

*Г. ТРОФИМОВ,  
кандидат экономических наук,  
главный специалист Института  
финансовых исследований*

## **БЫЛ ЛИ РОССИЙСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ “ФИНАНСОВОЙ ПИРАМИДОЙ”?**\*

В настоящее время широко распространена точка зрения, согласно которой политика накопления государственного долга российским правительством в 1993–1998 гг. отождествляется с реализацией известной схемы “финансовой пирамиды”. Это мнение особенно укрепилось после дефолта, объявленного правительством в августе 1998 г. Отказ от выплат по ГКО в сочетании с девальвацией рубля на 70% и ростом темпов инфляции на 70% в августе 1998 – декабре 1999 гг. обесценил обязательства государства как минимум на 94–95%<sup>1</sup>.

В условиях надвигавшегося кризиса внешнего долга дефолт ГКО, быть может не в столь жесткой форме, представлял собой альтернативу раскручиванию инфляционной спирали. Но за возможность продолжения стабильной денежно-кредитной политики государству пришлось заплатить репутацией надежного заемщика.

Вполне естественно, что неплатежеспособность правительства воспринимается как крах всей предшествовавшей политики формирования государственных обязательств. Однако было ли в действительности накопление долга “финансовой пирамидой” и что на самом деле привело эту политику к краху?

### **Схема Понци**

Бесспорно, финансирование бюджетного дефицита с помощью эмиссии долга напоминает многочисленные игры в “финансовые пирамиды” в России в 1994 г., обусловленные отсутствием регулирования рынка негосударственных ценных бумаг и недостатком опыта у мелких инвесторов. Аргумент в поддержку мнения о том, что выпуск государственных краткосрочных долговых инструментов стал очередной “финансовой пирамидой”, базируется на известном факте: погашение предыдущих выпусков происходило за счет новой эмиссии и расширения круга держателей бумаг. Но данная аналогия, вообще говоря, применима к любому варианту заимствования, когда основным источником его финансирования являются краткосрочные обязательства.

---

\* Автор выражает признательность участникам семинаров в ИЭПП и ИФИ и особенно А. Вавилову и Р. Энтову за полезные комментарии, высказанные при обсуждении данного материала.

<sup>1</sup> Эта оценка соответствует схеме реструктуризации ГКО, предложенной правительством в конце 1998 г.

В теории вопрос о возможности финансирования государственного долга посредством такого рода схем обычно ставится в несколько иной плоскости. Осуществимо ли в течение длительного временного интервала дефицитное финансирование бюджета в условиях неинфляционной политики государства? Иными словами, может ли государство обеспечивать расходы на погашение и обслуживание долга не на основе налоговых источников, а за счет постоянного выпуска новых обязательств?

Ответ на данный вопрос неоднозначен. Например, государственные финансы в закрытой экономике вполне могут быть жизнеспособными при сохраняющемся первичном дефиците при условии, что темп прироста ВВП устойчиво превышает величину реального процента<sup>2</sup>. Если долг растет медленнее доходов населения, то всегда имеется источник для привлечения новых займов. В противном случае неизбежно возникает ситуация, когда финансовые ресурсы в экономике оказываются исчерпанными. Это верно и для открытой экономики, поскольку существует довольно тесная связь между размерами инвестиций и внутренних сбережений<sup>3</sup>.

Режим, при котором отдача на капитал находится на более низком, чем темпы экономического роста, уровне, характеризуется как динамически неэффективный – в таком случае запас капитала в экономике является слишком большим по сравнению с диктуемым “золотым правилом” накопления<sup>4</sup>. При подобном режиме не только возможно, но и целесообразно дефицитное финансирование бюджета в условиях неограниченной эмиссии государственного долга. Кроме того, если экспансия долга позволяет сконцентрировать государственные вложения на направлениях, стимулирующих долговременный рост экономики, то режим дефицитного финансирования носит самоподдерживающийся характер. Дополнительная эмиссия государственного долга ведет к увеличению ВВП, что позволяет откладывать погашение обязательств на неопределенное будущее. Важно подчеркнуть, что в данном случае речь идет о странах с эффективным общественным сектором и устойчиво высокими темпами экономического роста<sup>5</sup>.

В переходных экономиках, особенно в условиях макроэкономической стабилизации, наблюдается прямо противоположная ситуация: реальный процент, как правило, существенно превышает темп роста ВВП. При этом унаследованный от социализма общественный сектор не только не способствует экономическому росту, но создает стимулы к непродуктивной деятельности благодаря огромным возможностям

---

<sup>2</sup> См.: Elmendorf D., Mankiw G. Government Debt. NBER Working Paper 1998, No 6470; Ball L., Elmendorf D., Mankiw G. The Deficit Gamble. – Journal of Money, Credit and Banking, 1998, vol. 30, No 4, p. 699–720.

<sup>3</sup> Feldstein M., Horioka Ch. Domestic Savings and International Capital Flows. – Economic Journal, 1980, vol. 90, p. 314–329.

<sup>4</sup> Blanchard O., Fischer S. Lectures on Macroeconomics, 1990, p. 103–104, 233–234; Burda M., Wyplosz Ch. Macroeconomics. A European Text, 1993, p. 128–129.

<sup>5</sup> Для США отношение реального процента по внутреннему долгу к темпу роста ВВП было в среднем меньше 1 для периода 1871–1992 гг., включая подпериоды 1920–1992 гг. и 1946–1992 гг. (Ball L., Elmendorf D., Mankiw G. The Deficit Gamble, p. 702).

для извлечения ренты<sup>6</sup>. Поэтому дефицитное финансирование бюджета не может дать долговременного выигрыша. Поддержание такого режима без денежной эмиссии возможно только благодаря привлечению внешних инвестиций в государственный сектор. Именно приток иностранных кредитных ресурсов в российскую экономику стал основным фактором преодоления долгового кризиса весны–лета 1996 г.

В макроэкономической теории используется модель, близкая по смыслу к тому, что обычно понимается под “финансовой пирамидой”. Это – так называемая схема Понци, при которой заемщик осуществляет рефинансирование расходов на погашение и обслуживание предыдущих кредитов исключительно за счет новых заимствований. При такой схеме темп увеличения реальной стоимости долга не меньше реальной ставки процента. Допустим, уравнение накопления долга имеет вид:

$$\Delta b_t = r_t b_t + d_t,$$

где:  $b_t$  – реальный долг;  $\Delta b_t = b_{t+1} - b_t$ ;  $r_t$  – реальный процент;  $d_t$  – реальный первичный дефицит бюджета. Накопление долга по схеме Понци предполагает, что  $d_t \geq 0$  при любых значениях  $t$ , то есть дефицит бюджета не погашается на сколь угодно длительном временном интервале. При постоянном реальном проценте это равносильно экспоненциальному или более быстрому росту долга. Его наращивание происходит как за счет расширения круга заемщиков, так и благодаря увеличению доли государственных обязательств в инвестиционных портфелях<sup>7</sup>.

Данная схема отражает долгосрочную политику дефицитного финансирования бюджета с помощью эмиссии государственного долга. Если темп экономического роста ниже реального процента, то такая политика может дать только временный выигрыш за счет потерь населения в будущем. В итоге неизбежно инфляционное обесценение государственных обязательств или полный (частичный) дефолт. При рациональных ожиданиях инвесторов подобная возможность принимается во внимание с самого начала. Поэтому схема Понци либо вовсе не реализуется, либо достаточно быстро прекращает существование, оставляя последних держателей долговых обязательств в проигрыше.

Более реалистичным с точки зрения анализа долговой политики государства является понятие “рулетки Понци”. В отличие от схемы Понци, где долг никогда не гасится, “рулетка Понци” допускает возможность его погашения за счет увеличения налогов, начиная с момента, когда отношение долга к доходам населения превышает некоторое критическое значение<sup>8</sup>.

Если речь идет о дефолте по краткосрочным обязательствам, то не всегда можно однозначно судить а posteriori, реализовывалась ли долговая экспансия по схеме Понци или она была эмиссией, рассчитанной на погашение в рамках среднесрочного периода. В подобной ситуации эмпирическим критерием может служить наличие или от-

<sup>6</sup> Латынина Ю. Как украсть бюджет. – Сегодня, 1999, 2 марта.

<sup>7</sup> Условие “финансовой пирамиды” выражается соотношением:  $\Delta p_t = (r_t + f_t)p_t$ , где:  $p_t$  – цена самокотируемой бумаги в момент  $t$ ;  $r_t$  – доходность держателя;  $f_t$  – доходность эмитента. При постоянных положительных доходностях котировки растут экспоненциально.

<sup>8</sup> См. : Ball L., Elmendorf D., Mankiw G. The Deficit Gamble, p. 702.

сутствие признаков стабилизации реального долга к моменту дефолта, так как снижение темпов накопления обязательств повышает вероятность их погашения в будущем за счет налоговых поступлений.

### Оценка логистического уравнения динамики долга

При анализе быстроменяющихся экономических процессов обычно встает вопрос о наличии “пузырей”, то есть о влиянии нефундаментальных факторов<sup>9</sup>. Для проверки данной гипотезы нередко применяются тесты коинтеграции, соотносящие динамику наблюдаемого процесса с динамикой какой-либо объясняющей экономической переменной, играющей роль фундаментального фактора. Нарушение условия коинтеграции означает отсутствие линейной связи между данными переменными и интерпретируется как результат действия экономико-психологических механизмов, таких, как самосбывающиеся прогнозы и “стадное” поведение<sup>10</sup>. Основная проблема с применением тестов на коинтеграцию заключается в том, что не всегда удается четко выделить набор фундаментальных факторов, влияющих на рассматриваемый процесс.

Мы не ставили целью осуществить анализ экономических механизмов, обуславливающих ускоренную экспансию государственного долга. По этой причине мы не рассматриваем действие фундаментальных факторов накопления долга, таких, как реальный процент и первичный дефицит. Вместо этого предлагается прямой способ проверки гипотезы о “пирамидальности” долга, основанный на следующем соображении.

Известно, что развитие многих социальных и естественных процессов описывается логистической функцией времени. На начальных этапах развития она растет подобно положительной экспоненте, а в дальнейшем – как отрицательная экспонента, сходящаяся к некоторому предельному значению. Используя эту функцию, можно попытаться ответить на вопрос, происходила или нет стабилизация реального государственного долга.

Итак, рассматриваются две альтернативные гипотезы, описывающие динамику долга в рыночных инструментах. *Гипотеза (а)* – долг рос по экспоненциальной кривой; *гипотеза (б)* – долг рос по логистической кривой. Гипотеза (а) является достаточным условием для предположения

---

<sup>9</sup> В отличие от облигаций с конечным сроком все “финансовые пирамиды” являются “пузырями” с нулевой фундаментальной ценностью (Blanchard O., Fisher S. Lectures on Macroeconomics, p. 223).

<sup>10</sup> Для тех же целей используются тесты на волатильность. Смысл состоит в том, что объясняющая переменная должна иметь большую дисперсию, чем показатели, отражающие ожидания рынка. Например, согласно гипотезе эффективности, курсы акций должны быть менее подвижны, чем дивиденды, что на самом деле опровергается большинством тестов на волатильность для мировых фондовых рынков (Leroy S., Porter R. The Present Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds. – *Econometrica*, 1981, vol. 64, p. 555–574; Shiller R. Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends. – *American Economic Review*, 1981, vol. 71, p. 421–436).

об эмиссии ГКО-ОФЗ по схеме Понци, гипотеза (б) – достаточным условием для предположения о том, что реальный долг не рос по такой схеме и стабилизировался, приближаясь в пределе к постоянному значению.

Статистический тест основан на том, что обе кривые в непрерывном времени являются решением логистического дифференциального уравнения:

$$\dot{b} = a_1 b + a_2 b^2 \quad \text{при } a_1 > 0, a_2 \leq 0. \quad (1)$$

Решением данного уравнения служит экспоненциальная функция  $b(t) = b_0 \exp(a_1 t)$ , если параметр  $a_2 = 0$ , и логистическая функция  $b(t) = (b_0 e^{-a_1 t} - a_2/a_1)^{-1}$ , если  $a_2 < 0$ . Логистическая функция при  $t \rightarrow \infty$  стремится к пределу  $b^* = -a_1/a_2$ .

Примем в качестве нулевой гипотезы  $a_2 = 0$ , то есть экспоненциальный рост реального долга. Альтернативной гипотезой может быть  $a_2 < 0$ , или логистический рост. Для проверки этих гипотез рассмотрим эконометрическое уравнение, выступающее разностным аналогом (1):

$$\Delta b_t = a_0 + a_1 b_t + a_2 b_t^2 + \varepsilon_t, \quad (2)$$

где  $b_t$  – реальный государственный долг в ГКО-ОФЗ в обращении на конец месяца в ценах мая 1993 г.;  $\varepsilon_t$  – случайная ошибка. Период наблюдений охватывает 61 месяц, с мая 1993 г. по май 1998 г.

Таким образом, рассматривается весь период существования рынка ГКО-ОФЗ до начала снижения величины номинального долга, начавшегося с июня 1998 г. С точки зрения оценки эффективности управления долгом можно игнорировать последние три месяца перед августовским кризисом. В этот период фискальные власти предприняли ряд шагов, которые привели к заметному снижению объема ГКО-ОФЗ в обращении. Данные меры включали: своп ГКО на еврооблигации; отказ от размещения новых выпусков по низким ценам; привлечение средств ЦБР для погашения старых выпусков. Но это было обусловлено форс-мажорными обстоятельствами, вынудившими фискальную власть резко изменить стратегию управления государственным долгом.

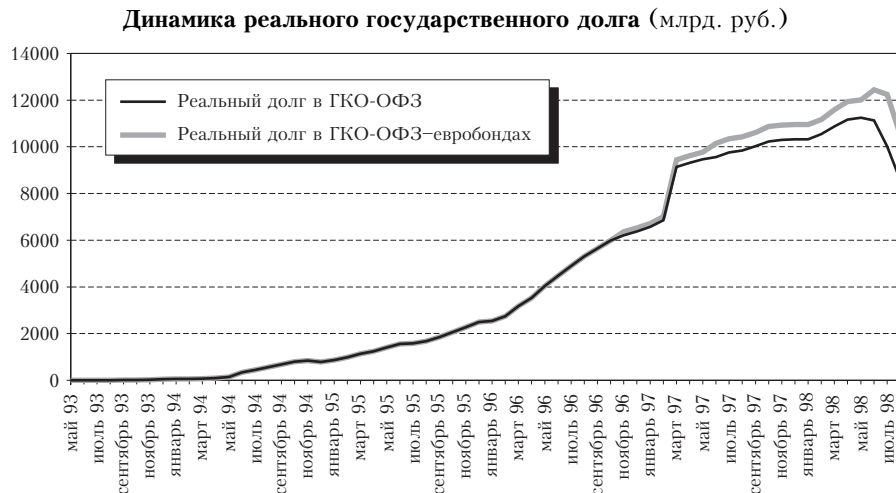


Рис. 1

Как видно из рис. 1, наибольший скачок долга произошел в марте 1997 г. Этот прирост явно выпадает из сложившейся тенденции наращивания внутреннего долга и не связан с финансированием дефицита бюджета: обязательства федерального правительства перед Центральным банком на сумму 81 трлн. руб. были переоформлены в 4–8-летние ОФЗ. Подавляющая часть этих обязательств осталась в портфеле ЦБР и не вошла в сферу рыночного обращения.

Поэтому мы вводим в эконометрическое уравнение (2) дополнительную логическую переменную, относящуюся к марту 1997 г. Кроме того, для устранения автокорреляции остатков мы моделируем их в виде скользящей средней первого порядка. Модифицированное уравнение регрессии принимает вид:

$$\Delta b_t = a_0 + a_1 b_t + a_2 b_t^2 + \delta d_t + \varepsilon_t + \lambda \varepsilon_{t-1}, \quad (3)$$

где:  $d_t = 1$  для  $t =$  март 1997 г. и 0 в остальных случаях;  $\delta$  – коэффициент при логической переменной;  $\lambda$  – параметр скользящей средней, отражающий автокорреляцию не учтенных в модели факторов.

Результаты оценки уравнения (3) представлены в таблице 1.

Т а б л и ц а 1

| Коэффициент  | $a_0$ | $a_1$ | $a_2$                  | $\delta$ | $\lambda$ |
|--------------|-------|-------|------------------------|----------|-----------|
| Значение     | 15,29 | 0,10  | $-8,74 \times 10^{-6}$ | 2072,03  | 0,55      |
| t-статистика | 0,57  | 6,35  | -5,83                  | 31,50    | 4,88      |

$$R^2 = 0,94; DW = 1,88; N = 61.$$

Таким образом, коэффициент  $a_2$  отрицателен и статистически значимо отличается от нуля. Данный факт позволяет отвергнуть гипотезу об экспоненциальном росте реального внутреннего долга. Напротив, статистически подтверждается гипотеза о его стабилизации согласно логистической кривой<sup>11</sup>.

Заметим, что оценка коэффициента при логической переменной ( $\delta = 2072,03$ ) довольно точно отражает изменение номинального объема ГКО-ОФЗ в марте 1997 г. Размерность  $\delta$  – миллиарды неденоминированных рублей. Если умножить эту величину на темп роста инфляции с мая 1993 г. по март 1997 г., равный 3927%, получаем 81,4 трлн. руб., что близко к величине переоформленных обязательств.

Оценки регрессионного уравнения (2) позволяют вычислить предельное значение внутреннего долга по формуле  $b^* = -a_1/a_2 + \delta$ . Мы получаем  $b^* = 0,10/8,74 \times 10^{-6} + 2072,03 = 13,47$  трлн. руб. (в неденоминированных рублях и ценах мая 1993 г.). С учетом накопленной инфляции с мая 1993 г. по август 1998 г. (4959,4%) номинальная предельная стоимость долга в ценах августа 1998 г. составляет 668,1 млрд. руб. Для сравнения: к концу мая 1998 г. номинальная стоимость ГКО-

<sup>11</sup> Оценки коэффициентов  $a_1$  и  $a_2$  невелики по абсолютному значению, что оправдывает замену логистического уравнения в непрерывном времени (1) разностными аналогами (2) или (3). Для таких значений параметров траектории разностного уравнения близки к логистической функции времени.

ОФЗ в обращении достигла максимального значения 483,6 млрд. руб., или 72,4% от предельной величины долга.

Таким образом, к началу кризиса на рынке государственных бумаг ни о каком перенакоплении внутреннего долга не могло быть и речи, налицо была тенденция стабилизации долга. Главные факторы замедления его накопления – снижение реальных процентных ставок и уменьшение отношения первичного дефицита к долгу<sup>12</sup>.

Возможное возражение против этих выводов заключается в том, что с конца 1996 г. происходила эмиссия еврооблигаций, которая была особенно интенсивной в предкризисные месяцы 1998 г. Стабилизация внутреннего долга в определенной степени могла быть достигнута за счет увеличения внешних обязательств. Однако, как видно из рис. 1, динамика реального государственного долга в рыночных инструментах, включающего ГКО-ОФЗ и еврооблигации, была, по существу, аналогична динамике внутреннего долга.

Уравнение (3) может быть оценено для суммарного государственного долга в рыночных инструментах, включающего помимо ГКО-ОФЗ и еврооблигации. Результаты приведены в таблице 2.

Т а б л и ц а 2

| Коэффициент  | $a_0$ | $a_1$ | $a_2$                  | $\delta$ | $\lambda$ |
|--------------|-------|-------|------------------------|----------|-----------|
| Значение     | 17,46 | 0,099 | $-7,65 \times 10^{-6}$ | 2188,20  | 0,58      |
| t-статистика | 0,58  | 5,70  | -5,07                  | 30,32    | 5,19      |

$$R^2 = 0,93; DW = 1,95; N = 61.$$

Предельное значение реального долга в ГКО-ОФЗ–еврооблигациях достигло бы  $b^* = 0,099 / 7,65 \times 10^{-6} + 2188,2 = 15,13$  трлн. руб. (в неденоминированных рублях и ценах мая 1993 г.). Номинальная предельная стоимость долга в ценах августа 1998 г. равнялась бы 750,5 млрд. руб., то есть была бы всего на 12,3% больше предельного значения внутреннего долга, оцененного выше.

Оценки параметров и их значимость для логистического уравнения, описывающего накопление общего государственного долга в рыночных инструментах, оказываются примерно такими же, как и для внутреннего долга. Поэтому гипотеза об экспоненциальном росте общего долга также должна быть отвергнута.

Таким образом, нельзя говорить о том, что в 1993–1998 гг. российские фискальные власти сознательно раскручивали некий аналог “рулетки Понци”. Тем более нельзя говорить о реализации схемы “финансовой пирамиды” на макроуровне. Скорее всего, речь дол-

<sup>12</sup> Хотя предложенный здесь тест не отвергает гипотезу о логистическом тренде, возможно рассмотрение и других гипотез о динамике долга в качестве альтернативных гипотезе (а). Использование логистического тренда связано с наименьшими техническими трудностями и в большей мере отвечает природе стабилизирующихся процессов. Заметим, что предположение о логистической динамике внутреннего долга России в рыночных инструментах высказывалось нами ранее (См.: Вавилов А., Трофимов Г. Стабилизация и управление государственным долгом России. – Вопросы экономики, 1997, № 12).

жна идти о неудачной попытке элиминировать разрыв между оздоровительными мерами в денежно-кредитной сфере и слабой налогово-бюджетной политикой. Если бы государство предприняло решительные действия в данной области до 1998 г., то ему, по всей видимости, удалось бы избежать банкротства.

### В чем проявился долговой кризис?

Итак, если происходила стабилизация долга, то что же все-таки послужило причиной коллапса государственных обязательств, и почему нарастание кризиса летом 1998 г. приняло лавинообразный характер? Для ответа на данный вопрос недостаточно рассматривать лишь динамику реального долга. Необходимо также учитывать соотношение текущих расходов на погашение и обслуживание ГКО-ОФЗ и доходов федерального бюджета. Данный показатель говорит о способности фискальной власти отвечать по своим обязательствам в случае, если дальнейшая эмиссия долга неосуществима. Инвесторы при оценке будущей доходности государственных бумаг обращают особое внимание на это соотношение.

Отношение расходов по ГКО-ОФЗ к доходам федерального бюджета

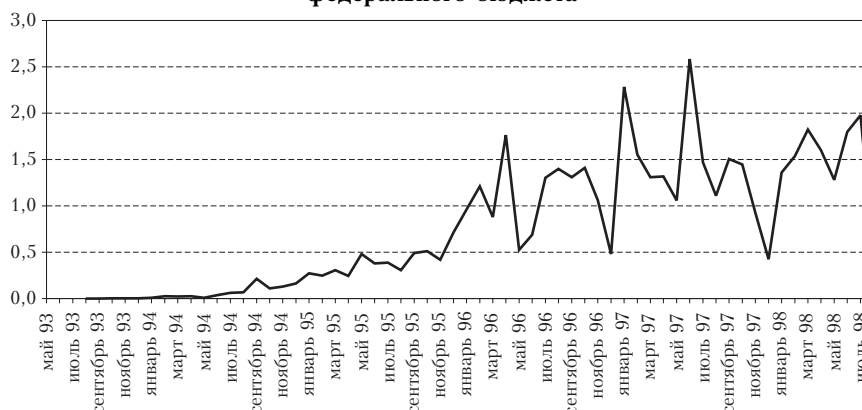


Рис. 2

Как видно из рис. 2, расходы по ГКО-ОФЗ были стабильно ниже доходов бюджета до февраля 1996 г., когда их соотношение подскочило до 1,21. Это было связано с резким ухудшением состояния долга, которое было обусловлено его экспансией в ходе стабилизационной попытки 1995 г., и предвыборной ситуацией. В I квартале 1996 г. подпрыгнул реальный процент при одновременном росте социальных расходов бюджета и снижении налоговых выплат. Следующий скачок – апрель 1996 г., когда соотношение составило 1,76 раза. С июля 1996 г., то есть фактически уже после президентских выборов, превышение расходов по ГКО-ОФЗ над доходами бюджета стало постоянным и опускалось ниже 1 лишь в декабре 1996 г. и в ноябре-декабре 1997 г., что на самом деле объясняется спецификой учета бюджетных доходов, включающих значительные поступления денежными сурро-

гатами в конце года. В остальные месяцы послевыборного периода отношение расходов к доходам было существенно выше 1, в среднем – 1,52. Таким образом, риск дефолта, возникший в период президентских выборов, так и не был устранен вплоть до августа 1998 г.

Данная ситуация была прежде всего связана с временной структурой государственного долга. Дело в том, что весомую часть расходов по ГКО-ОФЗ составляли расходы по погашению коротких бумаг, доминировавших в рыночном портфеле. Величина этих расходов во многом зависела от изменения дюрации долговых обязательств. Это можно показать при помощи оценки регрессионного уравнения, связывающего реальные расходы по ГКО-ОФЗ с индикаторами реальной стоимости обслуживания и погашения долга:

$$x_t = c_0 + c_1 y_{t-4} + c_2 z_{t-4} + \theta d_t^1 + u_t + \lambda u_{t-1}, \quad (4)$$

где:  $x_t$  – реальные расходы по ГКО-ОФЗ;  $y_t = R_t b_t$  – индикатор реальных процентных расходов;  $R_t$  – средняя аукционная ставка (% в месяц);  $z_t = b_t / D_t$  – показатель, отражающий влияние дюрации  $D_t$  (в месяцах) на расходы по ГКО-ОФЗ;  $d_t^1$  – логическая переменная, равная 0 до марта 1997 г. и 1 в последующие месяцы;  $u_t$  – случайная переменная. Стоимостные переменные измерены в ценах мая 1993 г. Объясняющие переменные входят в регрессионное уравнение с лагом 4 месяца.

Оценки параметров уравнения (4) представлены в таблице 3.

Т а б л и ц а 3

| Коэффициент  | $c_0$ | $c_1$ | $c_2$ | $\theta$ | $\lambda$ |
|--------------|-------|-------|-------|----------|-----------|
| Значение     | 49,96 | 0,44  | 0,48  | 371,89   | 0,43      |
| t-статистика | 0,99  | 2,05  | 6,04  | 6,17     | 3,49      |

$R^2 = 0,84$ ;  $DW = 1,84$ ;  $N = 59$  (с сентября 1993 г. по июль 1998 г.).

Важно, что  $t$ -статистика для параметра  $c_2$  высока, то есть связь между дюрацией и расходами по ГКО-ОФЗ оказывается отрицательной и статистически значимой с большим запасом.

Таким образом, если бы Министерство финансов смогло в значительной мере увеличить дюрацию своих рыночных обязательств, то ему, вероятно, удалось бы резко сократить расходы на погашение ГКО-ОФЗ. Попытки увеличения дюрации предпринимались начиная со второго полугодия 1995 г. Однако такая политика вступала в конфликт с задачей снижения затрат на обслуживание внутреннего долга. Увеличение срока до погашения ГКО вело к росту процентных ставок. Рост предложения ОФЗ, начавшийся со второй половины 1996 г., был ограничен спросом со стороны консервативных держателей, представленных в основном нерезидентами. По этой причине существенного увеличения дюрации внутреннего долга так и не произошло. На рис. 3 отражен график средней дюрации ГКО-ОФЗ с учетом обязательств, переоформленных в марте 1997 г.

Наилучшая возможность, так и не использованная в полной мере фискальной властью, состояла в замене ГКО-ОФЗ на средне- и долгосрочные еврооблигации. Такой вариант политики управления долгом мог быть реализован в 1997 г. в силу чрезвычайно благоприятной

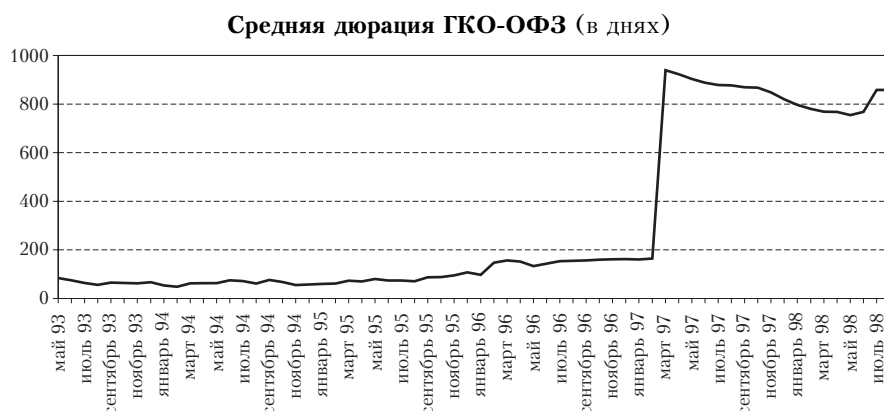


Рис. 3

конъюнктуры мирового рынка<sup>13</sup>. К концу 1997 г. было размещено еврооблигаций на 4,65 млрд. долл., а всего за два предкризисных летних месяца 1998 г. – на 10,2 млрд. долл. Фискальная власть занялась оптимизацией валютной и временной структуры долга лишь в ситуации форс-мажора, что уже не могло дать ровно ничего, кроме увеличения будущей купонной нагрузки на бюджет.

Заблаговременный переход к еврооблигациям как основному рыночному инструменту формирования государственного долга, с одной стороны, снизил бы стоимость его обслуживания, а с другой – и это более важно с точки зрения анализа причин долгового кризиса – замещение ГКО еврооблигациями могло бы резко уменьшить отношение расходов по долговым обязательствам к доходам бюджета. Это произошло бы благодаря увеличению среднего срока до погашения несмотря на рост стоимости купонных выплат в результате девальвации рубля. При этом, если бы власть избежала дефолта по ГКО, то девальвация могла быть не столь обвальная. Это, в свою очередь, уменьшило бы угрозу кросс-дефолта даже с учетом дополнительной нагрузки на бюджет по выплате купонов по еврооблигациям.

Подобные упущения фискальной власти вполне объяснимы ввиду отсутствия целенаправленной политики по управлению государственным долгом. Сыграл также роль и оптимистичный настрой, царивший в 1997 г. Реальная опасность кризиса была осознана экономическим руководством страны лишь весной 1998 г., да и то далеко не полностью.

Более серьезные последствия имел установленный монетарной властью порядок репатриации выручки нерезидентов, допускавший

<sup>13</sup> В ряде наших исследований мы уже указывали на необходимость замены ГКО на еврооблигации (см.: Вавилов А., Трофимов Г. Стабилизация и управление государственным долгом России; Вавилов А., Трофимов Г. Я знаю, кризис будет. – Деньги, 1997, № 51). Увеличение размещения российских еврооблигаций до 30 млрд. долл. позволило бы к весне 1998 г. изъять из обращения до 65% ГКО. Подобный шаг повысил бы ежегодные купонные выплаты по еврооблигациям на 1,3–1,4 млрд. долл. начиная с текущего года, но позволил бы избежать дефолта по внутреннему долгу. Политические последствия кризиса также могли бы быть совершенно иными. В такой ситуации у России сохранилось бы больше возможностей по привлечению новых внешних займов и обслуживанию внешнего долга несмотря на девальвацию рубля и снижение странового рейтинга.

форвардные контракты на поставку валюты российскими банками. Подобная система фактически трансформировала краткосрочные рублевые обязательства в краткосрочные валютные. Нерезидентам, входящим на рынок ГКО-ОФЗ, гарантировалась фиксированная и очень высокая по мировым меркам валютная доходность. Неявную гарантию давал ЦБР, во-первых, в виде режима валютного “коридора” и, во-вторых, выступая в роли кредитора последней инстанции, подразумевавшей (с точки зрения иностранных инвесторов) поддержку в случае системного кризиса крупнейших банков-контрагентов по контрактам.

Подчеркнем, выпуск краткосрочных валютных обязательств является самой невыгодной и самой рискованной стратегией управления государственным долгом. Власти приняли на себя обязательства по фактически бесплатному страхованию краткосрочных валютных вложений, что обусловило проблему “морального риска”, приведшую к финансовому буму 1997 г. По той же причине инвестиции в государственные бумаги осуществлялись и в первые месяцы 1998 г., несмотря на значительное увеличение рисков. Доля ГКО, выпущенных в кризисном 1998 году, в общем объеме этих бумаг на 14 августа 1998 г. составила 74,4%. При этом основные закупки осуществляли нерезиденты, так как доля ГКО-ОФЗ в активах российских банков снизилась с января по июль 1998 г. почти на 30%.

Поощрение входа нерезидентов хеджированием их валютных рисков было в какой-то мере обоснованным решением в критическом для государственного долга 1996 году. Хотя более логичным было бы снять ограничения на вход нерезидентов, оставив хеджирование рисков им самим. Однако с первыми проявлениями кризиса в конце 1997 г. стратегия принятия чужих рисков на себя уже на самом деле могла превратить долговую политику властей в построение “пирамиды” с увеличивающимися ставками и степенью риска. Попытки правительства поддерживать рынок ГКО за счет кредитов Банка России лишь усиливали угрозу спекулятивных атак на рубль. С развитием кризиса весной-летом 1998 г. все более сомнительной выглядела способность монетарной власти выполнять свои обязательства. Произошедшая *de facto* эмиссия краткосрочных валютных инструментов повторила мексиканский опыт пятилетней давности с выпуском печально известных “тесобон”. Эти краткосрочные долларовые бумаги, выпускавшиеся для удержания “горячих денег”, во многом предопределили резкое падение доверия к властям, девальвацию песо и финансовый кризис 1994–1995 гг.<sup>14</sup> К сожалению, российская монетарная власть не воспользовалась весьма полезным чужим опытом.

---

<sup>14</sup> Помимо привлекательности для нерезидентов “тесобоны” должны были улучшить состояние банковских балансов. Однако, обеспечивая валютную доходность на несколько сот базисных пунктов выше ставки LIBOR, эти инструменты создали благоприятную среду для спекуляций с использованием производных инструментов и контрактов. Они позволяли привлекать более дешевые кредитные ресурсы с денежного рынка США под залог мексиканских бумаг. Как и позже в России, такого рода сделки усугубили падение котировок “тесобон” в ситуации валютного кризиса, что привело к неспособности мексиканского правительства рефинансировать свой внутренний долг.