

Вопросы ЭКОНОМИКИ

В НОМЕРЕ :

Анатомия банковского кризиса

Государственный долг России

Институциональная экономика
*Учебно-методическое пособие
для преподавателей и студентов*

5

1

9

9

9

*А. ВАВИЛОВ,
директор Института
финансовых исследований,*

*Е. КОВАЛИШИН,
специалист Института
финансовых исследований*

ПРОБЛЕМЫ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ВНЕШНЕГО ДОЛГА РОССИИ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

Проблема обслуживания суверенного долга России привлекла пристальное внимание экономистов и политиков сравнительно недавно. Финансовый кризис, в результате которого российское государство оказалось на грани полного банкротства, обусловил переход вопросов управления государственным долгом в разряд первостепенных. Более того, можно с уверенностью утверждать, что данная тема будет оставаться важнейшим предметом для обсуждения и в ближайшей перспективе.

В настоящей работе мы попытались охватить несколько аспектов проблемы внешнего долга России. Во-первых, с очевидностью, нельзя рассматривать ситуацию с долгами России без предварительного изучения истории вопроса и анализа опыта зарубежных стран. Во-вторых, на наш взгляд, при решении проблемы государственного долга необходимо активно использовать и теоретические наработки в этой области. Наконец, нами будет представлен ряд расчетов, которые позволят наметить подходы к разрешению столь важной и насущной для России проблемы, как кризис государственного долга.

Исторический экскурс

К началу 1999 г. совокупный внешний долг России превышал 150 млрд. долл., что составляло около 55% ВВП (в пересчете по среднему курсу за 1998 г. – 9,81 руб./долл.). При этом, как известно, львиную долю долга Россия унаследовала от Советского Союза. Структура внешнего долга РФ уже не раз подробно описывалась в экономической литературе, поэтому, на наш взгляд, целесообразно предложить некоторую периодизацию отношений России со своими кредиторами.

Переговорный процесс между Российской Федерацией и сообществом кредиторов (сначала советских, а затем и российских) начался сразу же после распада СССР в конце 1991 г. Можно условно выделить четыре основных этапа реструктуризации долговых обязательств бывшего СССР. Первый этап, берущий отсчет с 1992 г., включал в себя ведение предварительных переговоров, в ходе которых российскому правительству предоставлялись краткосрочные трехмесячные отсрочки по выплатам внешнего долга. К данному периоду можно отнести и получение первого кредита МВФ (1 млрд. долл.).

В течение второго этапа – с 1993 по 1995 г. – Россия подписала первые соглашения по реструктуризации долгов. Так, в апреле 1993 г. правительство России заключило первый договор о реструктуризации задолженности перед официальными кредиторами, входящими в Парижский клуб. За этим последовали еще два подобных соглашения в 1994 и 1995 гг., в соответствии с которыми Россия брала на себя обязательства по обслуживанию долгов СССР, сроки уплаты которых приходились на период с декабря 1991 г. по январь 1995 г.

Началом третьего этапа можно считать апрель 1996 г., когда договоренности с Парижским клубом были дополнены всесторонним соглашением, по которому Россия должна в общей сложности (включая предварительные договоренности) выплатить кредиторам Парижского клуба сумму порядка 38 млрд. долл. Из них 45% должны быть выплачены в течение последующих 25 лет вплоть до 2020 г., а оставшиеся 55%, включавшие в себя наиболее краткосрочные обязательства перед членами Парижского клуба, – в течение 21 года. При этом реструктурированный номинал долга должен погашаться нарастающими платежами начиная с 2002 г.

Примерно в этот же период проводились переговоры по реструктуризации долга перед членами Лондонского клуба. В 1996 г. с Лондонским клубом было заключено соглашение о реструктуризации долгов СССР банкам на условиях, предусматривающих выплату долга за 25 лет. Процесс выверки всех первоначальных кредитных соглашений окончательно завершился в конце 1997 г., когда Внешэкономбанк непосредственно приступил к долгосрочной реструктуризации советского долга на общую сумму в 28,5 млрд. долл. Было выпущено два новых инструмента – PRIN (на сумму основного долга) и IAN (на сумму накопленных процентов) со сроками погашения в 2020 и 2015 гг. соответственно. Подписанный договор о реструктуризации предусматривал погашение основной части долга (22,5 млрд. долл.) в течение 25 лет. При этом первые семь лет Россия должна выплачивать лишь проценты, общий объем которых составляет 6 млрд. долл.

Наконец, началом заключительного этапа реструктуризации советских долгов можно считать конец 1996 г., когда ведущие рейтинговые агентства мира стали присваивать России кредитные рейтинги (агентство IBCA первоначально присвоило рейтинг BB+, Moody's – Ba2, Standard & Poor's – BB-). Достаточно высокий рейтинг, который иностранные эксперты дали России, способствовал росту оптимистических настроений по поводу развития российской экономики. Однако чрезмерный энтузиазм, отчасти спровоцированный рейтингами, привел к тому, что в последующий период происходило стремительное наращивание задолженности, со стороны как государственных органов власти, так и корпоративного и банковского секторов. При отсутствии системы управления государственным долгом это привело к образованию необоснованно высоких пиковых нагрузок на федеральный бюджет, в частности, в 1998–1999 гг.

Проблема избыточного долгового бремени достаточно хорошо изучена в мировой финансовой практике. Несмотря на то, что нет

каких-либо универсальных подходов к ее разрешению, опыт других стран по преодолению кризиса государственного долга представляет несомненный интерес. Так, в 1997 г. был окончательно улажен ряд долговых проблем некоторых государств. Республика Перу завершила выпуск облигаций типа "Брэди"¹ в обмен на банковский долг в размере 8 млрд. долл., дефолт по которому был объявлен еще в 1984 г. Кстати, сразу вслед за этим долговым обязательствам Перу был присвоен кредитный рейтинг (BB и BBV- по обязательствам в иностранной и национальной валютах соответственно). Примерно в это же время Республика Босния завершила обмен неисполненных обязательств перед банками в объеме 1 млрд. долл., то есть разрешила дефолт, объявленный еще в 1992 г. Одна из наиболее показательных реструктуризаций суверенного долга была проведена в 1990 г. в Мексике, в ее ходе долги перед зарубежными банками были обменены на облигации типа "Брэди". Несмотря на то, что в большинстве случаев реструктуризация предусматривала снижение долгового бремени либо за счет дисконта при переоформлении долга, либо за счет снижения ставок по обязательствам, эти механизмы не предусматривали прямого списания государственного долга.

Практика прощения долгов также хорошо известна из истории международных финансов. Чаще всего подобные механизмы применяются в отношении наименее развитых стран, *de facto* не способных рассчитаться по своим обязательствам даже в отдаленной перспективе. При этом при определенных условиях частичное прощение долга экономически выгодно и самим кредиторам.

В последнее время при анализе ситуации с государственным долгом России все чаще приводят пример 50-процентного списания долга Польши и Египта в 1992 г. В этом контексте необходимо особо подчеркнуть, что подобная схема прощения долговых обязательств стала возможна главным образом по политическим соображениям и вряд ли подходит для России. В общем случае страна, которой списывают долги, автоматически теряет не только значительную часть политической самостоятельности, но и надолго лишается доступа к международному рынку капитала в качестве самостоятельного заемщика. Если ранжировать возможные варианты решения долговой проблемы, то прощение долга находится между наихудшим вариантом – абсолютным дефолтом (имеется в виду полный отказ от своих обязательств) и наилучшим для обеих сторон – реструктуризацией, предусматривающей переоформление долга в той или иной форме (пусть даже с некоторыми потерями для кредиторов). В этой связи представляет несомненный теоретический и практический интерес анализ различных механизмов переоформления долговых обязательств.

¹ Облигации типа "Брэди" являются государственными облигациями, эмитированными в обмен на реструктурированный долг перед коммерческими банками. Как правило, эти обязательства в части номинала гарантированы облигациями Казначейства США. К настоящему времени в облигациях типа "Брэди" оформлено более трети всех внешних государственных обязательств стран Латинской Америки.

Основные понятия теории государственного долга

Обсуждение возможных путей решения проблемы государственного долга в мировой экономической литературе активизировалось с началом 90-х годов, после очередной волны суверенных дефолтов. Ряд предложений, таких, как "инициатива Бейкера", предусматривал продолжение стратегии 80-х годов, то есть дальнейшее финансирование долга без какого-либо прощения или изменения существенных условий кредита. При разработке других вариантов, например, "плана Брэди", авторы исходили из необходимости списания большей части долгов с тем, чтобы восстановить условия для нормального функционирования экономики страны-заемщика и тем самым увеличить вероятность возврата оставшейся части кредитных средств. Между этими крайними полюсами находятся различные предложения, предусматривающие корректировку отношений между заемщиком и кредитором с помощью капитализации процентных платежей, дополнительного кредитования или ослабления требований в зависимости от мировой экономической конъюнктуры, конвертации долгов в акции предприятий и т.п.

Тем не менее существует не так много теоретических работ, посвященных собственно механизмам реструктуризации суверенных долгов в условиях финансового кризиса. Внимание экономистов привлекают проблемы суверенного риска², рационалирования кредитов на уровне государств и выбора между выплатой долга и объявлением дефолта. В реальном мире проблема заключается в том, что страны одновременно осуществляют выплаты по старым долгам и делают новые заимствования. В большинстве случаев государство вынуждено прибегать к дополнительным займам только для того, чтобы выполнить свои старые обязательства. Если будущие доходы страны-заемщика не вызывают сомнения у кредиторов, привлечение дополнительных заемных средств для обслуживания долга не будет сопряжено с какими-либо проблемами. Но у большого числа стран, испытывающих трудности с обслуживанием государственного долга, будущие поступления слишком неопределенны, и кредиторы выделяют им дополнительные ресурсы лишь в исключительных случаях.

В настоящее время активно развивается теоретическое направление, посвященное проблеме "долгового навеса" (*debt overhang*), которая заключается в том, что количество уже взятых государством обязательств внушает кредиторам опасения относительно способности страны выплатить их в полном объеме³. При этом рождается оп-

² См.: Eaton J., Fernandez R. Sovereign Debt. In: Handbook of International Economics. Ed. by G. Grossman and K. Rogoff. Vol. III, Elsevier Science B.V., 1995.

³ См.: Sachs J. Theoretical Issues in International Borrowing. Princeton University, Princeton Studies in International Finance, July 1984, No 54; Sachs J. The Debt Overhang Problem of Developing Countries. Paper presented at the conference in memorial to Carlos Diaz-Alejandro. Helsinki, August 1986; Krugman P. Fiscal Policy, Interest Rates and Exchange Rates: Some Simple Analytics. MIT, Mimeo, 1985; Krugman P. International Debt Strategies in an Uncertain World. In: International Debt and the Developing Countries. Ed. By J. Cuddington and G. Smith. Washington, World Bank, 1985; Krugman P. Currencies and Crises. Cambridge, Mass., The MIT Press, 1992.

ределенный конфликт между индивидуальными и коллективными интересами кредиторов, могущий воспрепятствовать получению заемщиком новых кредитов. На самом деле дополнительное кредитование в большинстве случаев предпочтительно для уже существующих кредиторов (этот вопрос мы обсудим ниже). Но оно реализуемо лишь в результате коллективного решения кредиторов. В интересах каждого кредитора в отдельности передать бремя убыточного кредитования остальным кредиторам, отказавшись от предоставления дополнительных займов. Возникает типичная проблема “безбилетника” (free-rider problem), когда оптимальные коллективные действия не поддерживаются каждым членом коллектива в отдельности. Нередко эта ситуация может спровоцировать кризис ликвидности даже тогда, когда это невыгодно ни одному из участников.

Наличие “долгового навеса” может также негативно сказаться на мотивации страны-заемщика к выплате долгов. В этом случае частичное списание долга оказывается для кредиторов более предпочтительной стратегией по сравнению с предоставлением дополнительных займов в надежде на их будущее возмещение.

Хотя страна-заемщик в чем-то схожа с фирмой, прибегающей к привлечению кредитных средств, между ними значительно больше различий. Кредиторы фирмы имеют определенное представление о ее будущих доходах. На этой основе они могут оценить будущую платежеспособность заемщика, в соответствии с которой принимается решение о выделении кредитов. Если приведенная стоимость ожидаемых доходов будет меньше, чем существующий долг, кредиторы, скорее всего, понесут потери. Но это вовсе не означает, что немедленное возбуждение процедуры банкротства будет для них наилучшей стратегией.

У государства, как и у фирмы, есть ожидаемый поток доходов. Однако далеко не все они могут быть направлены на обслуживание суверенной задолженности. Лишь некоторая часть имеющихся активов (называемая потенциальным трансфером) предназначена для выплат кредиторам страны. В принципе можно считать, что поток потенциальных трансферов является аналогом потока доходов в случае кредитования отдельной фирмы⁴. В этом страна-заемщик похожа на фирму-должника.

Государственный долг отличается от частного по крайней мере в двух аспектах. Во-первых, суверенный заемщик практически никогда не предоставляет обеспечение под кредит. Во-вторых, возможности судебных инстанций по воздействию на должника, отказавшегося от своих обязательств, крайне ограничены (в большинстве случаев подобные иски расцениваются как нарушение суверенитета).

Из экономической литературы известно, что при возникновении кризиса ликвидности у конкурентной фирмы для кредиторов (которым принадлежат долги компании) банкротство предпочтительнее пролон-

⁴ В этой связи под платежеспособностью страны-заемщика следует понимать способность государства к выполнению взятых на себя долговых обязательств, но лишь за счет ресурсов, составляющих часть совокупного объема доходов страны (потенциальный трансфер), которую правительство может привлечь для долговых выплат без значительного ущерба для государства и граждан.

гации долга (без учета трансакционных издержек)⁵. В случае государственного заемщика проведение реструктуризации долга является оптимальной стратегией. Желание государства обслуживать и погашать собственные долги зависит главным образом от того, насколько оно не хочет подвергаться возможным экономическим санкциям, например, отстранению от международного рынка капитала, или, напротив, хочет получить определенные льготы, такие, как снижение процентов по кредиту⁶.

Потенциальный трансфер, который может быть направлен кредиторам, строго говоря, не известен заранее. Он определяется исключительно желанием страны обслуживать собственные обязательства, что, в свою очередь, зависит от издержек дефолта и политических соображений. В этих условиях возникает ситуация торга между кредитором и заемщиком. Первый стремится получить как можно больше, а второй – отдать как можно меньше⁷. При этом проблема “долгового навеса” возникает в случае, если ожидаемый дисконтированный поток будущих трансферов меньше, чем совокупный долг страны.

В условиях полной определенности проблема “долгового навеса” имеет четкое решение⁸: если у страны есть возможность платить, проблем с ликвидностью не возникнет; в противном случае кредиторам следует сразу списать часть долга. Но если объемы будущих трансферов точно неизвестны, государство сможет занять дополнительное количество ресурсов, даже если ожидаемая приведенная стоимость трансферов не превышает величину первоначального долга. Иначе суверенный дефолт объявлялся бы всякий раз, когда у рынка появляются сомнения относительно платежеспособности государства. Дефолт не в интересах существующих кредиторов, поэтому они, скорее, согласятся на меньшие выплаты и реструктуризацию долга.

Основные схемы реструктуризации

При решении проблемы государственного долга применяются различные схемы конвертации долговых требований. Остановимся на основных путях преодоления долгового кризиса, таких, как списание долга, выкуп долга, секьюритизация и обмен долгов на акции национальных предприятий.

Списание долга. Если обязательства страны превышают ее ожидаемую платежеспособность, внешний долг выступает в качестве пропорционального налога, так как дополнительные доходы государства направляются не собственным гражданам, а кредиторам. Это стимулирует усилия государства по улучшению экономической ситуации по крайней мере в двух аспектах. Во-первых, правительство менее заинтересовано проводить жесткую экономическую политику, предус-

⁵ См.: Ingersoll J. Theory of Financial Decision Making. Rowman & Littlefield Publishers, 1987.

⁶ См.: Eaton J., Fernandez R. Sovereign Debt.

⁷ Bulow J., Rogoff K. A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt. Stanford University, Mimeo, 1986.

⁸ Krugman P. Currencies and Crises.

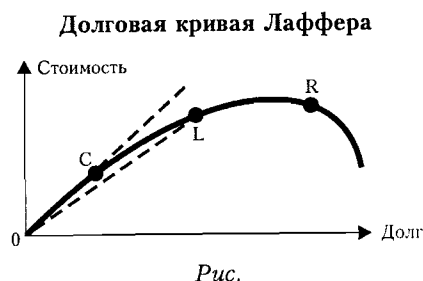
матривающую непопулярные меры. Ведь основная часть дивидендов от такой политики все равно пойдет кредиторам. Во-вторых, избыточный “долговой навес” негативно отражается на благосостоянии граждан из-за увеличения налогового бремени и снижения инвестиционной активности. Эти соображения позволяют при анализе данного вопроса основываться на рассмотрении долговой кривой Лаффера (см. рис.), определяющей оптимальный уровень списания долга, при котором достигаются максимальные ожидаемые выплаты⁹. Проблема “долгового навеса” в данном случае описывается участком кривой правее точки С, когда дальнейшее наращивание государственного долга ведет к снижению его стоимости.

На вертикальной оси откладывается стоимость долга (ожидаемый дисконтированный поток трансферов), на горизонтальной – общий объем обязательств. Прямая ОС имеет угол наклона 45° и, таким образом, отрезок ОС описывает ситуацию, когда величина долга (с учетом соответствующих процентов) совпадает с рыночной стоимостью. В целом положение страны характеризуется точкой на представленной кривой.

Как видно из рисунка, при небольших объемах заимствований ожидаемый объем выплат по долгу совпадает с объемом обязательств, то есть ожидается, что долг будет погашен полностью. Однако с некоторого момента величина долга начинает превышать объем ожидаемых выплат по нему. Растущая вероятность дефолта приводит к падению стоимости долга. В точке L, например, отношение ожидаемого приведенного потока трансферов к величине долга может быть измерено наклоном хорды, проведенной к этой точке из начала координат. При отсутствии трансакционных издержек тангенс угла наклона может рассматриваться как относительная рыночная цена долга.

С дальнейшим увеличением объемов заимствований, например, до точки R, вместе с рыночной ценой падает и суммарная стоимость долга. Дестимулирующее воздействие, которое оказывает избыточное налоговое бремя, становится настолько сильным, что кривая из восходящей переходит в нисходящую. В этом случае, очевидно, необходимо списание или реструктуризация части долга. Следует отметить, что, если конкурентные кредиторы в состоянии ратационировать выдачу кредитов, заемщик не может оказаться на нисходящем участке кривой.

Из рисунка видно, что наличие дисконта у долга само по себе вовсе не означает, что долг надо списывать. Все зависит от того, на каком участке кривой находится заемщик. Несмотря на то, что на практике определение текущего положения страны на кривой Лаффера достаточно сложно, этот подход имеет несомненную теоретическую ценность как при рассмотрении возможности проведения согласованной, так и при анализе рыночной реструктуризации.



Выкуп долга. Некоторые страны-должники имеют в своем активе значительные объемы золотовалютных резервов или могут достаточно быстро их нарастить за счет стимулирования экспортных отраслей. В то же время долги этих государств на рынке торгуются с большим дисконтом, что свидетельствует об опасениях инвесторов в отношении платежеспособности заемщика. В такой ситуации можно было бы разрешить заемщику самостоятельно выкупить собственные долги на открытом рынке. Это позволило бы на рыночных условиях сократить общий объем государственного долга без принятия кредиторами каких-либо согласованных решений. Из-за наличия дисконта по долгам подобная стратегия в чем-то аналогична частичному прощению.

Однако, согласно стандартным условиям предоставления займов, должник не имеет права на досрочный выкуп своих долгов минимум по двум причинам. Во-первых, нарушается принцип главенства кредиторов, то есть их право на преимущественное получение любых свободных средств должника, просрочившего платеж. Во-вторых, возникают феномены “морального риска” и “обратного отбора” (adverse selection), когда фактический выигрыш получают наихудшие заемщики, долги которых торгуются с наибольшим дисконтом.

Если решение о выкупе принимается с согласия кредиторов, то подобные проблемы можно разрешить, например, устанавливая максимальные объемы выкупа. Представляет интерес вопрос о том, насколько выгодно самим кредиторам разрешать досрочный выкуп обязательств¹⁰. Если снижение долгового бремени увеличивает вероятность выплат, то кредиторы согласятся на выкуп долга. При этом их потери, вызванные отказом от получения полной суммы кредита, перевешиваются улучшением перспектив возврата долга. Важно, что инвесторам выгодно разрешать досрочный выкуп, равно как и прощать долг, если заемщик находится на нисходящем участке долговой кривой Лаффера¹¹. Иначе кредиторы несут потери в результате реструктуризации.

Секьютиризация. Механизм досрочного выкупа суверенного долга ограничивается не только позицией кредиторов, но и объемами доступных стране валютных резервов. Это ограничение может быть преодолено

¹⁰ Рассмотрим следующий двухпериодный пример. Пусть в первом периоде совокупный долг страны составляет 100 млрд. долл. и его надо полностью погасить во втором периоде. К моменту погашения долга заемщик получает 20 млрд. с вероятностью $\frac{2}{3}$ и 110 млрд. с вероятностью $\frac{1}{3}$. Предположим также, что в начальный момент времени страна обладает резервами в объеме 5 млрд. долл. В случае реализации плохого состояния кредиторы получают не только весь трансфер, но и резервы страны. При отсутствии досрочного выкупа стоимость долга будет определяться как математическое ожидание долговых выплат: $(20+5) \times \frac{2}{3} + 100 \times \frac{1}{3} = 50$, то есть долги на вторичном рынке будут котироваться по цене 0,5.

Допустим, страна может использовать собственные золотовалютные резервы в полном объеме для досрочного выкупа долга. Если предположить, что уменьшение объема выплат не ведет к изменению вероятностей реализации того или иного состояния, то новая цена вторичного рынка (или ожидаемые поступления для кредиторов) будет равна $5 + 20 \times \frac{2}{3} + 90 \times \frac{1}{3} = 48 \frac{1}{3}$. Инвесторы получают 5 млрд. долл. в любом случае при выкупе, 20 млрд. – при реализации плохого состояния и 90 млрд. – при реализации хорошего (долг на сумму 10 млрд. долл. был ранее выкуплен по цене 50% за 5 млрд. долл. резервов). Как видно, досрочный выкуп приводит, в первую очередь к тому, что кредиторы получают меньше.

¹¹ Krugman P. Currencies and Crises.

⁹ Krugman P. Currencies and Crises.

с помощью секьюритизации, например, обменом долгов на облигации¹². Такой обмен проводится как непосредственно, когда старые обязательства сразу обмениваются на новые, так и опосредованно, когда средства, привлеченные за счет эмиссии, направляются на погашение уже существующих долгов. Если новые бумаги торгуются на рынке с меньшим дисконтом, такая операция приведет к сокращению общего объема задолженности.

Подобная схема реструктуризации реализуема на добровольной основе только в случае, если новые обязательства признаются приоритетными по отношению к старым долгам. В противном случае ожидаемые платежи по старому долгу эквивалентны платежам по новому, который будет торговаться с тем же дисконтом, что и существующий. Снижения долгового бремени не происходит.

На практике достичь такой приоритетности достаточно трудно. Простое декларирование главенства одних обязательств над другими автоматически ведет к нарушению международных норм права. Тем не менее в ряде случаев это возможно. Например, в рамках так называемого «плана Моргана для Мексики» (Morgan-Mexico plan) главенство было достигнуто за счет того, что старые мексиканские долги имели форму банковских займов, а новые обязательства – облигаций. Реструктуризация 1982 г. не затронула облигации мексиканского правительства из-за малого их объема и невысокой значимости как инструмента привлечения ресурсов. Это позволило руководству страны объявить их главенство по отношению к банковским долгам. Тем не менее в целом данная программа реструктуризации не принесла какого-либо существенного снижения общего долгового бремени. Лишь небольшая часть облигаций была размещена с дисконтом, меньшим, чем дисконт по банковским займам. Оставшаяся часть эмитированных бумаг была оценена рынком на том же уровне, что и старые обязательства.

Обмен государственного долга на акции национальных предприятий. Одной из наиболее известных рыночных схем реструктуризации государственного долга является предоставление кредиторам права продажи долгов с дисконтом за национальную валюту, на которую впоследствии можно приобрести акции национальных компаний. Чаще всего используется непосредственный обмен (своп) долгов на акции компаний, находящихся в государственной собственности.

Сторонники этого подхода утверждают, что такой своп позволяет одновременно решить две проблемы – уменьшить государственный долг и обеспечить приток капитала в реальный сектор экономики. В действительности этот механизм не столь однозначен. С одной стороны, такая схема предусматривает изменение расписания выплат и снижает краткосрочную нагрузку на бюджет. Более того, если до свопа поток выплат по долгу был жестко задан в номинальном выражении, то после – поток доходов от компании становится зависимым от экономического состояния

¹² Основная идея секьюритизации заключается в том, что страна-должник эмитирует новые долговые обязательства в виде облигаций, которые либо непосредственно обмениваются на старый долг, либо продаются. В случае продажи полученные средства направляются на выкуп старых обязательств. В последнее время наибольшее распространение получила секьюритизация банковских долгов, то есть обмен обязательств перед банками-кредиторами на облигации.

страны, уровня внутренней и внешней инфляции и других факторов. Таким образом, выплаты по долгу привязываются к экономическому положению страны-заемщика, что расширяет возможности достижения компромисса. С другой стороны, инвестор, получивший акции в результате обмена, на самом деле не делает реальных вложений в экономику страны.

Существуют также определенные проблемы, связанные с бюджетно-налоговой политикой государства. В случае обычной секьюритизации одни государственные обязательства обмениваются на другие государственные обязательства. При проведении свопов на акции государственный долг фактически обменивается на обязательства частного сектора. Для реализации данной схемы государству сначала необходимо найти источники средств на покупку акций национальных компаний (если акции находятся в собственности государства, то необходимо принимать в расчет альтернативные издержки, связанные с отказом от возможных приватизационных доходов)¹³.

Как следует из представленных выше рассуждений, однозначного способа решения проблемы «долгового навеса» не существует. Любая программа реструктуризации нуждается в проведении соответствующих расчетов применительно к каждому конкретному случаю. При этом анализ возможных вариантов должен учитывать не только экономические, но и, в частности, политические последствия тех или иных действий в отношении суверенного долга. Что же касается конкретных механизмов разрешения долгового кризиса в России, то, на наш взгляд, рыночные схемы реструктуризации, такие, как секьюритизация и различного рода свопы, предпочтительнее (и реальнее) списания долга. Прощение долговых обязательств крайне негативно отразится в первую очередь на репутации России как заемщика. Кроме того, при использовании рыночных механизмов всегда остается возможность управления государственным долгом и оптимизации структуры долговых выплат.

Реструктуризация российского внешнего долга

Сразу же после фактического объявления дефолта по рублевым обязательствам в августе 1998 г. правительство РФ приступило к тяжелым переговорам по реструктуризации внешнего долга с иностранными кредиторами. В начале 1999 г. из уст большинства финансовых аналитиков и даже самих кредиторов можно было все чаще слышать предложения по частичному списанию внешней задолженности России. Необходимо еще раз отметить, что большая часть суверенного долга Российской Федерации, номинированного в иностранной валюте, досталась ей

¹³ Это можно сделать неинфляционным путем, например, с помощью дополнительного внутреннего займа. В этом случае внешний долг переводится во внутренний. Однако, как правило, страны, имеющие проблемы с внешними долгами, имеют также и значительный объем внутренней задолженности. Таким образом, в результате проведения свопа увеличивается нагрузка на бюджет, что приводит к росту реальной стоимости обслуживания внутреннего долга и оказывает негативное воздействие на экономическую ситуацию в стране.

в наследство от СССР. Поэтому уже в конце 1998 г. в заявлениях официальных представителей заемщика, которым идея прощения, несомненно, импонировала, часто фигурировал тезис о том, что Россия готова в полном объеме обслуживать и погашать лишь собственные долги (чуть меньше половины от общей суммы государственного долга). Таким образом, инвесторам, по сути, предлагалось списать (или надолго отложить) выплаты по советским долгам, коль скоро Россия не способна их произвести. Однако вопрос относительно того, насколько будет эффективно, например, 50-процентное прощение внешнего долга, в случае с Россией остается открытым. Не придется ли при такой схеме вновь уже в ближайшем будущем прощать долги? Сможет ли РФ производить все дальнейшие выплаты без объявления очередного дефолта?

Для ответа на эти вопросы нами был проведен ряд приблизительных имитационных расчетов. В ходе моделирования платежеспособности Российской Федерации на ближайшие семь лет мы исходили из того, что новый долг РФ, полученный летом 1998 г. от МВФ (4,8 млрд. долл.), равно как и прочие долги от международных финансовых организаций и иностранных правительств, привлеченные в этот период, будут автоматически рефинансированы на срок более семи лет. Далее, мы допустили, что реальный объем ВВП в 1999–2000 гг. останется на уровне 1998 г. и лишь затем будет плавно увеличиваться с темпом 1% в год. При прогнозировании валютного курса мы исходили из того, что реальный курс российского рубля по отношению к доллару США останется неизменным на долгосрочном уровне. Поэтому номинальный курс рубля будет снижаться исключительно благодаря разнице в темпах инфляции в США и России. Мы также предположили, что платежи по долгу будут равномерно распределены в рамках каждого года. В этой связи обменный курс, использовавшийся в ходе вычислений, представлял собой среднее курсов на конец текущего и предыдущего годов. Официальный курс на конец 1998 г. составлял 20,7 руб. за доллар.

Кроме того, при расчетах валютных платежей нами были сделаны поправки на инфляцию в США, которая считалась равной 2,0% в год (немногом более, чем уровень 1998 г.) в течение всего анализируемого периода времени. Предполагалось постепенное снижение российской инфляции – с 60% в 1999 г. до 10% в 2004–2005 гг. Еще одним фиксированным параметром являлась доля выплат по внешнему долгу в структуре расходов налоговых поступлений. В соответствии с федеральным бюджетом РФ на 1998 г. выплаты по внешнему долгу составляют около 25% от всех налоговых поступлений. Эта величина также считалась нами постоянной с 1999 по 2005 г.

Ключевыми параметрами имитационной модели стали показатели доли налоговых поступлений в ВВП и степени списания внешнего долга. В целом нами было просчитано три основных варианта развития ситуации с выплатами по внешнему долгу. В первом варианте мы исходили из того, что иностранные инвесторы пропорционально прощают 50% совокупного внешнего долга России (без учета новых кредитов, полученных от международных организаций и правительств летом 1998 г.). При этом доля налогов в ВВП остается на уровне 1998 г. (10%) на всем временном промежутке вплоть до 2005 г.

Вариант 1: 50-процентное списание долга без улучшения сбора налогов

	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Оригинальные платежи (без обслуживания кредитов лета 1998 г.), млрд. долл.	13,43	13,46	13,28	12,61	14,05	12,48	14,93
Реструктурированные платежи, млрд. долл.	6,72	6,73	6,64	6,31	7,03	6,24	7,47
Фактические выплаты, млрд. долл.	4,04	4,02	4,02	4,01	3,99	3,94	4,06
Сальдо, млрд. долл.	-2,68	-2,71	-2,62	-2,29	-3,04	-2,30	-3,40
ВВП, млрд. руб.	4295,2	6442,8	9110,1	11962	14497	16107	17894
Инфляция, % в год	60	50	40	30	20	10	10
Номинальный курс рубля (на конец года), руб. / долл.	32,47	47,75	65,54	83,53	98,27	105,98	114,29
Доля налогов в ВВП, %	10	10	10	10	10	10	10
Доля платежей по обслуживанию долга в налоговых сборах, %	25	25	25	25	25	25	25

Как видно из таблицы 1, сальдо расчетов по внешнему долгу, представляющее собой разность между фактическими выплатами и необходимыми платежами, строго отрицательно в течение всего рассматриваемого интервала времени. Это означает, что при заданной динамике основных макроэкономических параметров даже 50-процентного списания долга не хватит для того, чтобы исключить возможность дефолта в самом ближайшем будущем. При фиксированной динамике темпов инфляции у правительства РФ будет единственная возможность рассчитываться по долгам – использовать золотовалютные резервы. Очевидно, при оттоке последних с темпом 2–3 млрд. долл. в год уже через несколько лет Россия вновь будет вынуждена отказаться от своих обязательств.

Конечно помимо варианта неэмиссионного финансирования всегда существует возможность обслуживания и погашения государственного внешнего долга за счет эмиссии рублевой массы, однако в данном случае прямое использование этого механизма невозможно без схем, предусматривающих списание или долгосрочную реструктуризацию долговых обязательств. Если долг будет обслуживаться исключительно за счет дополнительной эмиссии, то даже при самом оптимистичном варианте развития событий, представленном в таблице 3, правительство будет вынуждено уже в 1999 г. эмитировать необеспеченных рублей на сумму, эквивалентную 9,39 млрд. долл. (разница между объемом необходимых выплат – 13,43 млрд. долл. и фактическими выплатами – 4,04 млрд. долл., что при среднем курсе 30 руб./долл. составляет 282 млрд. руб.), то есть фактически увеличить денежную базу почти на 140%, что неизбежно приведет к гиперинфляции. Таким образом, эмиссионный подход к решению проблемы “долгового навеса” в случае России следует считать абсолютно бесперспективным.

Второй вариант (см. табл. 2) более оптимистичен в отношении сбора налогов – доля налоговых поступлений начиная с 2000 г. увеличива-

Т а б л и ц а 2

Вариант 2: 50-процентное списание долга и улучшение сбора налогов

	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Оригинальные платежи (без обслуживания кредитов лета 1998 г.), млрд. долл.	13,43	13,46	13,28	12,61	14,05	12,48	14,93
Реструктурированные платежи, млрд. долл.	6,72	6,73	6,64	6,31	7,03	6,24	7,47
Фактические выплаты, млрд. долл.	4,04	6,02	6,03	6,02	5,98	5,91	6,09
Сальдо, млрд. долл.	-2,68	-0,71	-0,61	-0,29	-1,04	-0,33	-1,37
ВВП, млрд. руб.	4295,2	6442,8	9110,1	11962	14497	16107	17894
Инфляция, % в год	60	50	40	30	20	10	10
Номинальный курс рубля (на конец года), руб. / долл.	32,47	47,75	65,54	83,53	98,27	105,98	114,29
Доля налогов в ВВП, %	10	15	15	15	15	15	15
Доля платежей по обслуживанию долга в налоговых сборах, %	25	25	25	25	25	25	25

ется до 15% ВВП. Дефицит платежей уже гораздо меньше, и в принципе, если правительство сможет привлечь дополнительно 2,68 млрд. долл. из резервов в 1999 г., то в будущем вероятность дефолта станет существенно ниже, чем при первом варианте развития событий. Однако это равновесие будет, очевидно, слишком неустойчивым, чтобы можно было говорить о полном исключении возможности нового дефолта России.

Наконец, третий вариант (см. табл. 3) – самый оптимистичный – предусматривает списание 60% долга. При таком сценарии правительству необходимо изыскать лишь 1,33 млрд. долл. в 1999 г. В

Т а б л и ц а 3

Вариант 3: 60-процентное списание долга и улучшение сбора налогов

	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Оригинальные платежи (без обслуживания кредитов лета 1998 г.), млрд. долл.	13,43	13,46	13,28	12,61	14,05	12,48	14,93
Реструктурированные платежи, млрд. долл.	5,37	5,38	5,31	5,04	5,62	4,99	5,97
Фактические выплаты, млрд. долл.	4,04	6,02	6,03	6,02	5,98	5,91	6,09
Сальдо, млрд. долл.	-1,33	0,64	0,72	0,97	0,36	0,92	0,12
ВВП, млрд. руб.	4295,2	6442,8	9110,1	11962	14497	16107	17894
Инфляция, % в год	60	50	40	30	20	10	10
Номинальный курс рубля (на конец года), руб. / долл.	32,47	47,75	65,54	83,53	98,27	105,98	114,29
Доля налогов в ВВП, %	10	15	15	15	15	15	15
Доля платежей по обслуживанию долга в налоговых сборах, %	25	25	25	25	25	25	25

дальнейшем этот отток резервов можно будет полностью компенсировать – сальдо расчетов строго положительно. Тем не менее последний вариант предусматривает как увеличение собираемости налогов, так и списание большей части долга. То есть фактически речь идет о прощении не только долгов бывшего СССР, но и части российских долгов, не говоря уже о последних займах МВФ и других официальных кредиторов. Если России списывают всего половину долга, как предлагают некоторые официальные лица, вероятность нового дефолта нельзя полностью исключить.

Тем не менее, помимо трех вариантов уже рассмотренного нами сценария, предусматривающего частичное списание государственного долга, существует по крайней мере еще одна схема реструктуризации. Исходя из того, что долг бывшего СССР составляет около 60% от суммарного внешнего долга РФ, можно попытаться реструктурировать соответствующие текущие обязательства (то есть те, которые должны быть погашены в течение ближайших 7 лет) на достаточно длительный срок (например, до 2040 г.). Таким образом, в 1999-2005 гг. Россия будет обслуживать лишь 40% своих текущих обязательств, не прибегая к схеме списания долга. При этом заемщик не отказывается платить по долгам, соответствующие обязательства будут погашены в будущем.

Дисконтировав реструктурированные платежи, можно приблизительно оценить величину, на которую *de facto* списываются текущие долги (существующие ставки доходностей по российским долгам, очевидно, будут превосходить проценты, которые реально сможет и будет начислять правительство России). При этом необходимо еще раз подчеркнуть, что *de jure* никакого прощения обязательств не происходит. Это позволит России быстрее вернуться на международный рынок заемных средств в качестве полноправного участника, не говоря уже о международном престиже, который при подобной реструктуризации пострадает гораздо меньше, чем при списании долга. Ниже представлены два варианта расчетов этой схемы.

В данных расчетах также не учитывались обязательства России лета 1998 г. Суммарные реструктурируемые платежи равны 56,54 млрд. долл. (60% от всех необходимых выплат за период 1999–2005 гг.), в рамках реструктуризации эта сумма, помимо соответствующих процентов, будет выплачена в 2040 г. Для того чтобы учесть временную структуру текущих долговых платежей, можно воспользоваться следующей схемой: процентные выплаты по каждому реструктурируемому платежу начинают производиться через семь лет. Так, по платежу в 8,06 млрд. долл., который надо произвести в 1999 г., первые проценты станут начисляться в 2006 г., а сама сумма будет полностью погашена в 2040 г. При расчетах использовалась схема нарастающих процентов: по прошествии семи лет от первоначальной даты платежа выплачивается сначала один процент годовых, затем два процента и т.д. до восьми процентов (на этом уровне ставка процента удерживается вплоть до окончательного погашения соответствующего долга, то есть до 2040 г.). Таким образом, первые выплаты по платежам 1999 г. начнутся в 2006 г., по платежам 2000 г. – в 2007 г. и т.д., поэтому данная схема предоставляет определенное преимущество владельцам

тех требований, платежи по которым в соответствии с оригинальным графиком погашения должны были наступить раньше.

Полученный в результате реструктуризации денежный поток дисконтировался на момент 2006 г. под ставку 10%, 20% и 40% годовых (в зависимости от предположений). Ставка дисконта выбиралась с учетом доходностей до погашения по российским евробондам в различные периоды времени. Для того чтобы определить структуру платежей, которую можно сравнивать с вариантом, предусматривавшим списание долга, полученная приведенная стоимость обслуживания долга разбивалась в соответствии с удельным весом первоначальных платежей по годам (1999–2005) и должным образом дисконтировалась. Получаемые таким образом условные добавочные платежи выделены отдельной строкой в таблице 4.

В силу того, что представленные в таблице 4 расчеты осуществлены в первую очередь в иллюстративных целях, согласно нашим допущениям, под платежами по советскому долгу понималось 60% (примерная доля долга СССР в совокупном государственном долге РФ) от

Т а б л и ц а 4

Реструктуризация долгов бывшего СССР

	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Оригинальные платежи (без обслуживания кредитов 1998 г.), млрд. долл.	13,43	13,46	13,28	12,61	14,05	12,48	14,93
из них проценты, млрд. долл.	7,37	7,60	7,82	7,90	7,63	7,17	6,68
из них номинал, млрд. долл.	6,06	5,86	5,46	4,71	6,42	5,31	8,25
Реструктурируемые платежи (60% от всего долга), млрд. долл.	8,06	8,08	7,97	7,57	8,43	7,49	8,96
Ставка дисконта 10% годовых							
Условные добавочные платежи, млрд. долл.	2,07	2,28	2,47	2,59	3,17	3,10	4,07
Условные платежи, млрд. долл.	7,44	7,66	7,79	7,63	8,79	8,09	10,05
Эквивалент списания, %	45	43	41	39	37	35	33
Ставка дисконта 20% годовых							
Условные добавочные платежи, млрд. долл.	0,38	0,46	0,55	0,62	0,83	0,89	1,28
Условные платежи, млрд. долл.	5,76	5,85	5,86	5,67	6,45	5,88	7,25
Эквивалент списания, %	57	57	56	55	54	53	51
Ставка дисконта 40% годовых							
Условные добавочные платежи, млрд. долл.	0,04	0,06	0,08	0,10	0,16	0,20	0,33
Условные платежи, млрд. долл.	5,41	5,44	5,39	5,15	5,78	5,19	6,30
Эквивалент списания, %	60	60	59	59	59	58	58

суммарных долговых выплат за период 1999–2005 гг. В строке “условные добавочные платежи” отражены приведенные стоимости потоков, которые получает кредитор в результате реструктуризации. Иными словами, если в рамках реструктуризации выпускается торгуемый инструмент, по сути, аналогичный купонной облигации с изменяющейся купонной ставкой, то при доходности до погашения в размере выбранной ставки дисконта в этой строке отражается рыночная цена, по которой можно выкупить права требования на реструктурируемые обязательства. Так, при 20-процентной доходности за 0,46 млрд. долл. можно в 2000 г. фактически погасить задолженность в размере 8,08 млрд. долл. Очевидно, принимая во внимание степень риска, которой характеризуются российские долговые обязательства, доходность по ним вряд ли опустится ниже 20% годовых в течение ближайших нескольких лет.

Кроме того, условные добавочные платежи могут интерпретироваться как сумма, которую необходимо иметь в соответствующий год для того, чтобы обеспечить полное обслуживание реструктурированных платежей. Этот факт играет немаловажную роль в том случае, если в ходе реструктуризации не выпускалось торгуемых инструментов. Если исходить из того, что максимально доступная (и приемлемая) для России ставка размещения составит 10%, то, помимо прямых выплат по российскому долгу, правительству необходимо будет инвестировать условные добавочные платежи с тем, чтобы выполнять условия реструктуризации. В этом случае условные платежи становятся фактическими и они должны быть заложены в федеральном бюджете. Однако следует сразу же оговориться, что хотя бы некоторую сумму можно будет вложить и под более высокий процент посредством выкупа уже эмитированных обязательств России (например, евробондов, доходность по которым в апреле 1999 г. варьировалась в пределах 30–40% годовых).

В строке “условные платежи” отражается сумма собственно долговых платежей России (40% от первоначальной суммы) и условного добавочного платежа, рассчитанного выше. Эквивалент списания определялся как отношение условных платежей к объему выплат, соответствующих оригинальному графику обслуживания и погашения государственного долга РФ.

Как видно из представленных результатов, в случае ставки дисконта 10% годовых платежи по долгу в среднем эквивалентны списанию 39% долга, при ставке 20% годовых – 55%, а при ставке 40% годовых – 59%. Конечно, в данном случае уже не идет речь о “честном” расчете с кредиторами. Очевидно, в условиях свободного рынка рациональный кредитор вряд ли согласился бы на подобную схему реструктуризации. Однако в случае с государственным долгом кредитор, уже выдавший кредит, порой вынужден выбирать между плохим и очень плохим вариантами.

Последняя схема решения проблемы “долгового навеса” России проанализирована нами в первую очередь для того, чтобы продемонстрировать действенность отличных от списания долга механизмов реструктуризации, которые позволяют сохранить престиж государства и показать мировому сообществу, что РФ может цивилизованно обслуживать собственные долги. Использование таких схем, на наш взгляд, является лучшей альтернативой стратегии выпрашивания прощения долгов.