

Вавилов А. П., Трофимов Г.Ю

СТАБИЛИЗАЦИЯ И УПРАВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ РОССИИ

1. Стабилизация внутреннего долга России: сроки и цена

Развитие рынка государственного долга России было необходимой предпосылкой и одновременно следствием макроэкономической стабилизации. Ее начало в 1995 г. повлекло интенсивную эмиссию государственного внутреннего долга в виде выпусков ГКО-ОФЗ. Тем самым, на смену денежной экспансии пришла экспансия внутреннего долга. Рассмотрим, каким образом и какой ценой шло развитие рынка государственного долга в России.

Стабилизация инфляционных ожиданий произошла во втором полугодии 1995 г. благодаря последовательной жесткой денежной политике. Однако стабилизирующий эффект изменения ожиданий не сказался в полной мере на доходностях государственных ценных бумаг, так как одновременно резко увеличился реальный процент. По нашему мнению это было связано, в первую очередь, с ограничениями предложения ликвидности и кризисным состоянием банковского сектора. Хотя нельзя не согласиться с общепринятой точкой зрения, в том что увеличение доходности было обусловлено нарастанием политической неопределенности, повышавшей премию за риск.

Действительно, период, предшествовавший выборам в Государственную Думу и Президента России, оказался весьма тяжелым для рынка государственных ценных бумаг. В связи с необходимостью финансировать социальные расходы (главным образом, на выплату задолженности по пенсиям и заработной плате в бюджетных отраслях) резко возросла потребность в привлечении бюджетных средств. В то же время с конца 1995 г. заметно упала налоговая дисциплина предприятий, что привело к снижению реальных налоговых поступлений в первом полугодии 1996 г. на 27.5% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (Российская Экономика в 1996 году, с. 22). Фискальный кризис, обострившийся после парламентских выборов, явился следствием стабилизационной макроэкономической политики. Этот кризис, аналогично стабилизационному “шоку” 1995 г., привел к дополнительной экспансии ГКО-ОФЗ в первом полугодии 1996 г.

Смена тенденций в динамике внутреннего долга произошла сразу после президентских выборов, в июле-августе 1996 г. Главную роль сыграл широкий официальный допуск нерезидентов на внутренний рынок государственных ценных бумаг в августе 1996 года, хотя первый ограниченный доступ состоялся в феврале 1996 года. В результате снижения доходности значительно упала стоимость обслуживания долга, а его накопление стабилизировалось. Если в 1995 г. реальный объем ГКО-ОФЗ в обращении (в долях ВВП) возрос в 2.76 раза, то в 1996 г. он увеличился в 2.23 раза. За первые девять месяцев 1997 г. реальный прирост внутреннего долга в рыночных инструментах составил всего 19%.

Заметим, что устойчивое снижение доходности государственных ценных бумаг происходило на фоне болезни Президента России, что не устраняло полностью политическую неопределенность. Это означает, что данный фактор не объясняет полностью чрезвычайно высокую доходность государственных бумаг в предшествующий период.

Рисунок 1 показывает изменение номинального внутреннего долга, размещенного в ГКО-ОФЗ со середины 1993 г. Если ограничиться периодом до июля 1996 г., то тренд увеличения долга хорошо аппроксимируется экспоненциальной функцией, что означает финансирование бюджетного дефицита по известной схеме Понци, когда в условиях нарастающей (или даже постоянной) доходности новые выпуски государственных долговых обязательств покрывают их погашение и процентные выплаты по старым обязательствам. Если же продолжить тренд накопления долга до середины 1997 г., то наиболее подходящее приближение дает логистическая кривая, отражающая динамику стабилизационных процессов. Данная кривая изменяется аналогично положительной экспоненте до момента стабилизации, а далее она растет подобно отрицательной экспоненте.¹

Такая смена тенденций динамики внутреннего долга свидетельствует о качественном изменении финансовой политики государства. Удалось избежать лавинообразного накопления долга (по экспоненциальной кривой), что на

практике означало бы долговую ловушку и резко увеличило бы вероятность нового инфляционного витка. Качественного изменения динамики внутреннего долга удалось добиться за счет резкого снижения доходности государственных ценных бумаг.

Рисунок 1

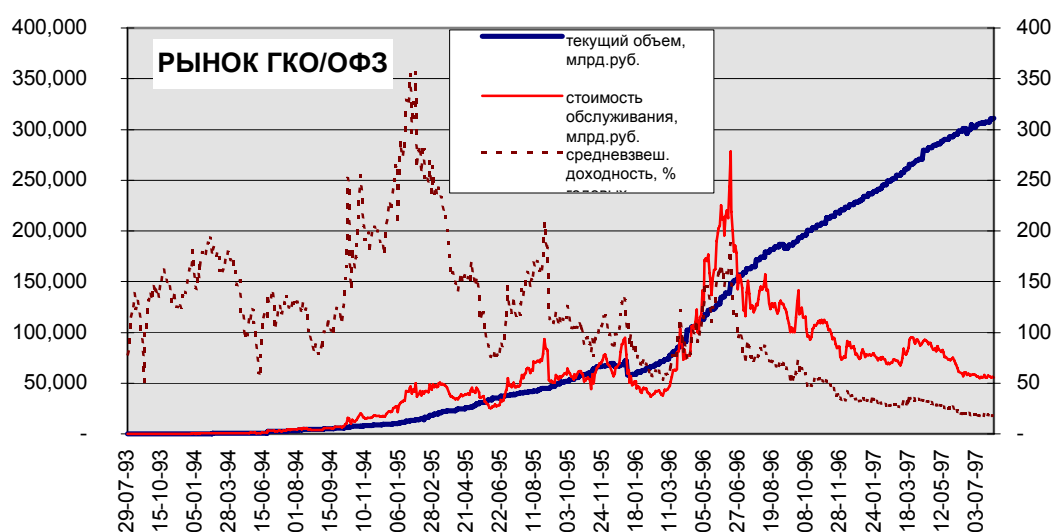


Рисунок 1 демонстрирует также динамику доходности ГКО-ОФЗ и отражает три основных эпизода всплеска процентных ставок. Первый был вызван денежной накачкой 1994 г. и последовавшим осенним кризисом валютного рынка. Начало стабилизации усилило этот эффект: абсолютный пик доходности пришелся на начало 1995 г., когда период очень высокой инфляции (около 20% в месяц) совпал с началом ограничительной денежной политики. Второй всплеск произошел в конце лета 1995 г., что было вызвано кризисом ликвидности в банковской сфере. Третий скачок процента по государственным бумагам произошел в период накануне президентских выборов 1996 г.

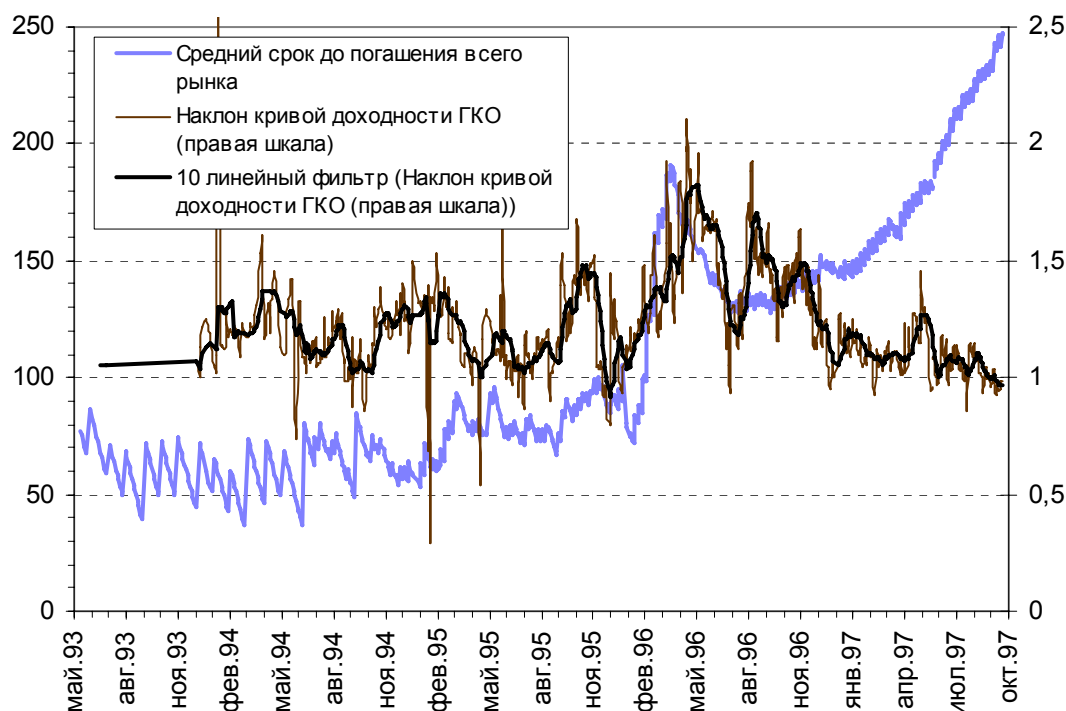
¹ Наши оценки экспоненциального и логистического трендов дают следующие результаты: $B(t) = 1153.16e^{0.0056t}$, и $B(t) = \frac{362440}{1 + 789.2e^{-0.0043t}}$, где $B(t)$ - тренд долга, млрд. руб., t - время (в днях).

Динамика стоимости обслуживания внутреннего долга в ГКО-ОФЗ носит более сглаженный характер, так как эта величина определяется не только доходностью, но и объемом новых размещений. Пиковое значение стоимости обслуживания приходится на период президентских выборов, когда происходило наращивание долга и большая часть новых выпусков шла на погашение старых серий. В 1996 г. стоимость обслуживания долга составила 5.8% ВВП, тогда как в 1992 г. она была на уровне 1.1% ВВП, а в 1995 г. - 3.0% ВВП. Именно в предвыборном периоде эффективность финансирования внутренней части дефицита была минимальной, а сам процесс финансирования в наибольшей мере соответствовал схеме Понци. Благодаря удержанию бюджетного дефицита в жестких рамках и широкому доступу нерезидентов на рынок ГКО-ОФЗ в августе 1996 г. эта схема не реализовалась на макроуровне.

В 1997 г. устойчиво продолжалось снижение доходности ГКО-ОФЗ, а следовательно, и стоимости обслуживания внутреннего государственного долга. Однако доходность по государственным бумагам на первичном рынке была еще весной относительно высока по сравнению с доходностями других финансовых инструментов (депозиты, кредиты межбанковского рынка). Тем не менее, к началу лета разброс 1997 г. процентных ставок денежного рынка значительно сузился.

Стабилизация динамики внутреннего долга позволяет монетарным властям более успешно реализовывать одну из приоритетных задач политики управления этим долгом, а именно, удлинение сроков до погашения государственных облигаций. В конце сентября 1997 г. средний срок до погашения (дюрация) ГКО-ОФЗ составлял 230 дней, тогда как в начале 1996 г. – 105 дней (см. рис. 2). Удлинению сроков обращения способствует выпуск новых серий ОФЗ и, в частности, с фиксированным купоном, а также реоформление 15 марта 1997 г. задолженности Минфина Центробанку в 13 новых траншей ОФЗ общим объемом 80 трлн. руб. (3.1% ВВП) со сроком до погашения от 4 до 16 лет. В июле ЦБР объявил о плане продажи пакета этих облигаций стоимостью 30.7 трлн. рублей на вторичном рынке.

Рисунок 2.



Именно благодаря общему снижению процентных ставок Министерству Финансов удалось выравнять временную структуру доходности. Ее изменение представлено на рис. 2 рядом наклона кривой доходности, равного отношению средневзвешенных доходностей по облигациям со сроком до погашения длиннее и короче 3 месяцев. Стабилизация наклона кривой доходности при удлинении средней дюрации является важнейшим индикатором доверия к политике монетарных властей. Фактор доверия позволил эмитировать новые финансовые инструменты, например, облигации с фиксированным купоном, муниципальные и региональные облигации. Все это свидетельствует о стабилизации механизма государственных финансов, происходящей несмотря на проблемы с налоговыми неплатежами. Однако данный вопрос отражает не столько неэффективность фискальной политики в части аккумуляции денежных средств, сколько неразвитость механизма банкротств предприятий и перераспределения прав собственности, а также эмбриональный уровень рынка земли.

Можно ли было добиться стабилизации внутреннего долга раньше? Сейчас на этот вопрос трудно дать однозначный ответ, тем более, что

президентские выборы создавали серьезные препятствия снижению доходности. Однако очевидно и то, что широкий допуск нерезидентов на рынок государственных ценных бумаг еще в 1995 году мог бы существенно снизить издержки предвыборного периода. Это бы также способствовало смягчению проблемы ликвидности. Лето 1995 года было, по нашему мнению, оптимальным моментом для открытия рынка ГКО-ОФЗ нерезидентам. Тогда антиинфляционная политика дала первые плоды; кроме того, благодаря валютному коридору был элиминирован валютный риск. Риск политический еще не имел решающего значения для инвесторов. Как показало развитие событий весной 1996 г., по серьезному данный риск начал проявляться лишь с марта, то есть всего за три месяца до выборов (см. рис. 1).

Тем не менее, представляет интерес оценка прямых потерь государства от такой ограничительной политики. Если предположить, что широкий допуск нерезидентов состоялся бы не в августе 1996 года, а на год раньше, то можно оценить гипотетическую динамику доходностей и рассчитать экономию стоимости обслуживания. Для этого мы принимаем два предположения, характеризующих динамику доходностей в условиях мобильности капитальных потоков и при отсутствии политического риска. Согласно первому предположению, доходности ГКО-ОФЗ равнялись бы сумме ожидаемой внутренней инфляции и «нормального» значения реального процента. Согласно второму, они соответствовали бы ожидаемому приросту обменного курса доллара, плюс номинальный долларový процент.² Мы игнорируем инфляцию в США и принимаем, что «нормальный» реальный процент был равен проценту по долларovým инструментам внутреннего рынка.³

Считая, что фактор политической неопределенности, обусловленный президентскими выборами, действовал лишь в марте-июне 1996 г. (это согласуется с фактической динамикой доходностей ГКО-ОФЗ), мы в обоих вариантах расчетов предполагаем, что доходности в эти четыре месяца

² Ожидания рассчитывались на основе предположения о совершенном предвидении, с использованием четырехмесячного лага.

³ Строго говоря, при свободном передвижении капитала процентные соотношения определяются через ожидаемые приросты обменного курса. Однако, учитывая некоторую неопределенность, присущую любому курсовому режиму, мы рассматриваем вариант с ожидаемой инфляцией в качестве верхней границы внутренних доходностей.

соответствовали фактическим данным. Очевидно, что такое допущение заведомо завышает гипотетическую динамику доходностей и расчетную стоимость обслуживания долга.

В результате получается, что по первому варианту стоимость обслуживания внутреннего долга за период с июля 1995 г. по август 1997 г. была бы на 54 трлн. руб. ниже фактического уровня (64 трлн. руб. в ценах сентября 1997 г.). По второму варианту оценка экономии существенно выше - 80 трлн. руб. (96 трлн. руб. в ценах сентября 1997 г.). Расхождение этих оценок объясняется снижением реального курса доллара в рассматриваемом временном интервале на 22%.

Приведенные оценки дают представление о порядке тех потерь, в которые оборачиваются нерациональные решения монетарных властей. Отказ широко открыть доступ иностранным инвесторам к инструментам внутреннего долга до 1996 г. мотивировался неразвитостью российских финансовых рынков, опасностью подвергать их излишним «встряскам». Но за абстрактной необходимостью защищать рынки стояла более конкретная задача: уберечь отечественный банковский сектор от конкуренции со стороны нерезидентов. Дело в том, что рынок ГКО-ОФЗ оставался до конца 1996 года важнейшим источником прибылей коммерческих банков, покрывавшим значительную часть их потерь. Речь, таким образом, шла о субсидировании всего банковского сектора за счет налогоплательщиков, причем в размерах, превышающих дотационные кредиты МВФ, предоставленные России за тот же период времени (8.5 млрд. долл.), или задолженность федерального бюджета по пенсиям и заработной плате на начало 1997 г. (38 трлн. руб.).

2. Управление динамикой государственного долга

К настоящему времени накопление государственного долга характеризуется следующими показателями. До начала 1996 г. величина реального внутреннего долга, выраженная в долях ВВП, сокращалась (с 36% ВВП на конец 1992 г. до 14.5% ВВП на конец 1995 г.), что объясняется более быстрым обесценением задолженности правительства по прямым кредитам ЦБ

РФ и других нерыночных обязательств по сравнению с ростом объема заимствований на финансовом рынке. Тем не менее в 1996 - первой половине 1997 г. величина внутреннего долга увеличивалась, достигнув к весне 1997 года около 20% ВВП. С учетом других составляющих внутреннего долга это не так мало для страны, аккумулирующей государственные заимствования на финансовом рынке всего три года.

К октябрю 1997 г. внутренний долг, оформленный в ГКО-ОФЗ и облигациях сберегательного займа, достиг уровня 12,5-13% ВВП. Это примерно соответствует трем пятым от общего значения внутреннего долга, включающего задолженность Центральному банку, государственные гарантии, и другие обязательства. Величина внешнего долга по текущему официальному курсу рубля оценивается примерно как 28.5% ВВП, из которых 14.5%, то есть примерно половина относится на счет долга, унаследованного от бывшего СССР. Таким образом, общая величина государственного долга к октябрю 1997г. превысила 50% ВВП. Однако лишь менее четверти этой значительной суммы представляет собой долг, сформированный на рыночной основе.

Управление реальной динамикой долговых обязательств означает контроль за двумя важнейшими показателями - величиной государственного долга и стоимостью его обслуживания. В условиях экономического роста важны не абсолютные их размеры, а доля государственного долга в ВВП и соотношение реального процента (стоимости обслуживания за вычетом инфляционной составляющей) и темпа экономического роста. Это нетрудно показать, если представить процесс накопления долга в долях ВВП в виде следующего уравнения

$$b_t = \frac{1+r_t}{1+g_t} b_{t-1} + d_t \quad (1)$$

где b_t это внутренний долг на конец периода t , r_t - усредненный реальный процент ex-post в этом же периоде, g_t - темп прироста ВВП, d_t доля первичного дефицита бюджета в процентах ВВП. Уравнение (1) предполагает, что государство не использует инфляционный налог для финансирования расходов.

Уравнение (1) выражает накопление долга безотносительно его валютной структуры. Чтобы учесть динамику государственного долга,

включающего внутреннюю и внешнюю часть, рассмотрим следующее соотношение:

$$b_t + b_t^* = \frac{1+r_t}{1+g_t} b_{t-1} + \frac{(1+r_t^*)(1+\delta_t)}{1+g_t} b_{t-1}^* + d_t, \quad (2)$$

где b_t^* это внешний долг к концу периода t , оцененный по обменному курсу доллара (руб./долл.) в долях ВВП, r_t^* – реальный процент за рубежом, δ_t – темп прироста реального курса доллара, определяемый как

$$1 + \delta_t = \frac{(1+i_t^*)e_t}{(1+i_t)e_{t-1}},$$

где i_t и i_t^* – темпы инфляции, соответственно, в России и США, e_t – номинальный курс доллара в течение периода t .⁴

Как видно, динамика реального государственного долга определяется двумя основными факторами: во-первых, долей первичного дефицита, а во-вторых, соотношением реального процента по внутренним и внешним обязательствам, учитывающим динамику реального курса доллара и темп роста ВВП. В частности, экономический подъем, сопровождаемый реальным повышением курса отечественной валюты, может заметно снизить долю внешнего долга относительно внутреннего. Определение направлений изменения структуры государственного долга должно учитывать все эти параметры и подчиняться логике задач, стоящих перед экономикой.

Логика конкретных макроэкономических решений может диктоваться идеологическими или политическими соображениями, или же основываться на критерии максимизации общественного благосостояния. Последнее предполагает учет некоторых нормативных положений экономической теории. Согласно выводам динамической теории оптимального налогообложения (напр. Варго 1979), если в данный период времени любое повышение налоговых

⁴ Уравнение (2) выводится из соотношения для номинального долга:

$B_t + e_t B_t^* = R_t B_{t-1} + e_t R_t^* B_{t-1}^* + D_t$, где B_t , B_t^* , D_t , соответственно, размер внутреннего и внешнего долга, и первичного дефицита; R_t , R_t^* – номинальный брутто-процент по внутреннему и внешнему долгу. Если *ex post* выполнено условие процентного паритета, означающее что $1 + \delta_t = \frac{1+r_t}{1+r_t^*}$, то уравнение накопления долга в долях ВВП (2) принимает вид, аналогичный

доходов связано с существенными издержками и потерями, которые через несколько лет могут снизиться, то в настоящее время имеет смысл увеличивать государственный долг, который будет погашен за счет будущих налоговых поступлений в бюджет. При этом налоговая нагрузка как бы передвигается на будущие периоды. В этом основной смысл межвременного управления долгом, учитывающего динамические взаимосвязи макроэкономических переменных, и направленного на сглаживание колебаний реальной налоговой нагрузки.

В ближайшие 2-3 года принципиальными задачами фискальной политикой являются: проведение налоговой реформы (внедрение налогового кодекса, повышение собираемости налогов), сокращение неэффективных бюджетных расходов и повышение социальных расходов, важных для успеха экономического роста (на науку, образование, медицину). Решить эти задачи без больших социально-политических издержек возможно, лишь поддерживая определенный минимальный уровень финансирования бюджетной сферы, допускающий ее приемлемую рационализацию, но не приводящий к ее разрушению.

Политика сокращения государственного долга в условиях недофинансирования бюджетной сферы сопряжено с неоправданно высокими социальными издержками. В истории есть примеры крайне нерационального ужесточения долговой политики. К концу своей жизни руководитель Румынии Н. Чаушеску добился резкого сокращения государственного долга, снизив внешние обязательства до нуля. Однако население вынуждено было жить в плохо отапливаемых помещениях, без света и горячей воды, часто недоедая – жизненный уровень румынских граждан в тот период резко упал. Вряд ли стоит повторять такой опыт.

Вообще, правило бездефицитного бюджета становится основным руководством рациональной налогово-бюджетной политики, лишь когда возникает угроза долговой ловушки и необходимо любыми возможными средствами стабилизировать динамику долга. Это может произойти, если прирост реальной стоимости обслуживания государственного долга

(1): $b_t + b_t^* = \frac{1+r_t}{1+g_t}(b_{t-1} + b_{t-1}^*) + d_t$. Отсюда следует, что при паритете процентных ставок государству безразличен выбор валютной структуры долга.

существенно выше темпов экономического роста, либо эти темпы нулевые или отрицательные, что и имело место до последнего времени.

В условиях же начинающегося экономического подъема можно осторожно менять политику накопления государственного долга, с учетом необходимости финансирования ключевых социальных направлений. Этот поворот политики допустим лишь в той мере, в какой уже достигнута стабилизация государственного долга. Причем все усилия должны быть сосредоточены на снижении реальной стоимости его обслуживания и согласовании его динамики с темпами экономического роста. Стратегия умеренного наращивания долга по такому принципу вполне обоснована в начале экономического подъема, поскольку увеличение ВВП само по себе повышает размеры налоговых поступлений. Но кроме того, проведение реформы налогообложения, ряда структурных и институциональных реформ должно повысить долю налоговых доходов бюджета в ВВП при сохранении или уменьшении налоговых нагрузок на экономику. Подчеркнем, что в данном случае речь идет о среднесрочном временном горизонте не менее 5 лет.

Для иллюстрации важности проблемы оптимального межвременного выбора приведем ряд расчетов, основанных на уравнении накопления (2) и оценивающих различные стратегии в управлении государственным долгом в 1997-2004 гг. В расчетах сделаны следующие предположения:

- темп роста ВВП увеличивается на 1 пункт каждый год начиная с 1% в 1997 г. до 4% в 2000 году и далее до 2004 года остается неизменным;
- инфляция падает с 8% в 1998 году до 4% в 2000 году и далее остается неизменной до 2004 года;
- темп обесценения рубля падает с 5% в 1998 году до 4% в 2000 году и становится равным инфляции 4% до 2004 года.

Во всех расчетах период 2000-2004 года отражает динамику макропоказателей, определяемую из соотношений, сложившихся к 2000 году (см. Табл. 1-4 в Приложении).

В первом варианте расчетов мы отображаем концепцию динамики государственного долга, представленную в трехлетнем бюджете. В этой концепции первичный дефицит становится отрицательным в размере -0.5% ВВП в 2000 году и остается таким в дальнейшем. Реальная стоимость

обслуживания внутреннего долга выше стоимости обслуживания внешнего долга и эта разница устраняется лишь к 2000 году.

В этом случае к 2000 году величина государственного долга как доля к ВВП снизится с 49% до 48.58%. К 2004 году государственный долг снизится еще до 48.15%.

Представляется, что за 3 года с 1998 по 2000 годы выполнить одновременно три задачи - налоговая реформа, бюджетная реформа и сокращение государственного долга - нереально. Тем более, что два года - 1999 и 2000 - будут предвыборными.

Поэтому более обоснованной представляется политика, нацеленная на решения первых двух или хотя бы одной задачи (налоговой реформы), при медленном увеличении государственного долга одновременно со снижением стоимости его обслуживания. Результаты такой политики представлены во втором и третьем вариантах расчетов.

Во втором варианте первичный дефицит бюджета устанавливается в 1998 г. - 2% к ВВП, в 1999 г. - 1% и в 2000 г. - 0. В дальнейшем до 2004 года первичный дефицит сохраняется нулевым. Динамика государственного долга сложится следующая: с 49% в 1997 г. государственный долг повысится до 51.73% к 2000 году и до 53.57% к 2004 году. Заметим, что государственный долг за 1995 -1996 года вырос с % до %.

Увеличение государственного долга после 2000 года происходит лишь по причине превышения реальной стоимости обслуживания государственного долга над темпами роста ВВП (см. Формулу 1). Для сохранения неизменным государственного долга можно либо добиваться повышения темпов роста ВВП (или роста доли налоговых поступлений), либо установить первичный дефицит отрицательным в размере, сохраняющем государственный долг неизменным (в данном случае около -0.5% ВВП).

Третий вариант отличается от второго только тем, что реальная стоимость обслуживания внутреннего долга снижается до стоимости обслуживания внешнего долга сразу в 1998 году, а не в 2000. Динамика государственного долга в этом варианте сложится следующая: с 49% в 1997 г. государственный долг повысится до 51.2% к 2000 году и до 53.0% к 2004 году.

Это на полпроцента ниже, чем во втором варианте, что связано со снижением стоимости обслуживания государственного долга.

Во втором и третьем вариантах реальные непроцентные расходы увеличиваются в 1998 году на 14.7%. Этот уровень примерно равен непроцентным расходам планового бюджета 1997 г., который был посчитан, исходя из реальных потребностей существующей бюджетной сферы. После 2000 года рост непроцентных расходов продолжается по всем вариантам. Дисконтированная по внутреннему проценту стоимость потока первичного дефицита в 1998-2000 годах составляет по первому варианту -1.8 млрд. деноминированных рублей, а по второму и третьему: 79.4 млрд. руб. Таким образом, более умеренная фискальная политика позволяет увеличить государственные расходы в ближайшие три года на 81 млрд. руб. или 13.8 млрд.долл. (за семилетний период эта разница возрастает до 130 млрд. руб.).

Приведенные расчеты показывают, что накопление государственного долга может происходить при различных вариантах управления. Выигрыш от более экономных вариантов в том, что обеспечивается дополнительное финансирование бюджетных расходов, дающее два положительных эффекта на рост. Во-первых, непосредственно достигается краткосрочный эффект благодаря снижению напряженности бюджетных выплат, обеспечивающему мультипликативное сокращение неплатежей. Как следствие, уменьшается величина взаимозачетов, снижаются налоговые санкции, действующие деструктивным образом на налоговое поведение предприятий. Отпадает необходимость в использовании разного рода суррогатов, обслуживающих отношения между бюджетом и предприятиями и, на самом деле, способствующих сохранению неплатежей. Тем самым устраняется перераспределение доходов в пользу финансовых посредников и, в конечном счете, снижается налоговая нагрузка на предприятия.

Долгосрочный эффект экономии обслуживания долга заключается в том, что у государства появляются дополнительные возможности увеличения вложений в человеческий капитал страны. Конечно, необходимо учитывать препятствия, возникающие из-за лоббирования расходных решений по бюджету различными группами давления. Однако негативных последствий таких действий можно избежать, если законодательно предусмотреть целевой

характер использования достигнутой экономии обслуживания государственного долга.

3. Пути снижения стоимости обслуживания государственного долга

Прежде всего оценим экономию по обслуживанию внутреннего долга, полученную благодаря снижению доходности на рынке внутренних долговых обязательств. Для этого достаточно экстраполировать экспоненциальный тренд (см. сноску 1) и сравнить его с фактической динамикой. Наши расчеты показывают, что стоимость обслуживания ГКО-ОФЗ в 1996-1997 г. была бы выше на 304 % фактической величины, если бы тенденция экспоненциального роста сохранилась до настоящего времени. При этом величина внутреннего долга в ГКО-ОФЗ достигла бы к октябрю 1997 г. 1100 трлн. руб. (что на 240% выше фактического уровня), составив 43% годового ВВП. Данные цифры красноречиво говорят о возможности долговой ловушки и значении стоимости обслуживания государственного долга.

Минимизация этой стоимости является стратегической задачей управления государственным долгом, а в более широком понимании – всей бюджетно-налоговой политики. Эта задача согласуется не только с чисто фискальными интересами, но и с потребностями стимулирования инвестиционной активности, и с долгосрочной максимизацией благосостояния. Последнее верно, поскольку экономия текущих затрат по обслуживанию долга снижает налоговое бремя на будущие поколения.

С точки зрения долгосрочной стратегии управления долгом важно формировать оптимальную временную структуру процентных ставок. На наш взгляд, рациональная стратегия удлинения сроков до погашения должна основываться на принципе целенаправленного формирования долговременной кривой доходности. Данная стратегия означает, что государство, используя свои возможности, репутацию и т. д., само создает наиболее привлекательную кривую доходности, беря за отправную точку облигации максимально возможной длительности. Например, выпуск небольшого по объему пилотного транша облигаций со сроком до погашения 15-20 лет на внутреннем рынке и 25-30 лет – на внешнем оформит кривую доходности на существенно более широком диапазоне сроков до погашения, чем существующая ныне.

На практике Министерство Финансов РФ занимает более пассивную позицию, следуя за представлениями рынка об эффективности долгосрочных вложений. На самом деле у российских инвесторов эти представления находятся пока еще в стадии формирования. Но для мирового рынка, оперирующего со долгосрочными финансовыми инструментами, такая стратегия оказалась бы вполне приемлема. Дело в том, что «сверхдлинные» российские бумаги с фиксированным купоном были бы крайне выгодны для консервативных инвесторов, так как их доходности имеют устойчивую тенденцию к снижению. Возможно, государство не выиграет значительных сумм на таком пилотном транше, но связанные с ним издержки были бы относительно невелики. Гораздо важнее, что при этом формируется структура длинных процентных ставок, позволяющая существенно снижать долговременные затраты по обслуживанию долга. Дюрация последующих длинных траншей может уменьшаться по мере наращивания объемов выпусков. Более детальное формирование кривой доходности при заданных общих рамках носит скорее тактический характер и определяется рыночными ожиданиями и текущей конъюнктурой.

Минимизация текущей стоимости обслуживания долга предполагает, что доходности качественно однородных обязательств не должны существенно различаться. Если какая то бумага обеспечивает относительную экономию для бюджета, то следует расширять ее эмиссию, например, путем доразмещения и наоборот, изымать из обращения невыгодные выпуски. Это правило должно распространяться как на внутренние, так и на внешние облигации. В настоящее время эти инструменты имеют существенные различия в сроках до погашения, но по мере выравнивания средней дюрации необходимо непосредственно сопоставлять их доходности, учитывая динамику валютного курса рубля. В принципе, дюрация сопоставима уже на данный момент, так как выпущенные в марте 1997 г. 5-8 летние ОФЗ стали предметом довольно активной торговли на вторичном рынке, в основном, благодаря интересу к этим бумагам со стороны иностранных инвесторов.

На самом деле соотношение валютной и рублевой доходности важно для определения агрегированной валютной структуры долга. Иначе говоря, при расчете относительной экономии от размещения еврооблигаций необходимо

сравнивать доходность к погашению с доходностью сопоставимых внутренних инструментов, отличающихся наибольшими сроками до погашения, такими как выпускаемые 4-16 летние ОФЗ с постоянным купоном. Причем рублевая доходность должна корректироваться согласно ожидаемому темпу роста валютного курса.

Необходимо подчеркнуть, что на сегодняшний день имеются варианты экономии стоимости обслуживания внешнего долга, которые дают чистый выигрыш, измеряемый миллиардами долларов. Например, десятипроцентная экономия годовых процентных выплат России примерно соответствует объему налоговых поступлений в федеральный бюджет в сентябре 1997 года. Потенциальный эффект такой экономии превосходит размеры дополнительных поступлений, которые дала борьба за налоги в 1997 году. Важно и то, что налоговая «война» Правительства неизбежно приводит к столкновениям политических сил, экономических групп и т. д., к росту социальной напряженности, не говоря об увеличении налоговой нагрузки. Рациональное управление внешним долгом политически нейтрально, а, на самом деле, дает выигрыш всем сторонам, за исключением зарубежных инвесторов. Говоря языком теории, речь идет о Парето-доминирующем варианте управления, который до сих пор не реализован на практике.

Ниже валютная структура государственного долга рассматривается более подробно. Обсуждая здесь вопросы экономии стоимости обслуживания, следует учитывать необходимость расширения круга используемых долговых инструментов и, в том числе, таких нетрадиционных для практики управления государственным долгом как производные контракты. В широком смысле, привлечение новых инструментов позволяет заполнять всевозможные сегменты рынка (открытие новых рынков, как правило, улучшает возможности индивидуальных инвесторов). В более узком смысле, для минимизации стоимости обслуживания долга желательно использование схем хеджирования от валютного, процентного, политического и прочих рисков.

В этой связи эффективным инструментом управления государственным долгом должны стать так называемые своповые соглашения. Они могут заключаться с отечественными и зарубежными финансовыми институтами и предусматривать обмен потоков процентных выплат по различным

инструментам долга. Это позволяет варьировать структуру государственных обязательств без существенных транзакционных издержек. Кроме того, потоки выплат по своповым контрактам явно отражают потери от неудачных портфельных решений, которые обычно известны задним числом лишь узкому кругу аналитиков. Поэтому изменение структуры процентных выплат с использованием таких инструментов позволит снизить возможные потери бюджета. Это особенно важно при нарастании глобальной неустойчивости, когда динамика мировых процентных ставок или обменных курсов валют становится менее предсказуемой.

4. Валютная структура государственного долга

В существенной мере валютная структура государственного долга России была предопределена унаследованными от СССР обязательствами в размере 97 млрд. долл. Такой размер долга не соответствовал валютным возможностям России и в основном был краткосрочным, а потому требовал реструктуризации, то есть отсрочки погашения. Это было обеспечено серией переговоров Правительства России с организациями-кредиторами, включая Парижский и Лондонский банковские клубы. Выполнение Россией обязательств по внешнему долгу послужило также одним из основных мотивов для получения стабилизационных кредитов МВФ в 1994-1997 г. Однако до успешного завершения макроэкономической стабилизации не могло быть речи об облигационных заимствованиях на международных финансовых рынках.

Снижение инфляции, стабилизация курса рубля, а также устранение политических рисков после президентских выборов 1996 г. позволило правительству России начать размещение еврооблигаций. Выпуск первой их серии на сумму в 1 млрд. долларов США со сроком 5 лет и доходностью 9.25% состоялся в ноябре прошлого года. В марте 1997 г. был осуществлен второй выпуск российских еврооблигаций объемом 2 млрд. немецких марок сроком на 7 лет при доходности 9% годовых. В конце июня произошло размещение десятилетних еврооблигаций правительства России на сумму 2 млрд. долларов. Характерно, что объем заявок на третий транш в 2 раза превысил размеры предложения. Решение об ограничении эмиссии было продиктовано лимитами

внешних заимствований на текущий год, хотя в октябре было дополнительно размещено еще 400 млн. долл. еврооблигаций третьего транша.

Стоимость обслуживания долга для стран с тем же кредитным рейтингом, какой имеет Россия, обычно росла более заметно при увеличении срока до погашения еврооблигаций от 5 до 10 лет. Все это свидетельствует о повышении интереса со стороны иностранных инвесторов к российским финансовым рынкам и сохраняющемся доверии к проводимой российским правительством экономической политике.

Выпуск внешних заимствований на рыночной основе прямо и косвенно снижает стоимость обслуживания государственного долга. Прямой эффект заключается в привлечении дополнительных источников финансирования дефицита бюджета. Косвенный эффект выражается в снижении доходностей всех инструментов государственного долга и в повышении позиции Министерства Финансов при размещении новых выпусков на внутренних рынках. В течение последнего года доходность инструментов внутреннего рынка фактически определялась процентами по Российским бумагам, выпускавшимся на внешнем рынке. Относительно низкие проценты по еврооблигациям “давили” на доходности ГКО-ОФЗ и позволяли Министерству финансов формировать неинфляционную временную структуру процента.

Влияние выпусков еврооблигаций на доходность инструментов внутреннего рынка было особенно заметно в первом полугодии 1997 г., когда на внутреннем рынке государственного долга происходило достаточно плавное снижение ставок. На конец мая пришелся некоторый скачок цен, что скорее всего было связано со спросом нерезидентов, стремящихся в максимальной степени использовать возможности данного рынка. Дело в том, что Центральным банком было заранее объявлено о снижении фиксированной валютной доходности по государственным бумагам для этой категории инвесторов. В августе 1997 г. валютная доходность по операциям с ГКО-ОФЗ была снижена с 11% до 9% годовых. Это в большей мере соответствует доходности еврооблигаций, имеющих, кроме того, более высокую стоимость размещения.

Относительная выгодность еврооблигаций по отношению к ГКО-ОФЗ в ближайшие годы будет зависеть, во-первых от сравнительной динамики их доходности, а во-вторых, от темпов прироста курсов доллара и немецкой марки. Курс марки трудно прогнозировать из-за неустойчивости мировых валютных рынков и потому, что Центробанк привязывается только к доллару. Курс же доллара, согласно заявлениям руководства ЦБР, должен соответствовать темпу инфляции. Однако, заявленный в проекте бюджета на 1998 г. темп инфляции 5.8% явно занижен. Более обоснованный прогноз соответствует интервалу 8-10%. Но представляется маловероятным, что Центробанк сможет обесценить рубль на такую величину в условиях увеличения притока иностранного капитала и продолжения дедолларизации. Перенакопление внешних резервов и чрезмерная накачка денежной массы представляют собой более серьезную угрозу для этого органа чем отказ от поддержания стабильного реального курса рубля. Поэтому оценивая прирост курса доллара в 1998 г. следует исходить из официального ориентира 5-6%. Этот темп задает приемлемый «разрыв» доходностей еврооблигаций и ГКО-ОФЗ. Примерно такому же значению соответствует прирост расчетного курса доллара по фьючерсным сделкам на год, заключенным в октябре 1997 г. Таким образом, при средней доходности рублевых инструментов 12-14% процент по еврооблигациям должен быть не выше 7-8%.

Согласно проекту бюджета на 1998 г. средства от размещения еврооблигаций должны составить 3 млрд. долл. или примерно 31% от всего объема внешних заимствований. Около 3.6 млрд. долл. придется на «несвязанные» кредиты от международных финансовых организаций и еще 3 млрд. – на связанные кредиты от иностранных государств, а также от Мирового и Европейского Банков Реконструкции и Развития. С точки зрения стратегии построения процентной кривой, о которой говорилось выше, было бы правильней расширять долю рыночных заимствований и сокращать долю остальных источников внешнего финансирования. Это должно происходить даже несмотря на то, что условия предоставления нерыночных займов могут быть чрезвычайно выгодными для России. Привлекаемые средства не оказывают непосредственного воздействия на формирование рынка российских

еврооблигаций (хотя, безусловно, инвесторы учитывают сам факт доверия российскому правительству, выражаемый в предоставлении нерыночных кредитов).

Поэтому требуется увеличение рыночной эмиссии внешних обязательств, чтобы создать необходимое разнообразие долговых инструментов, способное привлечь новых инвесторов и, в то же время, обеспечить достаточно ликвидный вторичный рынок. На самом деле начиная с 1998 г. доля связанных кредитов будет снижаться, а с 1999 г. прекращается выделение серии стабилизационных кредитов МВФ. Кроме того, в рамках реструктуризации внешнего долга имеет смысл осуществлять конверсию части обязательств перед Лондонским банковским клубом в российские еврооблигации со сроком до погашения 20-30 лет. Заметим, что подобный шаг оправдан и с точки зрения упомянутого выше принципа формирования кривой доходности от сверхдолгих траншей.⁵

Конверсия внешней задолженности в облигационные обязательства может осуществляться и косвенным образом, на основе своповых соглашений. Это особенно важно, поскольку по договору с Лондонским клубом и другими организациями кредиторов процентные ставки за кредиты являются плавающими. Кроме того, с 1999 года почти в два раза вырастет объем погашений и процентных выплат по внешним кредитам. Возможность обмена плавающих ставок на фиксированные фактически позволяет неявно конвертировать долги России в форму еврооблигаций.

Помимо экономии стоимости обслуживания выпуск еврооблигаций позволяет смягчить «эффект вытеснения» частных инвестиций. Как показано в ряде эмпирических исследований (см. обзор Bernheim 1989), основные

⁵ Для этой цели могут использоваться также индексированные рублевые облигации со сроком до погашения от 20 лет. При прочих равных, они выгоднее для бюджета чем валютные, если реальный курс внутренней валюты снижается. В выигрыше находятся и консервативные держатели, так как устраняется риск инфляционного обесценения. Теоретически, индексированные облигации являются необходимым инструментом оптимального управления государственным долгом (Вагго 1995). Однако до сих пор они выпускаются в ограниченных объемах лишь в нескольких странах и обладают низкой степенью ликвидности. Во-первых, существует традиционное предпочтительное отношение к номинальным инструментам, унаследованное с периодов неинфляционного развития. Во-вторых, номинальные облигации позволяют компенсировать непредвиденные изменения ВВП, политические эффекты и. т. д., которые сказываются на собираемости налогов (Bohn 1988). В-третьих, с использованием индексированных облигаций связан ряд чисто практических неудобств, усложняющих

предпосылки эквивалентности Рикардо в реальности не выполняются полностью. Это означает, что государственный долг не нейтрален по отношению к индивидуальным решениям о сбережениях и инвестировании. Поэтому размещение внешнего долга должно в принципе благоприятно сказываться на внутренних инвестициях. Это достигается благодаря двойному эффекту: помимо экономии внутренних сбережений, большая часть которых высвобождается для внутреннего инвестирования, успешное размещение внешних займов дает положительный сигнал для прямых и портфельных иностранных инвестиций. Кроме того, увеличение внешних государственных займов сопровождается положительным «внешним» эффектом, так как отечественные банки и фирмы начинают привлекать иностранный капитал, причем, не имея формальных ограничений на ежегодные объемы заимствований, с которыми сталкивается Правительство. Если бы рыночная эмиссия государственного долга происходила только внутри страны, то существующие кредитные рейтинги не позволяли бы размещать частные обязательства на мировых финансовых рынках.

С конца 1996 г. ситуация на этих рынках достаточно благоприятна для России, причем возникающие глобальные риски и катаклизмы не отражаются на отношении к Российским обязательствам. Фактор доверия особенно хорошо выражен на фоне проблем, с которыми столкнулись мировые финансовые рынки в 1997 г. Уход некоторых институциональных инвесторов с глобального фондового рынка еще не означает изменения в оценке фундаментальных факторов, вызвавших бум на российском рынке акций в 1996-1997 годах. Большинство зарубежных инвесторов верит в подъем Российской экономики, а созданная в России финансовая инфраструктура позволяет осуществлять сделки, не неся заметных потерь на транзакционных издержках. Фундаментальные факторы, связанные с ожидаемым экономическим ростом, только начинают действовать, поэтому не стоит опасаться исчерпания оптимизма, даже если он мотивирован чисто спекулятивными интересами.

Основной политико-экономический аргумент против наращивания эмиссии внешнего долга связан с учетом факторов инфляционного давления.

налогообложение, учет, аудит и т. д. Тем не менее, эти инструменты могут в определенной мере формировать валютную структуру долга.

Например, в Швеции до 1993 г. действовала установка на максимально возможное снижение внешних заимствований как средство стимулирования политического воздействия против инфляционных шагов правительства (Persson 1996). Предполагалось, что высокая доля внешних заимствований государства гарантирует стабильность бюджетного дефицита и, тем самым, ослабляет политическое давление против инфляционной политики. Однако, как показал опыт Швеции, ограничение на прирост внешнего долга не оказывает серьезного влияния на политические предпочтения. Еще менее обоснованы подобные самоограничения для развивающихся и переходных экономик. Для таких стран гораздо важнее кредитный рейтинг, который учитывает изменения внутренней политики и влияет на стоимость внешних заимствований в случае инфляционных действий властей. Поэтому, с экономико-политической точки зрения, не следует создавать препятствия накоплению государством внешнего долга (на рыночной основе).

Экспансия на внешние рынки обязательств (не только государственных, но и корпоративных, банковских, муниципальных) предполагает общую либерализацию потоков капитала. При этом должен учитываться фактор неопределенности, характерный для экономик открытого типа. Необходимо иметь в виду уроки развивающихся стран, проводивших радикальные реформы аналогичные российским. Главный вопрос, практически важный после октябрьского финансового шока 1997 г., существует ли угроза более серьезного кризиса, аналогичного Чилийскому 1981 г. и Мексиканскому 1994-1995 гг. Данная аналогия вполне уместна, поскольку эти страны проводили достаточно последовательную макроэкономическую политику до начала кризисных ситуаций. Как и Россия, они в свое время стали привлекательным объектом для иностранных инвестиций. Однако в отличие от российской экономики они испытывали проблему необоснованного утяжеления внутренних валют: их реальные курсы значительно увеличивались при отрицательных балансах текущих операций, сохранявшихся на протяжении ряда лет. С начала финансовой стабилизации в России реальный курс рубля существенно вырос лишь в 1995 г. из-за введения валютного коридора и инфляционной инерции. Согласно официальным данным, торговый баланс России сохраняет устойчивые положительные значения с первых лет реформ (в отличие от большинства

восточноевропейских стран, накапливающих отрицательные балансы текущих операций). Однако, если ситуация с платежным балансом ухудшится – в силу роста импорта, снижения сбережений или при резком повышении капитальных потоков в Россию – следует более осторожно относиться к экспансии внешних долговых обязательств наряду с другими мерами, формально улучшающими состояние платежного баланса.

Октябрьский финансовый кризис не оказался драматическим для российских рынков. Курсы акций стабилизировались, а курсы государственных бумаг и валюты в считанные дни вернулись к докризисным значениям, причем при минимальной интервенции монетарных властей. Это самое наглядное подтверждение устойчивости механизма государственных финансов. Особую гордость вызвало у многих наблюдателей осознание того факта, что Россия за последний год оказалась намного более интегрированной с мировыми рынками капитала чем, скажем, до президентских выборов 1996 г. Но данный факт накладывает и жесткие ограничения на политику государства, так как глобальные инвесторы очень серьезно просчитывают последствия макроэкономических решений. Как известно, они иногда бывают слишком чувствительны к политическим «новостям» и склонны переоценивать их значение. Любая негативная информация воспринимается инвесторами как сигнал к более осторожным действиям. Поэтому неэффективность законодательных решений (главным образом, касающихся бюджетного процесса) может отразиться на дальнейшем притоке инвестиций в Россию и ослабить предпосылки экономического роста.

ЛИТЕРАТУРА

Российская Экономика в 1996 году, вып. 16, ИЭПП, Москва, 1997.

Barro R. (1979), On Determination of the Public Debt, *Journal of Political Economy*, 87, 940-947.

Barro R. (1995), Optimal Debt Management, *NBER Working Paper* 5327.

Bernheim B. (1989), A Neoclassical Perspective on Budget Deficits, *Journal of Economic Perspectives*, 3, 55-72.

Bohn H. (1988), Why Do We Have Nominal Government Debt? *Journal of Monetary Economics*, 21, 127-140.

Persson M. (1996), Swedish Government Debts and Deficits, 1970-1995, *Swedish Economic Policy Review* 3, 21-59.

ПРИЛОЖЕНИЕ *Расчеты вариантов управления государственным долгом в 1997-2004 г.*

Таблица 1 Экзогенные данные

| Конец периода | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Процент по внеш. Долгу, % | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Темп прироста ВВП, % | 1 | 2 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Инфляция, % | 14 | 8 | 7 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Прирост обм. курса \$, % | 6 | 5 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Налоги, %ВВП | 13 | 12.4 | 13 | 13.5 | 14 | 14 | 14 | 14 |

Таблица 2. Первый вариант

| Конец периода | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Процент по внутр. долгу, % | 18 | 13 | 12 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Гос. Долг, %ВВП | 49 | 49,31 | 49.14 | 48.58 | 48.42 | 48.29 | 48.20 | 48.15 |
| Первичн. дефицит, %ВВП | 0.38 | 0.42 | 0 | -0.5 | -0.5 | -0.5 | -0.5 | -0.5 |
| Первичн. дефицит, млрд. руб. | 9.69 | 12.33 | 0 | -17.8 | -19.5 | -21 | -22.8 | -24.6 |
| Непроцент. Расх., %ВВП* | 13.38 | 12.82 | 13 | 13 | 13.5 | 13.5 | 13.5 | 13.5 |
| Реал. Темп непроц. расх., % | 0 | 2.1 | 4.4 | 5 | 9 | 4 | 4 | 4 |

*Непроцентные расходы бюджета = налоги+первичный дефицит.

Таблица 3. Второй вариант

| Конец периода | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Процент по внутр. долгу, % | 18 | 13 | 12 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Гос. Долг, %ВВП | 49 | 50,89 | 51.74 | 51.73 | 52.12 | 52.56 | 53.04 | 53.57 |
| Первичн. дефицит, %ВВП | 0.38 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Первичн. дефицит, млрд. руб. | 9.69 | 58.72 | 32.34 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Непроцент. Расх., %ВВП | 13.38 | 14.4 | 14 | 13.5 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| Реал. Темп непроц. расх., % | 0 | 14.7 | 0.1 | 1.2 | 8.9 | 4 | 4 | 4 |

Таблица 4. Третий вариант

| Конец периода | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Процент по внутр. долгу, % | 18 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |

| | | | | | | | | |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Гос. Долг, %ВВП | 49 | 50,65 | 51.23 | 51.06 | 51.44 | 51.86 | 52.34 | 52.85 |
| Первичн. дефицит, %ВВП | 0.38 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Первичн. дефицит, млрд. руб. | 9.69 | 58.72 | 32.34 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Непроцент. Расх., %ВВП | 13.38 | 14.4 | 14 | 13.5 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| Реал. Темп непроц. расх., % | 0 | 14.7 | 0.1 | 1.2 | 8.9 | 4 | 4 | 4 |