

ЛИТЕРАТУРА

1. Яновский Р. Г. Глобальные изменения и социальная безопасность. М.: Academia, 1999. 357 с.
2. Словарь современной экономической теории Макмиллана. М.: ИНФРА-М, 1997. 608 с.
3. Зайцева А. Н. Социалистический закон народонаселения (региональный аспект) Томск: Изд-во Томского университета, 1989. 192 с.
4. Бызов Л. Г. Уровень потребления и имущественные характеристики среднего класса. // СОЦИС. 2000. № 3. С. 42-48.
5. Трансформация: Экономический бюллетень о странах с переходной экономикой. 1999. № 6.
6. Отчет ПРООН // Трансформация. 1999. № 4. С. 23
7. Таранов М. В. Инвестиции и общественная инфраструктура // Налоги. Инвестиции. Капитал. Тюмень, 2001. Вып. 1. № 1-2. С. 54-57.

*Евгений Робертович НАГУМАНОВ —
аспирант кафедры политэкономии
и национальной экономики*

УДК 339.727.6

ПУТИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ СУВЕРЕННОГО ДОЛГА: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АСПЕКТ

АННОТАЦИЯ. В данной статье анализируются теоретические аспекты реструктуризации при решении проблемы управления внешним долгом. Исследуются подходы к разрешению столь важной и насущной для России проблемы, как кризис государственного долга.

The author analyzes some theoretical aspects of restructuring and management of external dept. Several theoretical ways to tackle the problem of the national dept decreasing are researched.

Основной стратегией, использовавшейся при решении проблем внешнего долга в последние десятилетия, была стратегия рефинансирования долга не только за счет реструктуризации, но и за счет согласованного (уже не добровольного) предоставления новых займов. Эта политика была направлена на ослабление долгового бремени страны заемщика. В условиях экономического роста и инфляции рост номинального объема долга должен был сопровождаться снижением относительного показателя задолженности — долей государственного долга в ВВП или суммарном объеме экспорта. Таким образом, фактически произошел резкий переход от рыночных схем реструктуризации к механизмам, предусматривающим принятие единого коллективного решения (скоординированным механизмам).

Согласованная реструктуризация суверенных долгов может быть основана не на рефинансировании текущих обязательств, а, например, на однократном прощении части будущих платежей. После того как обязательства страны-заемщика будут соответствовать реальным возможностям страны по их выполнению, нормальное выполнение расписания выплат в будущем становится более вероятным, что само по себе выгодно для кредиторов. Кроме того, существуют схемы, базирующиеся на рыночных принципах.

Зачастую в качестве серьезного возражения против предоставления дополнительных кредитов в рамках коллективных договоренностей называется то, что подобная стратегия увеличивает совокупное долговое бремя на страну-заемщика, которая и так находится не в лучшем состоянии. Это не совсем так. Существует большое количество работ, в которых показывается, что в мире, где возможен экономический рост и определенный уровень инфляции, увеличение номинального объема долга может сопровождаться ростом платежеспособности государства. В реальности увеличение долгового бремени лишь отчасти приводит к снижению темпов роста страны. Однако в этом случае уменьшение объемов долга может сопровождаться увеличением ожидаемых трансферов. Идея того, что снижение объема долговых требований может увеличивать совокупную стоимость долга, лежит в основе замещения политики рефинансирования политикой прощения. Действительно, избыточное долговое бремя повышает потенциальный риск дефолта, что отражается на росте дисконта по этим долгам и падению цен на них. Соответственно уменьшение объема долговых обязательств приводит (до определенного момента) к росту стоимости долга.

При решении проблемы государственного внешнего долга применяются различные схемы конвертации долговых требований. Остановимся на основных вариантах решения долгового кризиса, таких как выкуп долга, секьюритизация, обмен государственного внешнего долга на акции национальных предприятий, частичное или полное списание долга.

Проблема обслуживания суверенного долга России в настоящее время является одной из актуальных и находится в центре внимания экономистов и политиков. Финансовый кризис 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 теоретическом аспекте мировой практики урегулирования проблемы государственного долга применяются следующие основные механизмы снижения долгового бремени, которые обладают высокой значимостью для решения российской проблемы суверенного долга. Стоит остановиться на каждом из подходов.

Выплата долгов за счет накопленных золотовалютных резервов Центральным банком страны (выкуп долга). Некоторые страны-должники имеют в своем активе определенные объемы золотовалютных резервов или могут их достаточно быстро нарастить за счет стимулирования экспортных отраслей и при благоприятной конъюнктуре на мировых рынках биржевых товаров (углеводородное сырье, черные и цветные металлы, зерно и т. д.). 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 внешних обязательств без принятия кредиторами каких-либо согласованных решений. 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», 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 обязательств.

Для наглядности рассмотрим следующий пример. Пусть совокупный долг страны составляет 100 млрд. долларов США. В следующем периоде заемщик сможет «заработать» 20 млрд. долларов США с вероятностью $2/3$ или 110 млрд. долларов США с вероятностью $1/3$. Кроме того, предположим, что в начальный момент времени страна обладает резервами в объеме 5 млрд. долларов США.

При отсутствии досрочных выкупов стоимость долга будет определяться как $(20+5) \times 2/3 + 100 \times 1/3 = 50$, т. е. долги на вторичном рынке будут котироваться за полцены (в случае реализации плохого состояния кредиторы получают не только весь трансфер, но и резервы страны). Если предположить, что уменьшение объема выплат не ведет к изменению вероятностей реализации того или иного состояния, что само по себе является очень сильным предположением, то новая цена вторичного рынка будет равна $5 + 20 \times 2/3 + 90 \times 1/3 = 48 \frac{1}{3}$. Инвесторы получают 5 млрд. долларов США в любом случае, 20 — при реализации плохого состояния и 90 — при реализации хорошего. Как видно, досрочный выкуп приводит в первую очередь к тому, что кредиторы получают меньше.

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.

Секьюритизация. В этой ситуации страна-должник получает возможность привлечь новые кредиты и займы. Происходит превращение краткосрочных и среднесрочных долговых обязательств в долгосрочные, т. е. перенос во временном интервале как процентных платежей, так и основной суммы задолженности. Такая консолидация возможна при условии достигнутых договоренностей с кредиторами, а также превращения внешнего долга в долгосрочные иностранные инвестиции. В счет долга кредиторы получают основной капитал, пакеты акций хозяйствующих субъектов стран-должников. В национальной экономике появляется виртуальный иностранный капитал, поскольку это происходит без фактического поступления дополнительных финансовых ресурсов. Механизм досрочного выкупа суверенного долга ограничивается не только позицией кредиторов, но и объемами доступных стране валютных резервов. Это ограничение может быть преодолено с помощью секьюритизации, например обменом долгов на облигации. Такой обмен проводится как непосредственно, когда старые обязательства обмениваются на новые, так и опосредованно, когда средства, привлеченные за счет эмиссии, направляются на погашение уже существующих долгов. Если новые ценные бумаги торгуются на рынке с меньшим дисконтом, то такая операция приведет к снижению 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 произойдет. На практике достичь такой приоритетности достаточно трудно. Простое декларирование главенства одних обязательств над другими автоматически приведет 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 кредитов, 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 кредитам. Оставшаяся часть эмитированных ценных бумаг была оценена рынком на том же уровне, что и старые обязательства.

Если предположить, что правительству страны-заемщика как-то удалось убедить инвесторов в главенстве новых облигаций над старыми обязательствами, то эффект от секьюритизации будет таким же, что и от рассмотренных выше механизмов реструктуризации. Инвесторы пойдут на такую сделку только в случае, если их потери от обмена старых обязательств на новые (с меньшим дисконтом) будут компенсированы за счет повышения вероятности реализации благоприятного для кредиторов состояния.

Обмен государственного внешнего долга на акции национальных предприятий. Одна из наиболее известных рыночных схем реструктуризации внешнего долга предполагает предоставление кредиторам права продажи долгов с дисконтом за национальную валюту, на которую впоследствии можно приобрести пакеты акций национальных предприятий. 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 изменения графика 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 национальной экономики, 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. Напротив, бюджет страны потерял потенциальные доходы, которые он мог бы получить от приватизации. Говорить об уменьшении объема государственного долга в масштабах национальной экономики также не вполне правомерно. Кредиторы вместо долговых обязательств получили в собственность национальные компании, т. е. фактически обменяли внешний государственный долг на обязательства частного сектора. Объем долга действительно уменьшится за счет разности дисконтов, только если новые бумаги будут признаны приоритетными по отношению к старым. В настоящих условиях такого можно добиться, в частности, путем формализованного разрешения на репатриацию прибыли компании вне зависимости от платежеспособности государства как такового. В этом случае реальное сокращение долга будет происходить до тех пор, пока рынок будет оценивать акции как приоритетные требования по отношению к долговым обязательствам.

Помимо очевидных плюсов своп долгов на акции имеет и негативные моменты, такие как возможное «бегство капитала», когда инвестор, получив на руки акции, сразу же старается продать их на рынке с тем, чтобы как можно скорее вывести капиталы из страны. В этом случае обмен будет эквивалентным досрочному выкупу обязательств за счет резервов Центрального банка. При этом, если резервов будет недостаточно для удержания курса, последующая девальвация национальной валюты неизбежно приведет к еще более серьезным последствиям для экономики в целом. Более того, даже если массивного оттока капитала не будет, резервы страны тем не менее могут пострадать. Это произойдет в том случае, если иностранная компания предпочтет проводить инвестиции, которые в любом случае имели бы место (например, строительство нового завода стратегическим инвестором), с помощью акций, полученных при обмене, а не собственных финансовых ресурсов. В этой ситуации получается, что Центральный банк как бы выкупает часть долгов за счет своих валютных резервов.

Существуют также определенные проблемы, связанные с бюджетно-налоговой политикой государства. В случае обычной секьюритизации одни государственные обязательства обмениваются на другие государственные обязательства. При прове-

дении 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 эти акции находятся в собственности государства, то можно говорить о временных издержках, связанных с отказом от возможных доходов от их реализации)¹.

Вопрос о возможных выигрышах кредиторов от такой реструктуризации достаточно сложен и зависит главным образом от экономического положения страны. Кредитор может выиграть в финансовом аспекте от получения акций, особенно если заемщик не проработал тщательно условия их передачи. Однако кредитор может и проиграть от снижения платежеспособности страны в случае, если обмен привел к обострению фискальных проблем заемщика.

Частичное или полное списание долгов по результатам проведенных переговоров с кредиторами. В случае 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 дестимулирует усилия государства по улучшению экономической ситуации по крайней мере в двух аспектах. Во-первых, правительство менее заинтересовано проводить жесткую экономическую политику, предусматривающую непопулярные меры. Ведь основная часть дивидендов от такой политики все равно пойдет кредиторам. Во-вторых, значительное долговое бремя негативно отражается на благосостоянии граждан из-за увеличения налоговой нагрузки и снижения инвестиционной активности. Это позволяет при анализе данного подхода основываться на рассмотрении долговой кривой Лаффера, определяющей оптимальный уровень списания долга, при котором достигаются максимальные ожидаемые выплаты.

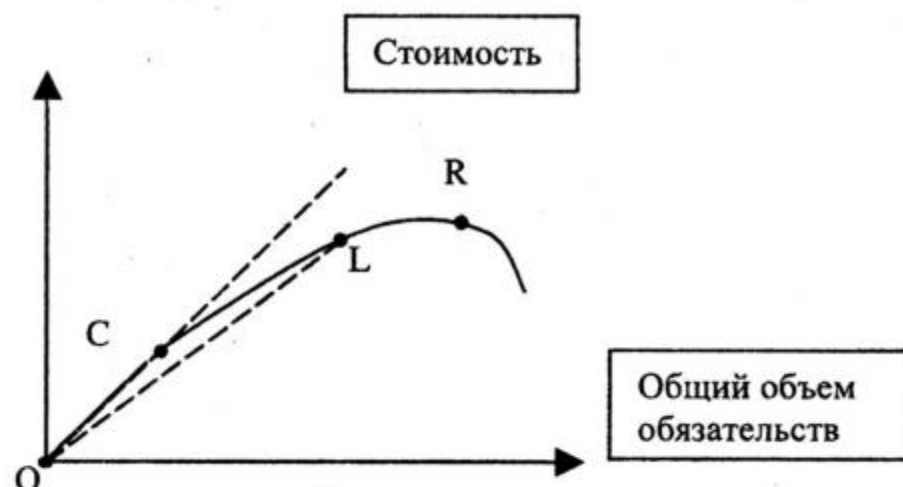


Рис. 1. Долговая кривая Лаффера

Проблема долгового бремени в данном случае описывается участком кривой правее точки C, 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 OC имеет угол наклона 45° , и, таким образом, отрезок OC 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 заимствования ожидаемый объем выплат по долгу совпадает с объемом обязательств, то

¹ Это можно сделать не инфляционным 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 внутренних долгов и оказывает негативное воздействие на экономическую ситуацию в стране.



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 изменено наклоном хорды, проведенной к этой точке из начала координат. При отсутствии трансакционных издержек угол наклона может рассматриваться как относительная рыночная цена долга. С дальнейшим увеличением объемов заимствований, например с 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 осуществить 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 значимую теоретическую ценность.

Как следует из представленных выше рассуждений, однозначного способа решения проблемы 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 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.

ЛИТЕРАТУРА

1. Борисов С. М. Финансовый кризис и внешняя зависимость России // Деньги и кредит. 1998. № 10.
2. Вавилов А., Ковалишин Е. Принципы государственной долговой политики // Российский экономический журнал. 1999. № 8.
3. Саркисянц А. Г. Россия в системе мирового долга // Вопросы экономики. 2000. № 5.

*Дмитрий Олегович ЛЕБЕДЕВ —
аспирант кафедры финансов,
денежного обращения и кредита*

УДК 336.07

РОЛЬ КАЗНАЧЕЙСТВА В ОСУЩЕСТВЛЕНИИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ФИНАНСОВОГО КОНТРОЛЯ

АННОТАЦИЯ. Для того чтобы управление государственными финансовыми ресурсами было максимально эффективным, необходимо наличие многих факторов, среди которых одним из важнейших является полноценная система государственного фи-