

Ф. Бассанини и Э. Ревильо

Финансирование долгосрочных инвестиций для устойчивого роста в Европе

(Russian translation of F. BASSANINI and E. REVIGLIO, *New European Institutional Long Term Financial Instruments for a Strong, Sustainable and Balanced Global Growth*, Goteborg, Conference Eurofi, 2009)

Абстракт

Кризис оказывает серьезное воздействие на все основные государства-члены ЕС. По оценкам, соотношение государственного долга к ВВП достигнет 100% к 2014 г., и все сложнее становится получать гранты от ЕС или из национальных государственных бюджетов для финансирования проектов в рамках общеевропейской политики, в особенности ключевых инфраструктурных проектов, играющих первостепенную роль в стратегии выхода из кризиса. В настоящей работе мы описываем ряд новых финансовых инструментов ЕС для финансирования инфраструктуры в Европе. Мы утверждаем, что растущая потребность Европейского союза в привлечении значительных финансовых ресурсов мировых рынков для поддержки стратегических инвестиций необходима для обеспечения элитного статуса региона в сферах знания, технологии, окружающей среды, культуры, социального единства и гражданского прогресса. В будущем мировые финансовые рынки с большой вероятностью продемонстрируют рост сбережений в странах с развивающейся экономикой. В ходе недавнего кризиса значительно усилилась конкуренция между объемом государственного долга в странах с развитой экономикой. Страны с высокой степенью социального единства, технологическими достижениями и бережным отношением к окружающей среде будут пользоваться доверием инвесторов со всего мира и привлекать все большее число ресурсов. Многие заинтересованы в сильном и стабильном евро, а Европейский союз по-прежнему пользуется репутацией надежной экономической зоны, отчасти благодаря подписанию Пакта стабильности и роста и жесткой антиинфляционной политике ЕЦБ.

ЕС, соответственно, придется увеличить долю кредитного капитала в евро, используя оптимизированную комбинацию долгосрочного капитала и долговых инструментов (таких как проектные облигации и схемы гарантий), выпущенных крупными европейскими фондами и другими подобными долгосрочными государственными и частными финансовыми учреждениями и инвесторами. Осуществление проектов, предусмотренных Лиссабонской стратегией потребует создания совместных европейских предприятий для привлечения капитала в промышленной и финансовой

сфере. Эти действия, осуществляемые параллельно с выпуском европейских суверенных долговых ценных бумаг, будут способствовать сближению европейских народов и обеспечат политическое единство Союза.

В ближайшие годы Европа может стимулировать рост путем значительных инвестиций в энергетику, окружающую среду, транспорт и телекоммуникации и использования инновационных долгосрочных финансовых инструментов, которые не обременяют государственный бюджет и, соответственно, будущие поколения. Важными шагами по выводу экономики из кризиса являются следующие: (1) стимулирование роста ВВП в секторах, которые обеспечивают «заметный, устойчивый и сбалансированный» экономический рост, (2) уменьшение инвестиций за счет государственного бюджета; (3) создание значительного внешнего позитивного эффекта для экономики, окружающей среды и социального единства; (4) содействие в корректировке государственного бюджета путем возобновления роста ВВП и, соответственно, доходов.

1. Введение

Естественно предположить, что экономический и финансовый кризис 2008-2009 гг. приведет к радикальному изменению программы управления ресурсами и бюджетом Европейского союза. Необходимость определенных изменений очевидна уже сейчас.

Стратегия по выводу Евросоюза из кризиса еще обсуждается. Хотя необходимо немедленное улучшение ситуации, принимаемые меры также должны быть рассчитаны на будущее, стимулируя и укрепляя рост в долгосрочной перспективе. Принятие некоторых решений остается исключительной прерогативой отдельных правительств, хотя мы надеемся, что вскоре будут приняты соответствующие программы сотрудничества в Европе и поддержки со стороны мирового сообщества. Безусловно, политика достижения общего блага, разделяемая единой Европой, принесет лучшие результаты.

Кризис оказывает серьезное воздействие на все основные государства-члены ЕС и почти все страны с развитой экономикой. Главным бичом является государственный долг, растущий в результате несогласованных действий правительств по выводу экономики из кризиса и мер по стимуляции экономической и финансовой системы, а также негативного воздействия рецессии на показатели государственного бюджета и налоговые доходы. Растущий долг

приводит к снижению существующих ресурсов Европы, и все сложнее становится получать гранты от ЕС или из национальных государственных бюджетов для финансирования проектов в рамках общеевропейской политики, в особенности ключевых инфраструктурных проектов, играющих первостепенную роль в стратегии выхода из кризиса¹.

Благодаря глобализации у Европы появились интересные возможности. Страны с развивающейся экономикой, обладающие значительными денежно-валютными ресурсами, склонны к диверсификации резервов и инвестиций, и поэтому готовы вкладывать большие средства в Европу.

Многие заинтересованы в сильном и стабильном евро, а Европейский союз по-прежнему пользуется репутацией надежной экономической зоны, отчасти благодаря подписанию Пакта стабильности и роста и жесткой антиинфляционной политике ЕЦБ.

Хотя справедлив прогноз, в соответствии с которым среднее соотношение государственного долга к ВВП в еврозоне достигнет 100% к 2014 г., ситуация в двух других крупных странах с развитой экономикой будет еще более напряженной: в Японии это соотношение вырастет с 217% в 2009 г. до 245% в 2014 г., а в США с 84,8% до 108%.²

В ближайшем будущем ценные бумаги, выпущенные государствами-участниками ЕС уже не будут находиться в невыгодной позиции по сравнению с суверенными выпусками крупнейших стран мира. Более того, Европа обладает всеми возможностями для наращивания заемного капитала и привлечения средств с мировых рынков с целью финансирования долгосрочных инвестиций в

¹что демонстрируют меры экономического стимулирования, принятые ведущими странами, не являющимся членами ЕС, от США до Китая.

² Прогнозы соотношения государственного долга к ВВП содержатся в отчете МВФ «Состояние государственных финансов: налоговый мониторинг по странам за ноябрь 2009 года», 3 ноября 2009 года. См. также МВФ «Состояние государственных финансов: перспективы и среднесрочная политика после кризиса 2008 года», 6 марта 2009 года, стр. 22-26; а также МВФ «Налоговые последствия мирового экономического и финансового кризиса», Информация для сотрудников, 6 июня 2009 года, стр. 22-30.

инфраструктурные проекты (транспорт, энергетика, телекоммуникации), которые дают гарантированный, хотя и отложенный доход.

Иными словами, по окончании кризиса организаторы европейских инфраструктурных проектов должны будут стремиться к привлечению финансирования со стороны частного капитала, а также со стороны государств, не входящих в Евросоюз, а не довольствоваться маловероятной перспективой получения средств из государственных бюджетов. Для достижения успеха будет необходимо использовать инновационные финансовые инструменты, которые мы опишем подробнее в настоящей работе.

2. Последствия мирового экономического и финансового кризиса

По данным отчета, недавно опубликованного Международным валютным фондом,³ финансовый кризис окажет существенное воздействие на государственные финансы большинства стран мира. Соотношение государственного долга к ВВП в большинстве стран с развитой экономикой, входящих в «большую двадцатку», составило 101,8% ВВП в 2009 году и может вырасти до 121,7% в 2014 году. Ожидается, что самый большой государственный долг окажется у промышленно развитых стран, в то время как в странах с развивающейся экономикой он будет в целом сохраняться на уровне около 30% ВВП. К первой категории относятся такие страны как Япония (от 218% в 2009 году до 245% в 2014 году), Италия (от 115,3% до 128,5%), США (от 84,8% до 108%), Германия (от 78,7% до 89,3%), Франция (от 78% до 96,3%) и Великобритания (от 68,7% до 98,3%). Во вторую категорию входят Китай (от 20,2% до 20%), Бразилия (от 68,5% до 58,8%), Индия (от 84,7% до 78,6%), Мексика (от 47,8% до 44,3%) и Россия (стабильно на уровне 7,2%). В долгосрочной перспективе соотношение государственного долга к ВВП в странах с развитой экономикой в 2050 году может даже превысить 250%.

Это означает, что в ближайшие десятилетия не только произойдут глубокие структурные трансформации в потоке сбережений и товаров как часть глобализации рынка, но и что произойдет пересмотр – существенный сдвиг

³ Там же.

парадигмы – теории и практики сложившихся на сегодняшний день мировых валютных систем. Разговоры о новом Бреттон-Вудсе или просто попытка представить действия, которые предпримут «стареющие» западные страны в ближайшие 50 лет для сохранения лидирующих позиций в мировой экономике, требует серьезной ревизии ценностей и целей, формирующих «новый мир», в котором будут жить наши дети и внуки.

Рекомендации Международного валютного фонда весьма разумны, однако трудноосуществимы и, возможно, недостаточны для борьбы с системным кризисом. Казалось бы традиционные шаги, направленные на обеспечение временного характера стимулирующих мер, отказ от политики протекционизма, резкое ограничение дефицита по выходе из кризиса, осуществление структурных реформ, способствующих росту, а также реформы пенсионной системы и здравоохранения, разумны, однако «традиционной мудрости» Международного валютного фонда приходится сталкиваться с новыми запросами и проблемами. В будущем контраст между старым и новым миром будет становиться все более резким. Богатый и могущественный старый мир дряхлеет и погряз в долгах. Все еще слабый и бедный новый мир молод, в гораздо меньшей степени обременен долгами и, следовательно, обладает большим потенциалом накопления средств. Куда будут направлены эти потоки сбережений в ближайшие 20-30 лет? Какие валюты выберут в качестве резервных центральные банки стран мира? Какие правительственные ценные бумаги включают в свои портфолио представители формирующегося среднего класса в Китае, Индии, Бразилии и России? В настоящий момент около 80% финансовых сбережений приходится на долю западных стран. Однако финансовые активы стран с развивающейся экономикой растут очень быстрыми темпами (в 2-3 раза превышающими рост ВВП). В долгосрочной перспективе ожидаются глобальные структурные изменения, причем некоторые тенденции уже наметились. Прогнозы легко выводятся из имеющихся данных, если следовать типичной неокейнсианской макроэкономической позиции экономистов МВФ, авторов прогноза. Стоимость новых активов, приобретенных правительствами в ходе кризиса, может существенно увеличиться, после того как экономика войдет в нормальное русло.

Однако прогнозы могут не оправдаться, если правительства будут предпринимать действия и осуществлять политику, которые не были предусмотрены.

Только что описанный сценарий ставит вопросы, на которые непросто дать ответ. Следует ли ожидать массового перетока денежных ресурсов из старого мира в новый? Смирится ли старый мир с медленным неуклонным угасанием или, как и в прежние времена, будет бороться, что включает возможность военных действий? Решатся ли могущественные гиганты мирового капитализма на массированную инфляцию для снижения налогового бремени, что сопряжено с серьезным риском развития «новых идеологических безумств» и, соответственно, потенциально может причинить серьезный социальный ущерб и разрушения? Останутся ли ЕЦБ и Федеральный резерв США инертными, не препятствуя развитию этого зловещего сценария? Возможно ли разрешение конфликта интересов посредством системы «мирового экономического правления», в рамках которой будет возможно осуществление масштабной долгосрочной политики, направленной на экологическую, социальную, демографическую, коммерческую и валютно-денежную устойчивость?

Для начала необходимо серьезно обдумать возможные меры по выходу из «нового фискального кризиса правительств», охватившего страны с развитой экономикой «большой двадцатки». Недавняя травма в значительной степени ослабила государственные финансы стран, которые только собирались с духом, чтобы преодолеть надвигающийся демографический шок.⁴ Какие риски могут породить эти непростые необходимые изменения? Наблюдающееся сейчас внезапное увеличение государственного долга не имеет прецедентов в западной истории, за исключением военного периода. С учетом стоимости мер, предпринимаемых для поддержки финансовых систем (по оценкам МВФ, она приближается к 5% ВВП в странах с развитой экономикой), бедствие, вызванное рецессией и финансовыми условиями, которые не могут быть объяснены исключительно фазой экономического цикла, приняло невиданные масштабы.

⁴ См. К. Котарелли и Дж. Виналос, «Стратегия нормализации налоговой и денежной политики в странах с развитой экономикой», МВФ, Информация для сотрудников 09/22, 22 сентября 2009 года.

Дефицит с корректировкой на деловой цикл все еще будет высоким в 2010 году, составляя 3,5% ВВП. Окончание действия мер финансового стимулирования означает снижение бремени государственных бюджета примерно на 1,5% ВВП. Между тем, все страны имеют большие долги, и ожидается, что процентные ставки при обслуживании долга возрастут по крайней мере на 2% с 2014 года. Наконец, примерно через пять лет демографическая ситуация начнет оказывать значительное воздействие на экономику, представляя серьезную угрозу фискальной стабильности правительств. Что делать?

Соотношение государственного долга к ВВП может быть уменьшено⁵ путем стимулирования инфляции, профицита бюджета и роста ВВП. Первый путь не рекомендуется, и против него, безусловно, будет выступать ЕЦБ. Однако на мировом уровне (в особенности в США, где гораздо более гибкая валютно-денежная политика) мы не можем исключать возможности применения инфляция в качестве инструмента борьбы с долговым пузырем, появившимся во время кризиса. Недавно было подсчитано, что при 6% инфляции за ближайшие пять лет среднее соотношение государственного долга к ВВП в странах с развитой экономикой может сократиться на 8-9% по сравнению с базовым сценарием (инфляция 2%).⁶ Естественно, инфляция более 10% имела бы совершенно иные последствия. Печальный опыт 1970-х гг. служит аргументом против такого шага. Фактически высокая инфляция серьезно препятствует справедливому распределению ресурсов, снижает экономический рост, больше всего бьет по беднейшим слоям населения, создает социальную и политическую нестабильность, к тому же инфляцию, вышедшую из-под контроля, очень сложно обуздать, а ее негативные последствия

⁵в дополнение, безусловно, к приватизации, распределению кредиторской задолженности, и, косвенным образом, распоряжению государственными активами, а также прочим «чрезвычайным» мерам, включая так называемый «остаточный компонент» (корректировка величины запасов).

⁶ Расчет был представлен Кеном Рогоффом, профессором государственной политики в Гарварде и бывшим ведущим экономистом МВФ, в нескольких недавних публикациях. Например «Страны могут утонуть в долгах» (*"Countries are so deep in debt, they risk drowning in red ink"*), The Globe, 10 ноября 2009 года. По другим недавним подсчетам, 6% инфляция может привести к 20% сокращению соотношения государственного долга к ВВП. См. Айзенман и Марион «Инфляция как инструмент снижения государственного долга США», Рабочие документы Национального бюро экономических исследований 15562, 2009.

непредсказуемы. Необходимо сохранить ценовую стабильность, чему должны поспособствовать центральные банки.

Второй путь сокращение государственного долга, значительный профицит на протяжении ряда лет, трудно достижим на практике, хотя и кажется единственной альтернативой. В последние 15 лет крупным западным странам не удавалось сократить текущие расходы,⁷ и профицит (или инициативы, непосредственно способствовавшие снижению долга) достигался благодаря чрезвычайным мерам, таким как приватизация, налоговые амнистии и бухгалтерские операции. В лучшем случае жесткая финансовая политика могла бы привести к сохранению соотношения на постоянном уровне, но снизить его очень трудно. По подсчетам МВФ, для того, чтобы свести правительственный долг на докризисный уровень, средняя бюджетная корректировка стран с развитой экономикой, входящих в «большую двадцатку» (между 2011-2020 годами) должна составить порядка 8% ВВП, из которых 1,5% придутся на снижение расходов по экономическому стимулированию, 3,5% - на основные расходы (за исключением расходов на здравоохранение и пенсии), а 3% - на дополнительные доходы в результате рационализации налогов, противодействия уклонению от налогов и повышения налогов. Еще 3-4% ВВП пошли бы на расходы на здравоохранение и выплату пенсий в связи с демографическими изменениями. Для этого потребовалось бы на протяжении десяти лет урезать расходы или увеличивать налоги на 1-1,5% ВВП ежегодно. Иными словами, каждый год на протяжении 10 лет 27 государствам-участницам ЕС, крупнейшей экономической зоны мира, требовалось бы 150-200 млрд евро, получаемых в результате сокращения расходов (или увеличения доходов). Этот скользкий политический путь может оказаться опасным, если народ перестанет поддерживать политиков, не располагающих иными ресурсами, кроме сокращения расходов или повышения налогов. Вероятно, что вопрос «нового

⁷ Однако необходимо отметить, что Италия сократила расходы в отношении оплаты труда правительственных чиновников на 2% ВВП между 1994 и 2000 годами, и в стране все еще масса возможностей для проведения жесткой политики сокращения текущих расходов, в особенности это касается промежуточных расходов правительственных департаментов.

фискального кризиса государств» будет снова доминировать в политических дискуссиях в ближайшие годы.

Наконец, третья возможность, - повышение среднего роста ВВП. Это самый благоприятный, но маловероятный вариант развития событий. В странах с развитой экономикой фиксируется скромный рост, если не стагнация (за последние 15 лет рост не превышал 2%, в то время как 30 лет назад он составлял в среднем 5%). Превозносимые всеми реформы по либерализации рынков, поощрению конкуренции и развитию сил свободного рынка не принесли желаемых результатов. Тем не менее рост является сильным союзником в борьбе против долга. Например, при долге, равном 100% ВВП, ежегодный рост на 1% (допуская государственные расходы на постоянном уровне и налоговую ставку 40%) может привести к снижению соотношения долга к ВВП на 28% за десять лет. Реальным способом стимуляции роста является привлечение долгосрочного капитала в европейские инициативы с сильным экологическим компонентом – инвестиции, которые вносят значительный вклад в развитие экономики и сопряжены с минимальным использованием государственных ресурсов. Эту возможность мы рассмотрим ниже.

3. Падение доллара и восхождение евро?

Согласно распространенному мнению, финансовый кризис 2007/2008 годов ослабил доллар и открыл новые возможности для мировых валют.

На самом же деле доллар укрепился. Инвесторы, на которых негативно повлиял кризис, искали спасения на рынке государственных ценных бумаг США: эти ценные бумаги – самые ликвидные в мире, и в недавние беспокойные времена повсеместно считались лучшим способом вложения сбережений. Фактически никто не ставил под сомнение стабильность доллара.

Что касается резервов центральных банков, по данным МВФ, 64% мировых резервов хранятся в долларах, и эта цифра постоянно росла в последние два года.⁸ Таким образом, хотя справедливо, что во время кризиса американские инвесторы переводили активы с депозитов и банковских ценных бумаг в правительственные ценные бумаги до постепенного возврата к прежней схеме вложений, к центральным банкам мира это не применяется; они постоянно накапливали резервы в долларах более быстрыми темпами, чем в докризисный период, тем самым финансируя дефицит в США. Все еще имеет смысл держать резервы в той же валюте, в которой выражается внешний долг и ведутся расчеты при международной торговле. Эти средства используются для выплат по долгам, упрощения товарооборота и осуществления вмешательства на международных валютных рынках.

Укрепление доллара может оказаться краткосрочным явлением. Можно утверждать, что большое число ценных бумаг, выпущенных финансовым рынком США, начинает подрывать доверие к доллару и правительственным ценным бумагам США. На протяжении ближайших нескольких лет Соединенные Штаты будут вынуждены выпускать большое количество долговых ценных бумаг, отчасти для финансирования масштабной программы помощи предприятиям и пакета мер по стимулированию экономики, одобренных в 2008-2009 годах. При очевидном снижении темпов финансовой глобализации это может создать серьезные проблемы для Соединенных Штатов при финансировании дефицитов бюджета и торгового баланса. После Второй мировой войны союзники и торговые партнеры финансировали американский долг в том числе и по политическим причинам: это была единственная сверхдержава, способная противостоять советскому блоку. Соединенные Штаты получали поддержку в обмен на военную и экономическую помощь, а доллар оставался доминирующей валютой. Эта система мотивации больше не работает.

По всей вероятности, такая ситуация приведет к постепенной потере долларом лидирующих позиций в области резервов и международной торговли.

⁸ Данные по предполагаемому составу резервов центральных банков см. в отчете «Валютный состав государственных резервов в иностранной валюте» МВФТ (база данных COFER), 30 сентября 2009 года.

Развивающиеся страны с высокими темпами роста при все усиливающейся тенденции к многополярности будут тяготеть к наращиванию резервов в иностранной валюте и должны будут рассмотреть альтернативные варианты. В результате этого процесса диверсификации скорее всего выиграют евро и Европа.

В 2008 году 45% международных ценных бумаг были выпущены в долларах, и только 32% - в евро.⁹ По данным Банка международных расчетов (БМР),¹⁰ в 2007 году 86% всех международных сделок осуществлялись в долларах и 38% в евро.¹¹ В апреле 2008 года, по данным МВФ, 66 стран использовали доллар в качестве базовой валюты при экспорте, и только 27 - евро.¹²

Центральные банки предпочитают валюты, на которые не влияет инфляция, но еще более важна возможность монетизации для использования на открытых рынках. Последнее зависит от ликвидности и глубины рынка правительственных ценных бумаг, выпущенных в этой валюте. Американский рынок ценных бумаг — все еще крупнейший рынок правительственных облигаций: почти две трети резервов центральных банков выражены в долларах, при этом фунт стерлингов и швейцарский франк отвечают только за 2% и 1% соответственно.

Следовательно, единственной альтернативой доллару в ближайшей перспективе является евро. ВВП Европейского союза превышает ВВП Соединенных Штатов. Заданы жесткие рамки инфляции, которые эффективно выполняются. Подписание Пакта стабильности и роста поспособствовало стабильности государственных финансов. При этом на настоящий момент только 16 стран-участниц ЕС приняли евро, и существует разница между ценными бумагами этих стран: национальные экономики не всегда идут в ногу друг с другом. Более крупным рынкам, таким как Италия, свойственная некоторая экономическая и политическая нестабильность, но важность евро в качестве резервной валюты несомненно увеличится, особенно в

⁹ МВФ «Состав валютных резервов», *цит. пр.*; См. Р. Могадам «Резервные валюты в посткризисной международной валютно-денежной системе», 24 сентября 2009 года, iMFdirect; а также Л. Голдберг и С. Тий «Ключевая валюта в международной торговле» в *Journal of International Economics*, выпуск 76, том 2, стр. 177-192, декабрь 2008 года.

¹⁰ БМР «Трехгодичный обзор ежегодной торговли», 2007 год.

¹¹ Общая сумма по всем валютам составляет 200%, поскольку каждая сделка предусматривает использование двух валют.

¹² МВФ «Состав валютных резервов», *цит. пр.*

странах, которые граничат с континентальной Европой, т.е. странах Средиземноморского бассейна и Россия. Обороты торговли в евро увеличиваются, резервы в евро центральных банков близлежащих стран будут расти. Между 2008 и 2009 годами резервы в евро центрального банка России выросли с 42 до 47% от общих резервов, а резервы в долларах сократились с 47 до 41%.¹³

Диверсификация резервов Китая окажет куда более значительное воздействие. По оценке, 60% официальных резервов центрального банка Китая выражены в долларах, и эта зависимость вызывает беспокойство. Внезапное изменение тактики Китая может привести к резкому падению стоимости американских ценных бумаг, что окажет негативное воздействие как на Китай, резервы которого обесценятся, так и на Соединенные Штаты, которые будут вынуждены поднимать их стоимость. Поэтому, вероятно, Китай примет стратегию постепенной диверсификации, которая займет несколько десятилетий. Хотя и постепенное, это изменение – с учетом задействованных объемов – является крайне важным и может оказать существенное воздействие на экономику в краткосрочной и среднесрочной перспективе.¹⁴

Очевидно, создание единого европейского суверенного рынка облигаций в ближайшей перспективе будет представлять серьезную конкуренцию американскому рынку,¹⁵ при этом все большее внимание будет уделяться евро и, соответственно, европейскому долгу для финансирования инфраструктуры и развития в Европе.

¹³ Л. Голдберг и С. Тий, цит. пр., стр. 184.

¹⁴ Неслучайно, что на протяжении некоторого времени ведется дискуссия о возможности перевода части мировых резервов в Специальные права заимствования МВФ на основе четырех валют (доллар, евро, иена и фунт стерлингов). Это сигнал возвращения к идее «банкора», предложенного Кейнсом после Первой мировой войны.

¹⁵ «Недавний мировой экономический кризис вызвал разговоры о выпуске еврооблигаций при поддержке всех стран зоны евро, включая, что наиболее важно, Германию. Если этот выпуск будет носить масштабный характер, а такие долговые обязательства заменят национальные долговые ценные бумаги стран-участниц, в зоне евро сложится рынок, по своему единству и ликвидности примерно соответствующий рынку казначейских облигаций США. Однако вряд ли правительство Германии согласится на такой радикальный фискальный федерализм в числе других стран...» (Б. Айхенгрин, «Дилемма доллара», *Foreign Affairs*, сентябрь/октябрь 2009 года, стр. 58).

Суверенный европейский долг около 15-20% ВВП Европейского Союза составит 2-3 000 млрд евро.¹⁶ Это относительно небольшая часть общего государственного долга 27 стран-участниц ЕС, равного 61,5% ВВП Европы в 2008 году; по оценкам Европейской Комиссии эта цифра вырастет до 72% в 2009 году и 79,4% в 2010 году;¹⁷ однако она достаточна для осуществления значительных стратегических инвестиций.

4. Инвестиции в инфраструктуру и роль долгосрочных институциональных инвестиций¹⁸

Уже сегодня необходимо начать разработку долгосрочного плана по решению главных проблем, с которыми столкнулось общество: изменений климата, недостаточности природных ресурсов, загрязнения окружающей среды, нищеты, проблемы иммиграции и образования. Стратегии выхода из экономического и финансового кризиса должны разрабатываться на основе этого плана. Стратегические инвестиции в инфраструктуру, энергетику, телекоммуникации и человеческие ресурсы играют ключевую роль в улучшении качества жизни и интеграции общества, которые являются необходимыми предпосылками для благоприятного развития экономики в целом.

Перспективным является курс на решение долгосрочных мировых проблем, нацеленный, в первую очередь, на борьбу с климатическими изменениями и на улучшение качества жизни в крупных городах. Переход на экономику с низким уровнем выделения CO₂, а также создание предпосылок для быстрой урбанизации – это планы, требующие значительных инвестиций в инновационные технологии,

16 ВВП 27 стран-участниц ЕС (2008 год) составил 12 506 млрд евро (по данным Евростат).

¹⁷ Европейская комиссия «Государственные финансы в ЕВС в 2009 году», май 2009 г.

¹⁸ Подробнее см.: Ф. Бассанини и Э. Ревильо «Новые европейские институциональные долгосрочные финансовые инструменты для устойчивого и сбалансированного роста», опубликовано в *Astrid Rassegna*, № 17/2009, www.astrid-online.it/rassegna/06-10-2009/Bassanini_Reviglio_Goteborg_riimpag.pdf); также «Время выплат по европейскому суверенному долгу», опубликовано в *Il Sole 24 Ore*, 7 октября 2009 г. (см. www.astrid-online.it/Riforma-de/Rassegna-Bassanini_reviglio_Sole24Ore_prox_pubbl.pdf); также доклад на тему «Долгосрочные инвестиции. Европейский ответ кризису на пути к новой европейской политике по созданию блага для будущих поколений: сеть “Маргарита”», представленный на Парижской конференции перспективных ценностей и экономической стабильности, г. Париж, июнь 2009 г., опубликован в *Astrid Rassegna*, № 12/2009 г.

возобновляемые источники энергии, водную инфраструктуру, телекоммуникации и транспорт. Данный ряд секторов способен дать высокий доход, стимулируя эффективные потоки инвестиций, а также экономический рост и создание новых рабочих мест.

Мировой спрос на инвестиции в энергетику, окружающую среду и инфраструктуру по оценкам специалистов резко возрастет в течение нескольких последующих лет.¹⁹ Согласно недавним прогнозам, капитальные расходы в энергетическом секторе в 2010-2030 гг. составят 26 трлн долл. США (по данным 2008 г.), т. е. приблизительно 1,1 трлн долл. США (1,4% от мирового ВВП) в год.²⁰ Потребности в инвестициях в производство энергии составят около 53% от всех потребностей в инвестициях в данном секторе. Около половины мировых инвестиций будет сконцентрировано в странах с развивающейся экономикой, в которых спрос и предложение будут расти высокими темпами.

По оценкам Всемирного банка ежегодные инвестиции в новую инфраструктуру в Европе составят 40 млрд евро. Еще 60 млрд евро потребуется на обслуживание и замену имеющейся инфраструктуры (в основном, в области производства энергии, телекоммуникаций и транспорта). Согласно последним оценкам Центра исследований европейской политики, общие затраты на транспортную и энергетическую инфраструктуру, необходимые лишь для решения вопросов, связанных с изменениями климата в Европейском союзе, составят приблизительно 50 млрд евро ежегодно в последующие 40 лет.²¹

В недавнем отчете Европейская комиссия предложила свою оценку общих затрат на проекты Трансъевропейской транспортной сети (TEN-T и TEN-E):²² расходы на транспорт оцениваются в 900 млрд евро (1996-2020 гг.), из них 400 млрд евро уже потрачено к концу 2007 г. и 500 млрд евро будет потрачено к 2020 г.

¹⁹ Если не указано иное, то сведения, представленные в данном разделе, были заимствованы и отчасти переработаны на основании отчета рабочей группы Европейской комиссии «Европейский фонд развития энергетики, инфраструктуры и борьбы с изменениями климата 2020 («Маргарита»)), подготовленного для совета ЭКОФИНа, г. Брюссель, 19 июня 2009 г.

²⁰ СЭИ-ОЭСР «Обзор мировой энергетики», октябрь 2009 г.

²¹ Центр исследований европейской политики (CEPS) «Финансовые последствия климатических изменений: требуемые ресурсы», 2008 г.

²² Европейская комиссия «Трансъевропейские сети: интегрированный подход», Информационное письмо 135, 21 марта 2007 г.

Расходы лишь на приоритетные проекты оцениваются в 400 млрд евро (1996-2020 гг.), из них около 130 млрд евро уже инвестировано к концу 2007 г. и 270 млрд евро будет потрачено к 2020 г. Европейскому союзу понадобится инвестировать, по крайней мере, 30 млрд евро в энергетическую инфраструктуру к концу 2013 г. (6 млрд евро на передачу электроэнергии, 19 млрд евро на газовые трубопроводы и 5 млрд евро на терминалы сжиженного природного газа) с целью достижения приоритетных целей, указанных в Директиве по Трансъевропейским энергетическим сетям (TEN-E). Для подключения станций, использующих возобновляемые источники энергии, потребуется от 700 до 800 млн евро в год.²³

Очевидно, что финансирование инвестиций такого масштаба за счет государственных ресурсов затруднительно, в особенности в свете увеличения государственного долга европейских стран в результате финансового кризиса. Больше средств должно поступать от частных европейских инвесторов и государственных ресурсов стран, имеющих финансовые излишки. Вопрос форм и инструментов, необходимых для преобразования таких средств в долгосрочные инвестиции в инфраструктуру, является ключевым для выхода из кризиса и разработки модели устойчивого и сбалансированного мирового экономического роста. Учитывая структурные ограничения, налагаемые на государственное финансирование во многих промышленно развитых странах, новые долгосрочные финансовые инструменты, способные привлечь частные инвестиции, будут особенно выгодными для облегчения бремени государственного бюджета и будущих поколений при сохранении прямых государственных инвестиций в долгосрочные активы и человеческий капитал.

Кризис привел к изменению профилей рисков инвесторов. В будущем мы, вероятно, станем свидетелями повышения спроса на долгосрочные инвестиционные продукты с низким уровнем риска со стороны крупных

²³ Согласно исследованию рынка, проведенному компанией McKinsey по заданию рабочей группы, ответственной за «Европейский фонд развития энергетики, инфраструктуры и борьбы с изменениями климата 2020 («Маргарита»)» в мае 2009 г. (см. в настоящем документе), объем европейского рынка, на котором действует Фонд, (транспортная инфраструктура, энергетические системы, возобновляемые источники энергии и климатические изменения) по оценкам будет составлять 30 млрд евро ежегодно.

пенсионных фондов, страховых компаний, суверенных фондов благосостояния и домохозяйств, а также мелких инвесторов.

Совмещение спроса на долгосрочные финансовые инвестиции с низким уровнем риска со спросом на финансирование инфраструктуры, обещающей надежный и стабильный приток денежных средств, создает возможность для выхода из кризиса. Данное решение могло бы способствовать поддержанию широкого спроса на новую инфраструктуру в будущем и одновременно восстановлению мировых финансовых рынков.²⁴ В этом отношении значительный вклад в долгосрочное экономическое и социальное планирование также приносят инвесторы, которые становятся основными союзниками мировых лидеров, определяющих политический курс развития, в своих попытках восстановления баланса, утраченного в связи с кризисом, и достижения экономической и финансовой стабильности как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

Для поддержки долгосрочных инвесторов необходимо создание новой нормативной пруденциальной системы, включающей специальные стимулирующие меры, соответствующие правила бухгалтерского учета, эффективные системы корпоративного управления и новые правила сегментирования финансовых рынков.²⁵

5. Воздействие финансового кризиса на частные финансовые инициативы и сеть «Маргарита»

Традиционные источники погашения старшего долга инфраструктурных и энергетических проектов в значительной мере иссякли в ходе мирового кризиса.

²⁴ Подробнее см. Ф. Бассанини и Э. Ревильо, «Долгосрочные инвестиции. Европейский ответ кризису на пути к новой европейской политике по созданию блага для будущих поколений», цит.пр.

²⁵ Подробнее см. рабочий доклад Eurofi «Необходимость создания специального подхода к долгосрочным инвестициям», июнь 2009 г., опубликованный в Интернете по адресу http://www.astrid-online.it/Dossier--d1/DISCIPLINA/Note-e-con/EUROFI Long-term-Investment Working-paper_29_06_09.pdf; Ф. Бассанини и Э. Ревильо, «Новые европейские институциональные долгосрочные финансовые инструменты для устойчивого и сбалансированного роста», цит. пр.

Рынки капиталов предоставляют недостаточное финансирование долга в данных секторах в связи с нехваткой сделок, субсидируемых узкоспециализированными страховыми компаниями, а также низкой заинтересованностью инвесторов в проектах с негарантированными облигациями.

Получение долгосрочного банковского кредита в настоящее время также затруднено из-за ограничений ликвидности и капитала главных банковских групп. Наблюдается снижение объемов синдицированных кредитов, а также средств, выделяемых банками на финансирование индивидуальных сделок.

Поскольку финансовые институты все больше и больше стремятся уйти от рисков, финансовым структурам, использующим заемные средства, сейчас требуется намного больше собственного капитала, чем прежде. Сложно начать реализацию крупных инфраструктурных проектов без привлечения государственных средств или средств долгосрочных государственных институциональных инвесторов, способных привлечь частный капитал. С другой стороны, ожидается, что новые секторы, такие как стратегические инвестиции в возобновляемые источники энергии и экологическую инфраструктуру, станут все более и более привлекательным классом активов для банков и рынков капиталов.

На прошедшем в Ницце в сентябре 2008 г. заседании ЭКОФИНа итальянский министр экономики и финансов предложил поддержать План экономического восстановления Европы в качестве более привлекательной альтернативы по сравнению с любым имеющимся стратегическим планом, задействующим уже пострадавший бюджет ЕС. План предполагает учреждение крупных фондов акций, спонсируемых финансовыми институтами, для вложения частного капитала, семейных сбережений и государственных средств неевропейских стран, стремящихся к диверсификации инвестиций.

После одобрения плана ЭКОФИНОм Европейская комиссия и Европейский инвестиционный банк (ЕИБ) совместно с крупными европейскими долгосрочными институциональными инвесторами - Депозитно-ссудной кассой (CDC - Франция), Депозитно-ссудным банком (CDP - Италия) и Кредитным банком реконструкции (KfW - Германия) – начали разработку и реализацию проекта. Эти ориентированные на рынок государственные учреждения (по форме организации

большинство из них являются частными предприятиями) обладают значительными техническими навыками, которые они стремятся направить на достижение общественного благосостояния.

На основе результатов исследования, занявшего три месяца, рабочая группа разработала предложение, принятое Советом Европы 20 декабря 2008 г. В 2009 г. специальный комитет технических экспертов ЕИБ, CDC, CDP и KfW приступил к созданию «Европейского фонда развития энергетики, инфраструктуры и борьбы с изменениями климата 2020» («Маргарита»). Впоследствии к проекту присоединились Институт государственного кредитования (ICO - Испания) и Почтово-сберегательная касса Банка Польши (РКО - Польша), увеличив число учредителей Фонда до шести. Фонд был основан в Люксембурге 12 ноября, а первое собрание его руководящих органов было назначено на 3 декабря в Брюсселе. Европейская комиссия предоставила Фонду 80 млн евро, сумму, уступающую вложенной другими участниками-учредителями, но имеющую огромное символическое значение: данный вклад оказалась единственным вкладом из государственного бюджета ЕС. Среди прочих потенциальных инвесторов, объявивших о своем интересе в участии в Фонде: Британское казначейство (в качестве спонсора частных пенсионных фондов), Банк национального хозяйства (BGK - Польша), Болгарский банк развития, словенское финансовое учреждение, крупнейший банк Португалии CGD (Caixa Geral de Depósitos) и ирландское финансовое учреждение. Данные инвесторы будут обладать меньшими долями и не будут входить в состав руководящих органов Фонда.

Согласно изначальному плану размер Фонда должен был быть значительно больше и включать активы на общую сумму до 10 млрд евро, но учредители решили последовать более осторожному плану и начать с более скромной суммы, установив максимум в размере 1,5 млрд евро. Тем не менее впоследствии укрепилось мнение о возможности значительного увеличения максимальной суммы Фонда до первоначально запланированного «потолка». В то же время, согласно исследованию, проведенному компанией McKinsey по заказу Фонда, все яснее становится, что для финансирования общеевропейских стратегических инфраструктурных проектов может понадобиться более 30 млрд евро в год. В

случае успеха на первых этапах проекта желание расширить фонд или создать схожие фонды может в скором времени стать непреодолимым.

Рабочая группа также исследовала возможности использования других финансовых инструментов, которые потенциально могли бы поспособствовать расширению деятельности Фонда и увеличению его средств. В следующих разделах приводится описание двух таких «адаптированных под требования рынка» инструментов: проектных облигаций для проектов и систем гарантий.

По оценкам экспертов в течение нескольких следующих лет в связи с многократным увеличением и поддержкой частных фондов Фонд «Маргарита» сможет привлечь инвестиции на сумму в 30-50 млрд евро для использования в энергетическом и инфраструктурном секторах Европы. Инвестиции должны будут поступать от всех 27 стран-участниц ЕС. Приоритетными секторами станут: 1) TEN-T и прочая сопутствующая транспортная инфраструктура; 2) TEN-E, включая электроэнергию, газ, трубопроводные сети для сжиженного природного газа, а также нефтепроводы, энергетические системы, линии межсистемной связи и хранилища; и 3) производство энергии из возобновляемых источников (включая фотоэлектричество, энергию солнца и ветра). Средства будут вкладываться, главным образом, для приобретения долей капитала в проектах, создаваемых «с нуля», однако, как указано выше, Фонд будет также предоставлять кредитные линии, управляемые напрямую каждым отдельным финансовым институтом. Эти дополнительные учреждения потенциально смогут привлечь многие миллиарды евро в виде дополнительных ресурсов.

Итак, Фонд будет во всех отношениях ориентирован на рынок, однако отличаться от традиционных частных фондов акций: (1) стремлением к «неспекулятивной» прибыли; (2) инвестициями на долгосрочную перспективу и (3) значительным институциональным поручительством со стороны Европейской комиссии в адрес членов-учредителей Фонда.

Фонд «Маргарита» является примером «укрепления сотрудничества» европейских финансовых институтов и прототипом для создания «семейства европейских фондов для стимулирования роста» с целью финансирования амбициозных мероприятий в рамках Лиссабонской стратегии для поддержки

рынка. На основе Фонда возможно создание нового крупного объединения долгосрочных *институциональных* инвесторов - «Европейского суперфонда» - устойчивой площадки для поддержки стратегической инфраструктуры.

6. Европейские проектные облигации²⁶

Существуют потенциальные альтернативные способы привлечения средств для вложения в инфраструктуру в течение срока, определяемого текущими экономическими условиями, о которых говорилось ранее. Полученные инвестиции могут стать привлекательной возможностью для пенсионных фондов, страховых компаний, суверенных фондов благосостояния и домашних хозяйств.

Проектные облигации в рамках энергетических или транспортных программ могли бы стать особенно важными при резком сокращении заемных средств вслед за падением узкоспециализированных страховых компаний, а также ряда рынков ценных бумаг в конце 2007 г.

Особенно привлекательными могли бы стать облигации по проектам, спонсируемым Сетью «Маргарита». «Репутационные активы», обеспеченные участием в Фонде Европейской комиссии, и авторитет других акционеров-учредителей, несомненно, приведут к снижению цен, повышению кредитного рейтинга используемых ценных бумаг и созданию класса активов, привлекательных для инвесторов, которые стремятся привести в соответствие свои обязательства и долгосрочные активы, включая европейские домашние хозяйства и многочисленные иностранные суверенные фонды благосостояния. Привлеченные напрямую средства в случае хорошо продуманных проектов формально не истощат ни средства, находящиеся на государственных счетах Европейского союза, ни

²⁶ 25 сентября 2008 г. Антонио Таяни, вице-президент Европейской комиссии, ответственный за транспортную политику, встретился с Филиппом Майстадтом, президентом ЕИБ, и его итальянским и греческим вице-президентами, с целью исследования потенциальных стратегий максимизации вовлеченности ЕИБ в процесс спонсирования основных проектов транспортной инфраструктуры. Было принято решение о создании неформальной рабочей группы, состоящей из представителей кабинета Комиссара, Генерального директората по вопросам транспорта и энергетики и ЕИБ, целью которой стало изучение новых инструментов для финансирования проектов TEN-T и облегчение участия в них частных инвесторов. В большинстве случаев предложения, представленные в данном и следующем разделах, были взяты (в некоторых случаях процитированы) из неофициального меморандума, составленного рабочей группой летом 2009 г.

средства на счетах отдельных стран-участниц ЕС.²⁷ Сеть «Маргарита» является ключевой по своей сути: она предлагает инструменты нового поколения, предоставляющие гарантии и техническую поддержку, что необходимо для продвижения проектных облигаций.

В прошлом ряд стран-участниц ЕС требовал от Европейской комиссии большего участия в проектах TEN-T и TEN-E, а также призвал к выпуску еврооблигаций с целью освоения выделенного бюджета ЕС. Как будет показано далее, Европейская комиссия сможет занять уверенную позицию на рынке капиталов только после внесения поправок в Договоры ЕС. На этом пути Еврокомиссия столкнется с определенными трудностями, в связи с чем этот план не подлежит реализации в ближайшем будущем.

С другой стороны, европейские проектные облигации, выпущенные напрямую спонсорами проекта, являются быстродействующим и привлекательным инструментом. В связи с недавними трудностями, которые испытывали узкоспециализированные страховые компании, такие ценные бумаги в на данный момент не представлены на рынке. До наступления кризиса значительная часть рынка облигаций для проектов была «гарантирована» или, иными словами, обеспечена узкоспециализированными гарантиями класса AAA и имела высокие оценки. Этот статус привлекал институциональных инвесторов, стремящихся вложить средства в активы с рейтингами, предположительно соответствующими необходимому уровню, благодаря закрепленным за ними долгосрочным обязательствами по выплате фиксированного дохода.

7. Системы гарантий и проектные облигации

Сеть «Маргарита» могла бы предоставить услуги по обеспечению долга для покрытия проектных облигаций. Согласно существующей нормативной схеме,

²⁷ Если финансирование осуществляется «единицей рынка», даже если такая единица полностью принадлежит государству или другому учреждению в рамках государственного сектора, и если благодаря соответствующей финансовой структуре, по крайней мере, два из трех рисков, характеризующих проект частной финансовой инициативы (строительство, трафик и тарифы), переносятся на рынок, то в соответствии с Европейской системой бухгалтерского учета (ESA-95) такой долг не включается в национальный государственный долг, соответствующий критериям, изложенным в Маастрихтском договоре и Пакте стабильности и роста.

гарантии являются приемлемой альтернативой ссудам, предоставляемым для покрытия профилей с повышенным риском. Облигации, выпускаемые по отдельным проектам в случае спонсирования Европейским суперфондом, естественным образом будут иметь тот же кредитный рейтинг, что и облигации Сети.

Благодаря прочной репутации и техническому опыту в «создании» проектов государственно-частных партнерств, а также узкоспециализированным гарантиям для ценных бумаг любой инструмент с высоким рейтингом и низкой ценой, рекомендованный фондом «Маргарита», наверняка привлечет инвесторов. Если облигации не обеспечивают полного финансирования проекта, возможны банковские инвестиции. Проектные облигации будут обладать следующими свойствами: (а) они не будут существенно обременять государственные бюджеты (или, точнее, счета членов Сети, за вычетом расходов по гарантиям); (b) они облегчат реализацию долгосрочных проектов, для осуществления которых на рынке в последнее время не хватает средств; (с) они будут являться «адаптированными под требования рынка» инструментами привлечения инвесторов (d) их использование исключит эффект вытеснения частных инвестиций, поскольку долговое финансирование может частично предоставляться банками. Следует отметить, что вышеописанные предложения схожи с предложениями, озвученными в рамках плана Обамы по стимулированию экономики,²⁸ который был адаптирован к европейским требованиям.

²⁸ В Соединенных Штатах Америки, так же как и в Европейском союзе, новая администрация ищет пути выхода из кризиса, принимая меры для стимулирования экономики, которые предполагают привлечение значительных новых инвестиций в государственную инфраструктуру. В рамках мероприятий по стимулированию экономики предполагается выпуск новых видов проектных облигаций. Чистые проценты, начисляемые на такие облигации, будут в значительной степени освобождены от прямого налогообложения. Например, «Облигации для экономического развития зоны восстановления» (Recovery Zone Economic Development Bonds) планируется выпустить с целью финансирования проектов государственной инфраструктуры или создания проектов по оказанию общественных услуг, а также проектов, связанных с ростом числа рабочих мест и профессиональным развитием. «Ограниченные облигации по сохранению энергии» (Qualified Energy Conservation Bonds) на сумму в 2,4 млрд долл. США будут предоставлены по проектам, связанные с возобновляемыми источниками энергии и созданием систем поддержки для соответствия энергетическим и экологическим стандартам. Новый пакет мер по стимулированию экономики также включает облигации по проектам железнодорожного транспорта, а также «Облигации по новым чистым возобновляемым источникам энергии» (New Clean Renewable Energy Bonds) на

Проекты, финансируемые за счет выпуска ценных бумаг на рынках капиталов и обеспеченные (Фондом «Маргарита»), будут иметь продуманную структуру и приносить постоянный надежный доход. Технические сложности и прочие проблемы, возникающие при эмиссии, будут, скорее всего, связаны с недоступностью денежных средств для осуществления платежей, а не с недостаточной поддержкой использования активов.

8. Европейские совместные предприятия²⁹

Инструменты, предусмотренные для достижения целей Лиссабонской стратегии, европейские законопроекты поощряют технологические исследования и программы развития. Инструмент под названием «совместные предприятия» привлек мало внимания и практически не используется. В соответствии со Статьей 187 Договора о функционировании Европейского союза (Treaty on the Functioning of the European Union, TFEU), Союз может «учреждать совместные предприятия или иные структуры, необходимые для эффективного осуществления в Евросоюзе программ научных исследований, технологического развития и демонстрации». Решения в этой связи принимаются Советом по предложениям Комиссии после консультаций с Европейским парламентом и Комитетом по экономическим и социальным вопросам в соответствии со Статьей 188 TFEU. Также возможно учреждение европейских совместных предприятий посредством укрепления сотрудничества. Недавно эти положения позволили Европейскому союзу и Европейскому космическому агентству осуществить программу Galileo. Первое совместное предприятие, Евратом (1957 год), было в последствии закреплено в Договорах ЕЭС (1987 и 2001 годы).

Galileo иллюстрирует потенциал этого европейского инструмента управления. Форма указана, а функции четко прописаны. Предприятие было основано, когда

сумму в 1,6 млрд долл. США для финансирования выработки энергии из биомассы и на гидроэлектростанциях.

²⁹ См. Доменико Моро «Совместное предприятие (на основании ст. 171 Договора ЕС) как инструмент европейской политики инвестиций в трансъевропейскую железнодорожную сеть» в сборнике «Европа проектов: предприятия, инновации, развитие», 2007, стр. 201-249, и ссылки в документе.

Европа, вынужденная полагаться на американскую систему GPS в ходе балканского кризиса 1999 года, осознала острую необходимость в создании интегрированной европейской системы спутниковой навигации. Совместное предприятие Galileo было основано в 2007 году для осуществления управления созданием системы с его последующим использованием в гражданских целях. Инициатива предполагает создание работающей системы GPS к 2013 году для осуществления пяти основных гражданских функций с целью обеспечения безопасности европейцев. Европарламент и Совет Европы совместно выделили бюджет в размере 3,4 млрд евро на период с 2007 по 2013 годы, создали систему управления и структуру осуществления программы.

Еврокомиссия выступает в качестве управляющего проектом и заказчика, а Европейское космическое агентство (ESA) обеспечивает материальное снабжение и конструкторские разработки. Совместно эти партнеры-основатели обеспечивают безопасность, преемственность и техническую поддержку. Потенциальными партнерами в будущем могут стать ЕИБ, европейские или международные частные компании или государства, не являющиеся частью Европы, такие как Китай, Индия и Израиль.

Европейские совместные предприятия представляют собой исторические прецедент, напоминая корпорации федерального правительства США, механизм, созданный для привлечения и объединения государственного и частного капитала в целях ускорения роста национальной экономики, улучшения экономической ситуации в депрессивных регионах или оказания услуг, необходимых для благосостояния общества, которые частный сектор в то время не оказывал.

Корпорации, уполномоченные федеральным правительством, оказывают услуги, имеющие как социальное, так и экономическое значение, от управления водными ресурсами до почтовых услуг, и полностью или частично принадлежат федеральному правительству, хотя и не включаются в консолидированную отчетность федерального правительства.

При сопоставлении американской ситуации с последними явлениями в Европе можно сравнить полностью принадлежащие государству корпорации, уполномоченные федеральным правительством, с «исполнительными

агентствами» Сообщества, а корпорации с участием как частного, так и государственного капитала - с совместными предприятиями, а при адаптации терминологии к европейскому регулятивному контексту, мы можем назвать их «корпорациями Союза» или «Корпорациями Сообщества». В любом случае для целей европейских органов власти по экономической политике балансы этих предприятий не будут включаться в счета отдельных стран-участниц и, без изменений правил Евростата, даже в отчетность Евросоюза.

Цель совместных предприятий, в соответствии с определением в Договоре о функционировании Европейского союза (EFEU), заключается в обеспечении «эффективного осуществления в Евросоюзе программ научных исследований, технологического развития и демонстрации». В соответствии с этим определением, совместные предприятия создаются для финансирования и осуществления стратегических инфраструктурных проектов, предусматривающих значительные вложения в научные исследования, технологические инновации и разработку; подобных проектов много в энергетическом секторе: возобновляемые источники энергии, сбережение энергии, сокращение отходов при транспортировке и распределение энергии, хранение энергии, а также строительство атомных электростанций четвертого поколения требуют инвестиций в базовые и прикладные инвестиции и технологические инновации. При этом расходы растут настолько быстро, что становятся неподъемными даже для крупнейших международных корпораций. Новая Энергетическая корпорация Евросоюза великолепно вписывается в рамки проекта. Продвижение Евратомом, который сам по себе является совместным предприятием, привлечет частный капитал из промышленного и финансового секторов.

Если в Статью 187 TFEU не будут внесены изменения, а ее текст не будет трактоваться гораздо более вольно, возможностей в сфере транспорта окажется меньше. Хотя этот сектор принято считать развитым, в определенных ситуациях может потребоваться создание инновационных проектов: это технически сложные планы, требующие особой организации и уникальных работ, которые могут быть

повторены только в других частях света, что приводит к накоплению ноу-хау, которыми смогут воспользоваться европейские предприятия.³⁰

При внесении незначительных изменений в статью 187 может быть создана приемлемая структура также для специальных транспортных проектов посредством инновационной работы Европейских объединений по экономическим интересам (European Economic Interest Groupings, EEIGs) или Европейской компании, созданной на основании принципов укрепления сотрудничества в соответствии со статьей 329 и далее TFEU.

Бюджет по проектам TEN-T составляет порядка 500 млрд евро, из которых 280 млрд евро пойдет на приоритетные проекты. Европейская федерация строительства (FIEC)³¹ первоначально предложила ссуду на 30 лет с 6% фиксированной процентной ставкой, причем 10% должно было внести Европейское сообщество, 20% привлечено из частного сектора, а доля европейского участия должна была составить от 50 до 70%, в зависимости от того, согласятся ли страны-участницы отдельно внести 20%. В случае внесения незначительных изменений в Статью 187 эти инвестиции могут быть профинансированы одним или несколькими совместными предприятиями, или же европейской компанией при поддержке учреждений, являющихся членами Сети «Маргарита». Таким образом могут быть учреждены одна или несколько крупных европейских частных инициатив, которые будут работать так же успешно, как американская транспортная корпорация «Амтрак»³², основанная в рамках «нового курса». На территории будет легче осуществить совместный проект, если будет составлена отдельная программа по

³⁰ Примерами таких технологически развитых проектов являются основные туннели Бреннеро и Лион-Турин.

³¹ Европейская федерация строительства (FIEC) «Предложения FIEC по финансированию строительства железнодорожной инфраструктуры в Европе», Брюссель, сентябрь 2002 года.

³² «Решение о создании европейской железнодорожной сети, - пишет Доменико Моро, - приводит к еще одному важному следствию, которое, не имея промышленного характера, может существенно повлиять на общественное мнение в Европе и, следовательно, на европейские экономические и социальные силы. В американской культурной традиции большую роль играет шоссе Route 66 и сам Амтрак, тем самым укрепляется национальная идентичность; Евросоюз должен посредством европейского плана экологически устойчивых государственных работ попытаться сформировать тот же энтузиазм среди молодых поколений европейских граждан», цит. пр., стр. 227.

каждому европейскому коридору и будет приняты положения, способствующие укреплению сотрудничества. Возможно, следует начать с «пропущенных звеньев», таких как туннели через Альпы, поскольку сроки сдачи таких проектов часто откладываются и их сложнее всего осуществить. Если часть коридоров останется независимой, акционерные опционы национальных железнодорожных компаний можно будет разделить с ЕС, ЕИБ и другими долгосрочными инвесторами.

В вышеупомянутом исследовании FIES предлагается частичное обслуживание долга за счет специального налога на дизельное топливо, используемого при движении автотранспорта. По существующим европейским договорам для введения новых европейских налогов требуется единогласное одобрение. Поэтому, хотя это предложение вполне разумно, его будет трудно осуществить. Налог в размере двух центов за литр принес бы от 8 до 11 млрд евро в год. Поскольку строительство туннелей через Альпы может растянуться до 50 лет, новый налог может существенно снизить годовую стоимость обслуживания долга, которая, по последним оценкам FIES, составляет порядка 15,4 млрд евро в год.³³

Плодотворным может оказаться создание европейских совместных предприятий на основе идеи укрепления сотрудничества. Требуемое квалифицированное большинство поспособствует ускорению процесса: «квалифицированная группа» стран-участниц может включиться в проект с самого начала (как в случае с евро), а другие страны присоединятся позднее. Европейские совместные предприятия – это корпорации, действующие под эгидой Евросоюза. ЕИБ, европейские государственные банки и государственные банки с участием частного капитала, а также крупнейшие транспортные и энергетические компании имели бы долю в каждом «вкладе», что вполне может составить несколько миллиардов евро. Значительную часть финансирования, в форме долгового финансирования, могут привлечь государственные и частные банки, а также крупные долгосрочные

³³ Включая Приоритетный проект 1. Основной туннель Бренnero (4,3 млрд); Приоритетный проект 6. Основной туннель Турин-Лион; а также Приоритетный проект 24. Третий переход (4,5 млрд). Было подсчитано, что стоимость оплаты работ на протяжении 50 лет по годовой ставке 6% меньше, чем средства, которые ЕС намеревается потратить на Трансеевропейскую транспортную сеть.

инвесторы (такие как пенсионные фонды, страховые компании, суверенные фонды благосостояния и т.п.).

Очевидно, что эти проекты окажутся успешными, только в случае если существенная доля необходимого финансирования будет предоставлена специальными европейскими фондами или из налоговых отчислений, за счет государственного долга или посредством комбинации описанных здесь инновационных инструментов. Весьма маловероятно, что государственные и частные предприятия и учреждения самостоятельно, без государственной поддержки, смогут нести существенные расходы по этим крупным и стратегически важным проектам.

9. Облигации Евросоюза и новые финансовые инструменты для роста в Европе

Описанные выше финансовые инструменты выгодны, поскольку они не оказывают прямого давления на государственные ресурсы. Они не финансируются на постоянной основе за счет бюджета Европейского союза или стран-участниц и не приводят к увеличению общего государственного долга. Средства привлекаются с рынков частного капитала, от международных учреждений, через институциональных инвесторов или из прочих источников, которые не контролируются правительством на постоянной основе. Используются значительные сбережения европейских домохозяйств и государственный капитал стран за пределами Европы, заинтересованных в надежных диверсифицированных долгосрочных инвестициях.

Без описания еврооблигаций или облигаций Евросоюза картина инструментов, посредством которых могут финансироваться стратегические инфраструктурные европейские проекты, будет неполной.

В отличие от проектных облигаций еврооблигации являются настоящими европейскими суверенными долговыми инструментами. Еврооблигации были предложены Делором³⁴, а затем Тремонти, но восприняты в штыки. Но со временем

³⁴ Хотя Делор первым представил европейский инвестиционный план в секторе коммуникаций, научных исследований и основных трансъевропейских сетей, а также «облигацией Евросоюза» как

государственный долг в странах Европы возрос до уровня примерно 100% ВВП. Следовательно все сложнее представлять еврооблигации в качестве «асимметричного» инструмента, с помощью которого более обремененные страны могли бы перекладывать свой долг на страны с меньшей задолженностью. Более того, если бы еврооблигации использовались исключительно для финансирования планов в рамках Лиссабонской стратегии, они бы окупились (полностью или по большей части), не обременяя будущие поколения.

Выпуск еврооблигаций – это еще одна возможность создания класса активов, привлекательных для глобальных инвесторов, и аргументы в пользу такого выпуска хорошо известны. Растущая потребность Европейского союза в привлечении значительных финансовых ресурсов мировых рынков для поддержки стратегических инвестиций необходима для обеспечения элитного статуса региона в сферах знания, технологии, окружающей среды, культуры, социального единства и гражданского прогресса. В будущем мировые финансовые рынки с большой вероятностью продемонстрируют рост сбережений в странах с развивающейся экономикой. В ходе недавнего кризиса значительно усилилась конкуренция между объемом государственного долга в странах с развитой экономикой. Страны с высокой степенью социального единства, технологическими достижениями и бережным отношением к окружающей среде будут пользоваться доверием инвесторов со всего мира и привлекать все большее число ресурсов.

Сила доллара позволила Соединенным Штатам финансировать свой рост, занимая средства у всего мира. Европе следует сделать то же самое. Инфраструктура, выстроенная на государственные средства, окупит взятые долговые обязательства при ее полноценном функционировании. Это «золотое правило» государственного финансирования. Новый европейский суверенный долг

средства финансирования таких проектов, первым предложил выпустить такие облигации Жан Монне при учреждении ЕОУС. Это не случайно, поскольку погашение облигаций, выпущенных ЕОУС, поддерживалось налогами на продукцию европейской угольной и стальной промышленности. В самом деле, в Статье 49 Договора об учреждении ЕОУС говорится: «Высший орган власти обладает правом изыскивать средства, необходимые для осуществления миссии путем взыскания сборов с производства угля и стали и путем займов». В случае европейских компаний погашение европейских облигаций может напрямую поддерживаться тарифами, взимаемыми с пользователей созданных услуг, или лицензионной комиссией за управление инфраструктурой.

для финансирования капитальных инвестиций в отличие от текущих расходов не приведет к обременению государственного бюджета или будущих поколений.

В этой связи мы бы хотели сделать предложение.

Для начала мы предлагаем каждой стране-участнице перевести долю национального долга в облигации Евросоюза или еврооблигации. Каждая национальная квота должна соответствовать доле ВВП каждой страны-участницы и соответственно не будет иметь дискриминационного характера (например, 15% или 20% ВВП). Для финансирования этой квоты каждая страна-участница будет на ежегодной основе выделять средства, необходимые для обслуживания части долга, переданной ЕС, рассчитанные на основе стоимости обслуживания национального долга, а не на более низкой стоимости обслуживания облигаций Евросоюза.

Такой механизм имеет следующие преимущества: (1) создание широкого, глубокого и ликвидного рынка облигаций Евросоюза (стоимостью 2/3 трлн евро), что, несомненно, привлечет долгосрочных глобальных инвесторов и резервы центральных банков; (2) отсутствие воздействия на национальные бюджеты, следовательно, не будет поощряться тенденция страны-участницы к увеличению государственного долга; (3) дополнительные фонды в результате разницы по доходности между национальными суверенными облигациями и облигациями Евросоюза (8/9 млрд евро в год) поступают непосредственно в бюджет ЕС для финансирования общих стратегических инвестиций/проектов в ключевых секторах долгосрочных инвестиционных планов ЕС (со значительным привлечением заемных средств); а также (4) создание единого европейского суверенного долга имеет огромное политическое значение, не менее важное, чем введение евро.

Эти предложения имеют под собой логические основания. Евросоюз сможет привлечь денежные средства по более низкой цене, чем любые национальные правительства или государственные или частные предприятия. Появится возможность инвестирования средств, полученных благодаря финансовым инструментам (капитал, квазикапитал, промежуточное финансирование, проектные облигации и схемы гарантий) для финансирования/поддержки долгосрочных стратегических проектов с умеренным риском/доходностью и значительным внешним положительным воздействием с точки зрения устойчивого

роста, создания рабочих мест и прямых и косвенных налоговых доходов. Если ЕС также гарантирует введение регулирующих, бухгалтерских и фискальных стимулирующих мер для долгосрочных инвестиций, то эти инициативы будут представлять собой явное преимущество для долгосрочных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании, суверенные фонды национального благосостояния и частные лица), поспособствуют стабилизации финансовых рынков и внесут свой вклад в выход из текущей патовой ситуации, сложившейся в связи с государственным долгом и дефицитом бюджета.

10. Выводы

В ближайшие годы Европа может стимулировать рост путем значительных инвестиций в энергетику, окружающую среду, транспорт и телекоммуникации,³⁵ и использования инновационных долгосрочных финансовых инструментов, которые не обременяют государственный бюджет и, соответственно, будущие поколения.

Сейчас, когда страны с развитой экономикой борются за привлечение мировых ресурсов, вероятно, что евро укрепитя по отношению к доллару по таким параметрам, как стабильность и надежность, что, соответственно, приведет к укреплению ценных бумаг, выпущенных европейскими учреждениями на мировых финансовых рынках. Настало время пожинать плоды европейской политики стабильности и привлекать капитал для инвестиций в проекты, которые способствуют устойчивому росту, источнику социального и экологического благополучия. Страны, у которых могут быть свободные средства (Китай, Индия, Россия, Бразилия, Мексика), будут заинтересованы в возможностях для инвестиций, развитии новых технологий и инфраструктуры, и Европа должна поучаствовать в этом процессе. В ближайшие десятилетия отношения между странами с развивающейся и развитой экономикой неизбежно будут носить взаимовыгодный характер. Если в Европе будет реализована надежная проактивная политика взаимодействия с развивающимися странами, направленная как на привлечение капитала, так и на предоставление технологий и экспертных

³⁵ ...но также и для поддержки реального сектора экономики (промышленности, сельского хозяйства и туризма).

знаний для устойчивого развития, то такое взаимодействие будет выгодно всем участникам процесса и приведет к созданию общего блага.

Эта цель может быть достигнута путем увеличения кредитного капитала в евро посредством использования оптимизированной комбинации долгосрочного капитала и долговых инструментов, выпущенных крупными европейскими фондами и другими подобными долгосрочными государственными и частными финансовыми учреждениями и инвесторами, а также посредством создания совместных европейских предприятий для привлечения государственного и частного капитала в промышленной и финансовой сфере для осуществления проектов, предусмотренных Лиссабонской стратегией, и практического и символического вклада в сближение европейских народов. Для обеспечения политического единства самого Евросоюза также важно выпустить европейские суверенные долговые ценные бумаги.

Маастрихтский договор предусматривал сбалансированный и устойчивый рост, а не экономический застой и относительно низкий уровень жизни, которые наблюдаются во многих странах Евросоюза на настоящий момент. Создание в Европе внутреннего рынка и денежного союза, важные меры по либерализации рынков – товаров и услуг, капитала и труда – демонополизация во многих ключевых секторах, таких как энергетика, телекоммуникации и общественный транспорт, а также существенное снижение правительственного вмешательства в экономику не привели к ожидаемым темпам роста.

Несвоевременное выполнение целей Лиссабонской стратегии считалось причиной замедленного роста. Это утверждение можно переформулировать: несвоевременное выполнение Лиссабонских программ, в особенности это касается инвестиций в инфраструктуру, технологические инновации и исследования, является причиной стагнации в последние годы. При сведении государственного долга и дефицита до исторического минимума «невидимая рука» Адама Смита должна была бы привести к лидерству Европейского союза по темпам роста в мире, но этого не произошло. Напротив, самый значительный рост наблюдался в странах с активным государственным регулированием экономики (Китай), которые снова брали природные ресурсы под контроль государства (Россия) или увеличивали

государственные расходы, в частности, на военные цели (США). Даже если не брать во внимание этические и политические соображения, эти три решения не приемлемы для Европы. Европейский путь (к которому близка также новая политика США под руководством президента Обамы) предусматривает продвижение и стимулирование роста в таких областях как стратегическая инфраструктура, научные исследования и образования, а также сохранение и защита окружающей среды.

Два фактора являются препятствиями на европейском пути. Во-первых, европейские правительственные органы до сих пор были несколько неэффективными: Парламенту и Комиссии едва удастся справиться с демократической легитимизацией процесса принятия решений в Союзе.

Вступление в силу Лиссабонского договора позволит Европе решать накопившиеся проблемы: Европейский парламент наделяется правом участвовать в процессе принятия решений, в том числе по бюджету, а также отменяется правило единогласного голосования, парализовавшее работу Совета. Введение постоянного поста президента Совета Европы параллельно с новым режимом оптимизируют процесс принятия решений и поспособствуют демократической легитимизации европейских институтов, определяя и осуществляя более надежные совместные проекты для поддержки стратегического роста.

Вторым проблемным фактором является недостаточность бюджета Евросоюза для финансирования масштабных проектов в области инфраструктуры, технологических инноваций и научных исследований в рамках Лиссабонской стратегии. По увеличению «собственных средств» Союза практически не предпринимается никаких действий и не принимается решений. Сегодня менее чем когда-либо вероятно увеличение использования собственных средств Союза для финансирования масштабных совместных инвестиционных проектов, поскольку бюджеты стран-участниц ЕС трещат по швам под бременем расходов на оказание помощи предприятиям, стимулирование экономики и устранение автоматических последствий рецессии. Сегодня как никогда состояние мировой экономики требует привлечения альтернативного финансирования для обеспечения будущего благополучия. Существующие возможности включают европейский фонды для

долгосрочного финансирования инфраструктуры, евробонды, ценные бумаги, выпущенные крупными европейскими фондами, долгосрочные европейские инвесторы и новую Европейскую компанию.

Кроме того, предложенные инструменты имеют значительную «системную» ценность: начиная снизу, но при прямой поддержке Европейского союза, они будут представлять новые институциональные формы европейских государственно-частных партнерств, осуществляющих операции с «рыночными» инструментами под брендом ЕС. Это привлечет частные европейские инвестиции и государственный и частный капитал из стран за пределами Европы, включая крупные компании частного сектора, финансирующие и осуществляющие ключевые государственные проекты, имеющие стратегическое значение для всей Европы.

Для Европейского парламента (и Комиссии) выпуск европейских ценных бумаг и продвижение европейских инвестиционных фондов может быть единственной возможностью поддержки роста посредством крупных европейских инфраструктурных проектов и обеспечения вклада Европы в сильный, устойчивый и стабильный рост в соответствии с положениями, принятыми «большой двадцаткой» в Питтсбурге.