% ВВП требует сильных аргументов, в противном случае, рост государственного долга многих стран вероятно приведет к возникновению политических недовольств растущими затратами на оплату долга и появлению требований повысить «планку». При этом не до конца ясно, что представляет собой совместная

⁷¹Delpla, J., Weizsaecker, J. The Blue Bond Proposal / J. Delpla, J. Weizsaecker //Bruegelpolicybrief – 2010. – P. 1

ответственность, и в каком соотношении она так или иначе будет разделена между участвующими государствами (в ситуации, например, когда государство имеет долг меньше 60% ВВП и не эмитирует весь предоставленный объем).

Поэтому еще менее радикальный вариант предполагает выпуск единых облигаций, обеспеченных гарантиями нескольких стран (т.е. в отличие от неделимой совместной ответственности, в таком случае будет сформирована средневзвешенная ответственность совокупности стран), каждая из которых гарантирует объем выпуска, пропорциональный доле страны в общей эмиссии. Данное предложение предусматривает наименьший уровень морального риска и возможность запуска без изменения норм Договора о функционировании Европейского союза, в котором по умолчанию прописана невозможность переноса ответственности на наднациональный уровень. В то же время не указано, как делится ответственность: предполагается ли список стран, предоставляющих гарантии, для каждого выпуска, или создается один регулярно изменяющийся список для всех выпусков в обращении. В случае гарантирования отдельных выпусков разным количеством стран, не реализуется основная идея единства европейских облигаций, т.к. каждый выпуск будет иметь свой уровень ликвидности и оценку на рынке. Потому введение средневзвешенной ответственности может быть применено на первоначальном этапе введения единых европейских облигаций с постепенным переходом к совместной ответственности.

В теории введение единых облигаций принесет положительные эффекты государствам еврозоны. Новый единый инструмент, обеспеченный гарантиями ЕС или совокупности стран, в него входящих, сможет конкурировать с US Treasuries как высоколиквидный актив. В случае создания двухуровневых облигаций, уменьшится влияние морального риска на финансовый рынок, который будет оценивать единые облигации еврозоны и государственные облигации стран по отдельности. Выгода оценивается для большинства стран: маленькие государства, такие как Нидерланды и Австрия, выиграют за счет увеличения ликвидности, а периферийные сэкономят на обслуживании долга. Так, по некоторым оценкам, при введении единых европейских облигаций под совместной ответственностью к 2020 году по сравнению с 2014 годом Португалия и Ирландия снизили бы уровень государственного долга на 20%, а Греция – на 50%⁷². Менее очевидна выгода для стран с высоким уровнем ликвидности финансового рынка, таким как Германия. Вероятнее всего, единые европейские облигации будут иметь

⁷²Tielens, J., Van Hove, J., Van Aarle, B. Effects on Eurobonds: A stochastic sovereign debt sustainability analysis for Portugal, Ireland and Greece / J. Tielens, B. van Aarle, J. Van Hove // Journal of Macroeconomics – 2011. – P. 171

рейтинг меньше AAA, хотя бы из-за проблем периферийных стран, что невыгодно Германии, облигации которой имеют наивысший рейтинг и пользуются огромным спросом на мировом финансовом рынке. При имеющихся политических разногласиях не следует ожидать, что стабильно развивающаяся в период европейского долгового кризиса Германия пожертвует ликвидностью собственного финансового рынка ради только возможного процветания ЕС, особенно при отсутствии возможности контролировать фискальную политику других стран.

Соответственно, ключевой перспективой развития рынка государственных ценных бумаг в еврозоне является создание единого финансового инструмента, в той или иной степени гарантирующего долги европейских стран. Разумным будет постепенный переход к объединению долгов стран: введение Eurobills в качестве «пробного» краткосрочного финансового инструмента, в случае успешности проекта – выпуск единых облигаций со средневзвешенной ответственностью с постепенным переходом к системе «двухуровневых» облигаций с совместной ответственностью единого долга. Однако оценивать перспективу введения единых облигаций имеет смысл только после наблюдающегося прогресса в решении структурных проблем еврозоны. Ключевой проблемой, имеющей возможность решения в краткосрочном периоде, видится перенос надзора за банковской деятельностью на уровень ЕЦБ. Нормализация контроля над банками способствует развитию финансового рынка Европы, который в свою очередь окажет влияние на реальный сектор, а также способствует снижению давления на государственные бюджеты и долговое бремя стран. В долгосрочной перспективе необходимо стимулирование мобильности рабочей силы внутри ЕС и недопущение масштабных снижений заработных плат, так как это способствует нормализации фискальной политики в периферийных странах. Приведение бюджетов в сбалансированное состояние и установление контроля над фискальной политикой станут непосредственными предпосылками введения единых европейских облигаций.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

1. Развитие рынка государственных облигаций в странах Европы напрямую связано с процессом создания еврозоны. Динамика роста рынка может быть охарактеризована тремя этапами. Ликвидация валютного риска при введении евро и конкуренция между европейскими долговыми агентствами способствовали увеличению объемов выпуска долговых ценных бумаг странами на первом этапе. Первые годы существования еврозоны, составившие второй этап, характеризовались высокой корреляцией доходностей стран валютного союза, быстро растущим рынком корпоративных облигаций и стабильными макроэкономическими показателями государств-участников. Мировой финансовый кризис в начале третьего этапа проявил структурные проблемы еврозоны, которые отразились на степени взаимозависимости доходностей стран.

2. Большая доля стран еврозоны на мировом рынке государственных ценных бумаг определяет высокую значимость региона в этом сегменте финансового рынка. В результате рассмотрения основных долговых финансовых инструментов крупнейших эмитентов еврозоны - Германии, Франции и Италии, определена высокая степень структурированности рынка. Страны стремятся стандартизировать эмитируемые финансовые продукты и процесс размещения выпусков, обеспечить высокую прозрачность работы рынков, т.е. процессы европейской интеграции направлены на гармонизацию функционирования государственных облигационных рынков. Только у Греции отсутствует организованный рынок государственных облигаций из-за глубокого экономического кризиса в стране и высокой долговой нагрузки в форме кредитов европейских и международных финансовых институтов.

3. Доходности государственных ценных бумаг определяются на основе анализа определенных факторов и рисков. В условиях валютного союза на первый план выступают одни факторы и нивелируются другие. На доходности государственных ценных бумаг в еврозоне оказывают влияние страновые факторы, такие как доля государственного долга, которую держат нерезиденты, и риск дефолта; а также общие риски валютного союза, как неопределенность развития мировой экономики, влияние структуры еврозоны, монетарная политика ЕЦБ, политический, кредитный риск и риск ликвидности. После начала европейского долгового кризиса рынок уделяет внимание роли морального риска и его влиянию на доходности.

4. Европейский долговой кризис отразил наличие противоречий в структуре еврозоны и осложнил анализ рынком факторов, влияющих на доходности государственных ценных бумаг. Сочетание единой монетарной политики и находящейся в полномочиях государств фискальной политики, а также разногласия в политических взглядах в парламентах разных стран выявляют нестабильность экономического развития ряда стран валютного союза. Проводимая в 2015-2016 годах политика количественного смягчения неоднозначно влияет на рынок: на фоне снижающихся доходностей проявляются экономические трудности стран. Это свидетельствует о наличии проблемы оценки достоверности доходностей, которая усложняет формирование рыночной стоимости государственных ценных бумаг и отражает необходимость осуществления структурных реформ в государствах-участниках, что вероятно способствует экономическому росту этих государств и гармонизации доходностей между странами.

5. Разнонаправленная динамика доходностей по государственным ценным бумагам в еврозоне объясняется сомнениями рынка в стабильном развитии валютного союза. Сбалансированному экономическому росту препятствуют структурные проблемы еврозоны, такие как невозможность вовремя реагировать на асимметричные шоки, отсутствие контроля над фискальными политиками отдельных стран и полноценной единой системы надзора за банковской деятельностью. Проводимые по требованиям европейских финансовых институтов реформы, такие как внутренняя девальвация в периферийных странах, и попытки стимулировать внутреннюю мобильность рабочей силы не отражают позитивного влияния на состояние бюджетных политик проблемных стран, а политические разногласия государств замедляют создание банковского союза в ЕС. Как следствие, это оказывает негативное воздействие на рынок государственных ценных бумаг, которое проявляется, например, в отказе крупнейших инвестиционных банков выступать первичными дилерами на аукционах по первичному размещению.

6. Снижение спроса на государственные ценные бумаги западных стран свидетельствует о неуверенности инвесторов в позитивном развитии рынка и подтверждает необходимость проведения реформ, которые способствуют стабильности развития как еврозоны в целом, так и конкретно рынка государственных ценных бумаг. В краткосрочной перспективе ключевой задачей, требующей решения, является перенос надзора за банковской деятельностью на уровень ЕЦБ и контроль за потоками капиталов из стран с сильнейшими экономиками в периферийные. В долгосрочном периоде предполагается стимулирование высокой мобильности рабочей силы внутри ЕС и контроль снижения заработных плат с целью достижения сбалансированности бюджетов в

периферийных странах. Нормализация фискальных политик в странах и создание единой системы, позволяющей контролировать бюджетную политику в странах, станут естественными предпосылками для создания единого финансового инструмента, объединяющего долги стран, номинированные в ценных бумагах – единых европейских облигаций. Данный финансовый инструмент в теории станет высоколиквидным активом, который составит конкуренцию US Treasuries и способствует повышению привлекательности единого рынка и конкурентоспособности отдельных экономик еврозоны. Однако введение инструмента возможно только при достижении консенсуса между странами по политическим вопросам и выбора метода последовательного объединения ответственности за единый государственный долг.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Алимуратов М.К. / Влияние доходности гособлигаций на международный переток инвестиций // Экономика и управление - 2012. - №6. - С. 62 - 65
2. ВВП Латвии: зафиксировано рекордное падение [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Delfi Бизнес, 2016. - Режим доступа: <http://fi.lv/biznes/bnews/vvp-latvii-zafiksirovano-rekordnoe-padenie.d?id=24469031>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. рус.
1. Дубянский А.Н. / Теория оптимальных валютных зон и единая европейская валюта // Вестник СПбГУ. Экономика. Сер. 5. - 2014. - №2. - С. 57 - 69
2. Как страны Балтии смогли преодолеть финансовый кризис? (Pogrom Economics Daily) [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Sputnik&Pogrom 2016. - Режим доступа: <http://sputnikpogrom.com/economics/12600/economics-daily-5/#.VxO3Nkd-ZVn>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. рус.
3. Облигации, привязанные к инфляции: новый класс от минфина [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Газпромбанк, 2015. - Режим доступа: http://www.gazprombank.ru/upload/iblock/6d9/GPB_Inflation-linked%20bond_100715.pdf, свободный. - Загл. с экрана - Яз. рус.
4. Усоскин В.М. / Новая система банковского надзора в Европейском союзе // Деньги и кредит - 2015. - №3. - С. 22 - 25.
5. Baltic cluster report / IMF, 2014. - 2014. - P.34
6. Battistini, N. Systemic Risk and Home Bias in the Euro Area / N. Battistini, M. Pagano, S. Simonelli // Economic papers. – 2013.
7. Bertocchi, M. Euro Bonds: Markets, Infrastructure and Trends / M. Bertocchi [и др.] // World Scientific. – 2012.
8. Credit Suisse quits as primary dealer for European government bonds [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Reuters, 2015. - Режим доступа: <http://uk.reuters.com/article/europe-bonds-credit-suisse-idUKL8N12M5CS20151023>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
9. De Broeck, M., Guscina, A. Government debt issuance in the Euro area: the impact of the financial crisis / M. De Broeck, A. Guscina // IMF, 2010. – 2010. – P. 29.
10. De Grauwe, P., Moesen, W. Gains for All: A proposal for a common Eurobond / P. De Grauwe, W. Moesen // Centre for European policy studies. – 2009. – P. 4.
11. Delpla, J., Weizsaecker, J. The Blue Bond Proposal / J. Delpla, J. Weizsaecker //Bruegelpolicybrief – 2010. – P. 8.
12. Developments in the issuance and yield spreads of euro area government debt securities / ECB Monthly Bulletin, March 2012. – 2012. – P. 44 - 47

13. ECB quantitative easing: Failure to spark / Financial Times, 2015. - Режим доступа: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/619b139c-3ce4-11e5-8613-07d16aad2152.html#axzz3ssUH1mjg>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
14. EU Weighs Bank State-Debt Limits to Ease Germany's Risk Concerns [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Bloomberg, 2016. - Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-05-01/world-s-longest-negative-rate-experiment-shows-perversions-ahead>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
15. European Central Bank quantitative easing: the detailed manual / Bruegel, 2015. - 2012. - P. 18
16. EU-wide guarantees for bank depositors: European Deposit Insurance Scheme [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : SiaPartners, 2016. - Режим доступа: <http://en.finance.sia-partners.com/eu-wide-guarantees-bank-depositors-european-deposit-insurance-scheme>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
17. Fabozzi, F. The handbook of European fixed income securities /F. J. Fabozzi, M. Choudhry // Wiley. – 2004.
18. Financial stability review. November 2014 / European Central Bank, 2014. - 2014. - P. 149.
19. Frankel, J. The euro crisis: Where to from here?/ J. Frankel // Journal of Policy Modelling. – 2015. – P. 428-444
20. German bond auction "fails" shine light on bank rules, yield funk [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Reuters, 2015. - Режим доступа: <http://www.reuters.com/article/markets-bonds-auctions-idUSL5N11S2EO20150923>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
21. Government bonds markets of central european countries during the debt crisis / University of economics in Bratislava, 2012. - 2012.
22. Greece returns to bond markets, says end of bailout nears [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Reuters, 2015. - Режим доступа: <http://www.reuters.com/article/2014/04/10/greece-bonds-idUSL6N0N21X220140410#d6xZfTFydeB9kmWg.99>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
23. Greek government bonds plunge [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : The Wall Street Journal, 2015. - Режим доступа: <http://www.wsj.com/articles/greek-government-bonds-plunge-on-ratings-downgrade-1429180492>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
24. Green paper on the feasibility of introducing Stability Bonds /European commission, 2011. - 2011. - P. 38.
25. Here Are The Owners Of European Sovereign Debt [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Business Insider, 2015. - Режим доступа:

- <http://www.businessinsider.com/ecb-government-debt-holders-2015-1>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
26. Nix, S. The Political System of the European Union / S. Nix, B. Hoyland // The European Union Series. – 2011. – P. 246.
 27. Italy joins negative bond yield universe [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Financial Times, 2015. - Режим доступа: <http://www.ft.com/intl/fastft/414711/investors-accept-loss-buy-italian-2-year-debt>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
 28. Italy would block EU bank insurance plan [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Financial Times, 2015. - Режим доступа: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/711dff5c-d63e-11e5-969e-9d801cf5e15b.html#axzz473kF1D8a> , свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
 29. Italy's bad debts: Burden-sharing [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : The Economist, 2015. - Режим доступа: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21679251-government-tries-relieve-banks-non-performing-loans-burden-sharing?fsrc=scn/tw/te/pe/ed/burdensharing>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
 30. Labour mobility in the EU: challenges and perspectives for a genuine European labour market / European commission, 2016. – 2016.
 31. Muellbauer, J. Gains for All: Euro-insurance-bonds: a long-term solution for the European sovereign debt problem? / J. Muellbauer // Oxford Economics – 2014. – P. 31-40.
 32. Phillippon T., Hellwig C. Eurobills, not Eurobonds [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : VOX, 2011. - Режим доступа: <http://voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds/> , свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
 33. Portugal Sells Six-Month Debt With Negative Yield for the First Time [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : The Wall Street Journal, 2015. - Режим доступа: <http://www.wsj.com/articles/portugal-sells-six-month-debt-with-negative-yield-for-the-first-time-1432129319> , свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
 34. Portuguese bond yield drops below US Treasuries [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Financial Times, 2015. - Режим доступа: <http://www.ft.com/intl/fastft/281513/portuguese-bond-yield-drops-below-us-treasuries> , свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
 35. Roubini on internal devaluation [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : The NY Times, 2011. - Режим доступа: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/11/05/roubini-on-internal-devaluation/>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
 36. Shifting sands: how a banking retrenchment is reshaping Europe's corporate bond market / ПИСТЕТ, 2014. – 2014. – P.16.
 37. Squeezed bank dealers quit European government bond markets [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : Reuters, 2015. - Режим доступа:

- <http://www.reuters.com/article/eurozone-bonds-dealers-idUSL8N14R0GW>, свободный.
- Загл. с экрана - Яз. англ.
38. The Walking Dead: Something is Rotten in Europe's Banking System [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : David Stockman's contra corner, 2016. - Режим доступа: <http://davidstockmanscontracorner.com/the-walking-dead-something-is-rotten-in-the-banking-system/> , свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
 39. Tielens, J., Van Hove, J., Van Aarle, B. Effects on Eurobonds: A stochastic sovereign debt sustainability analysis for Portugal, Ireland and Greece / J. Tielens, B. van Aarle, J. Van Hove // Journal of Macroeconomics – 2011. – P. 156-173.
 40. Ubide, A. Stability bonds for the Euro Area / A. Ubide // Peterson Institute for International Economics. – 2015. – P. 9.
 41. What drives government bond yields [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : SNBCHF, 2015. - Режим доступа: <http://snbchf.com/markets/bonds/government-bond-yields/> , свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.
 42. URL: <http://aft.gouv.fr/> (Дата обращения: 10.12.2015)
 43. URL: <http://cbonds.ru/> (Дата обращения: 21.04.2016)
 44. URL: <http://ec.europa.eu/> (Дата обращения: 06.05.2016)
 45. URL: <http://www.bis.org/> (Дата обращения: 27.11.2015)
 46. URL: <http://www.deutsche-finanzagentur.de/> (Дата обращения: 10.12.2015)
 47. URL: <http://www.dt.tesoro.it/> (Дата обращения: 12.12.2015)
 48. URL: <http://www.investing.com/> (Дата обращения: 15.03.2016)
 49. URL: <http://www.tradingeconomics.com/> (Дата обращения: 20.04.2016)
 50. URL: <https://data.oecd.org/> (Дата обращения: 11.12.2015)
 51. URL: <https://www.ecb.europa.eu/> (Дата обращения: 27.04.2016)

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

Динамика доходностей по государственным облигациям и основных макроэкономических показателей на примере Испании и Португалии⁷³

График 4. Макроэкономические показатели Португалии

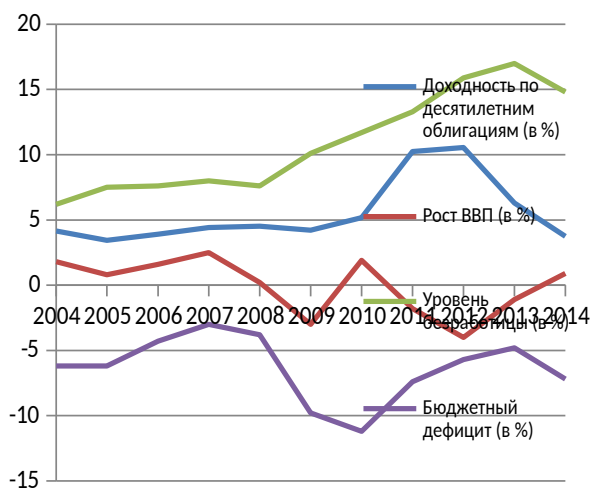


График 5. Государственный долг / ВВП Португалии (в %)

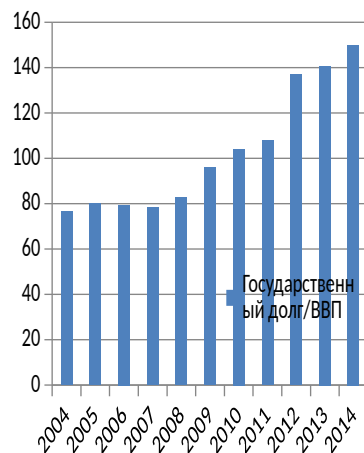


График 6. Макроэкономические показатели Испании

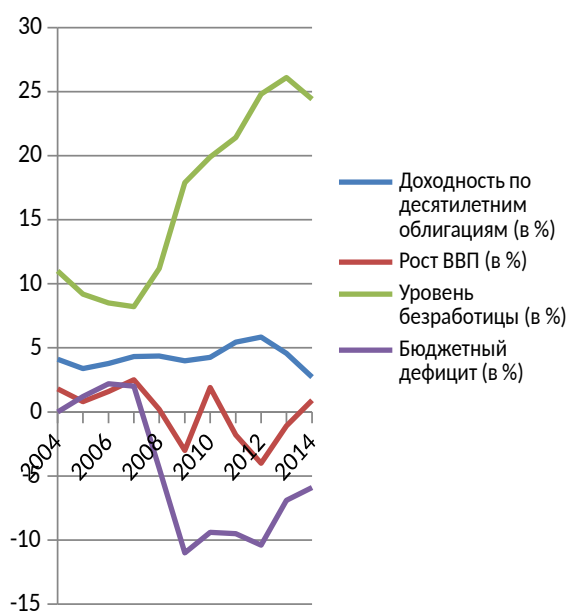
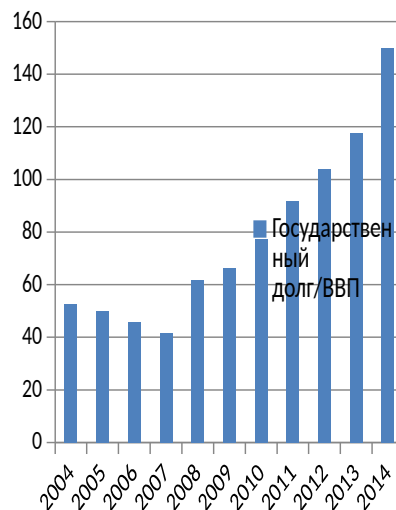


График 7. Государственный долг / ВВП Испании (в %)



73[□] OECD Data [Электронный ресурс] - Электрон. дан. - М. : OECD, 2015. - Режим доступа: <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm>, свободный. - Загл. с экрана - Яз. англ.