

РОССИЯ В СИСТЕМЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ

(Обзор)

В условиях глобализации мировой экономики ее системной чертой стала финансовая неустойчивость. С начала 80-х годов у развивающихся стран резко возросли объемы внешнего долга и необходимых платежей по нему. Основные причины развития этого процесса — значительный дефицит текущих платежных балансов развивающихся стран, особенно импортирующих нефть, а также усиление структурных несоответствий и диспропорций в их экономиках. Одновременно нарастали трудности с обслуживанием внешнего долга у этих стран, что создавало проблемы не только для самих должников, но и для всей мировой экономики и позволило заговорить о кризисе внешней задолженности.

С начала 90-х годов в систему мирового долга влились новые крупные заемщики — страны бывшего социалистического лагеря, причем некоторые из них, например Россия, уже таковыми являлись. В тот же период в развивающиеся страны и страны с переходной экономикой усилился чистый приток средств из частных источников, что было обусловлено нехваткой требуемых ресурсов у государственных и международных структур и ярко выраженными спекулятивными настроениями частных инвесторов. В 1990-1997 гг. объем частных инвестиций в указанные страны возрос в пять раз, однако из-за усиления финансовой нестабильности в странах-заемщиках капиталы обернулись в бегство и к концу 1998 г. показатель объема частных инвестиций в развивающиеся страны и в страны с переходной экономикой практически вернулся к уровню начала 90-х годов (10, с. 97). Разразился новый

финансовый кризис, который, начавшись в странах Юго-Восточной Азии осенью 1998 г., докатился и до России.

Параметры внешнего долга России

Финансовый кризис, в результате которого Россия оказалась не в состоянии погашать рублевые обязательства по внутреннему государственному долгу, со всей остротой поставил вопрос о том, как Россия будет рассчитываться по своим внешним долгам и сможет ли рассчитаться вообще. Проблема погашения внешнего долга России, рассмотрение истории вопроса, анализ мирового опыта реструктуризации внешней задолженности зарубежных стран, сравнительный анализ параметров внешнего долга России и других стран стали предметом изучения многих известных российских экономистов.

Структура платежного баланса России позволяет отнести ее сформировавшимся дебиторам, для которых характерно положительное сальдо торгового баланса, отток из страны прямых иностранных инвестиций и отрицательное сальдо доходов от зарубежных инвестиций (10, с. 94).

Чтобы определить возможности России по обслуживанию внешнего долга, необходимо сравнить ее параметры с соответствующими показателями других стран.

Общая сумма внешнего долга. Лидером по объему внешнего долга на протяжении последних десятилетий остаются США. Россия занимает четвертое-пятое место в мире по величине внешней задолженности. В настоящее время Россия вместе с Мексикой и Индонезией (примерно по 150 млрд. долл.) следует за США (700 млрд. долл.), Германией (350 млрд. долл.) и Бразилией (180 млрд. долл.). Всего в орбиту мирового долга, объем которого к началу 2000 г. составляет около 3800 млрд. долл., вовлечено более 200 стран (10, с. 100).

Удельный вес отдельных стран в объеме мирового долга позволяет увидеть место каждой страны в структуре общемировой задолженности. Почти 1/4 всех внешних заимствований в мире приходится на США. Удельный вес России во внешней задолженности всех стран мира в 1995 г. составлял 3,4%, на начало 2000 — 3,9%, что почти в 7 раз меньше показателя США, в 2,5 раза — показателя Германии, в 1,5 раза — показателя Бразилии (10, с. 101).

Динамика внешнего долга. Наиболее высокие темпы прироста внешнего долга наблюдаются в последние годы у Киргизии, Казахстана и Украины. Среди развитых стран лидерами являются Швеция и Франция. Показатель России несколько выше среднемирового и ниже, чем у США и Германии.

Стратегическим показателем динамики внешнего долга служит индекс его роста. Показатель России (310% в 1996-2000 гг., 100% — 1985 г.) выше среднемирового индекса (250%), но ниже, чем соответствующий показатель Испании (750), Франции (590), Германии (580) и Китая (500) (10, с. 103).

Величина внешнего долга на душу населения характеризует степень внешнеэкономической зависимости страны лучше, чем абсолютное значение ее внешней задолженности. Здесь положение России выглядит совсем неплохо: ее показатель почти в 12 раз ниже соответствующего показателя Швеции, почти в 6 раз — Германии и более чем в 4 раза — США. Среди стран с переходной экономикой Россия по этому показателю занимает восьмое место. Однако по темпам прироста внешнего долга на душу населения Россия опережает много стран. По индексам роста этого показателя лидируют Испания, Германия, Франция и Китай. Россия следует за ними с индексом примерно таким же, как у США.

Отношение внешнего долга к ВВП является наиболее всеобъемлющим показателем, который определяет возможность обслуживания внешнего долга. Доля России в мировом производстве пока невелика (1,5%) и ее ВВП не превышает 500 млрд. долл. Отношение величины внешней задолженности России к ВВП в предкризисные годы составляло чуть менее 40%. В 1998 г. российская экономика вступила с положительными темпами роста ВВП и относительно низкой инфляцией. Однако в результате девальвации рубля осенью 1998 г. долларовый объем российского ВВП снизился по итогам 1998 г. до 285 млрд. долл., что серьезно ухудшило показатель отношения внешнего долга к ВВП (64%). По некоторым оценкам, в 1999 г. этот показатель составил 85% (10, с. 104; 11, с. 75). Необходимо заметить, что критическим или пороговым считается показатель равный 50%.

Отношение внешнего долга к годовому экспорту. По этому показателю Россия находится практически на уровне США и отстает от Швеции и Германии. Наиболее неблагоприятная ситуация складывается у

Вьетнама, Албании, Венгрии, Турции, Аргентины, Бразилии и еще целого ряда развивающихся стран.

Расходы по обслуживанию внешнего долга. Под этими расходами подразумеваются все платежи, осуществляемые заемщиком: платежи по основному долгу, проценты и комиссии. Выплаты процентов практически по всем странам составляют почти половину всех расходов по обслуживанию внешнего долга.

По общим расходам по обслуживанию внешнего долга самый высокий показатель у Мексики. Россия на шестом месте. Средний показатель отношения расходов по обслуживанию внешнего долга к экспорту для стран с переходной экономикой составляет 8,2%. Россия до недавнего времени имела относительно небольшой показатель, близкий к среднему (10, с. 106). После кризиса 1998 г. этот показатель ухудшился (15%) и в 1999 г. приблизился (27%) к критическому показателю в 30%. С ростом цен на нефть ситуация выравнивается, однако положение может вновь обостриться, если США начнет продавать свои нефтяные резервы. Президент США заявил в феврале 2000 г., что его страна намеревается воспрепятствовать росту внутренних цен на нефть. Однако действия США неизбежно приведут к падению стоимости нефти во всем мире. Американские аналитики предсказывают, что уже к лету 2000 г. нефть будет стоить 25 долл. за баррель (сейчас 27-30 долл.). Для России такое падение — вещь крайне болезненная. По некоторым оценкам, снижение мировой цены даже на 1 долл. за баррель приведет к тому, что Россия ежемесячно будет недополучать 80 млн.долл. валютной выручки. Если цены на отечественную нефть упадут с 28 до 25 долл. за баррель, Россия будет терять почти 3 млрд. долл. в год (9, с. 1).

Россия имеет неплохой показатель обслуживания внешнего долга к годовому экспорту — 9% в 1998 г. при пороговом показателе 20% (11, с. 75).

По отношению золотовалютных резервов к ВВП Россия занимает одно из последних мест в мире. Ниже показатели только у Вьетнама, Мексики, Гаити, Камеруна, Либерии, Судана, Мьянмы и Папуа-Новой Гвинеи. Среди стран с переходной экономикой достаточно стабильное положение у Казахстана, золотовалютные резервы которого полностью обеспечивают денежную массу и в несколько раз превышают стоимость государственных ценных бумаг, принадлежащих нерезидентам.

Отношение официальных международных резервов к внешнему долгу показывает, какую часть своих резервов страна сможет

использовать для погашения внешнего долга. Высокие показатели у Ливана (380%), Эстонии (240%), Мальты (243,5%), Латвии (176,5%). У России положение незавидное: ее достаточно низкий показатель сопоставим с показателем Гаити, Гондураса, Панамы (10, с. 107).

Кризис международной задолженности заставил мировое сообщество выработать систему мер по ее урегулированию. К странам с низким средним уровнем доходов на душу населения, к которым в настоящее время относится и Россия, могут быть применены меры кардинального сокращения долга, вплоть до частичного списания. Макроэкономические показатели России не достигли критического уровня. Списание долга считается оправданным, если из пяти показателей — ВВП на душу населения, отношения внешнего долга к ВВП, внешнего долга к годовому экспорту, погашения и обслуживания долга к годовому экспорту, обслуживания внешнего долга к годовому экспорту — три показателя превышают критический уровень. Как было видно из приведенных данных, показатели России лишь в одном случае (внешний долг к ВВП) превышает критический уровень. Поэтому Россия ведет очень трудные переговоры по облегчению долгового бремени.

А.Саркисянц считает, что Россия имеет моральное право на уменьшение долга, поскольку она как член Парижского клуба пошла на большие скидки своим должникам — до 80% чистого списания (10, с. 108).

Основные понятия теории государственного долга

Проблема избыточного долгового бремени хорошо изучена в мировой финансовой практике. Существует ряд теоретических работ, посвященных собственно механизмам реструктуризации государственного долга в условиях финансового кризиса. Внимание экономистов привлекают проблемы суверенного риска, рационального кредитования на уровне государств-должников и выбора между выплатой долга и объявлением дефолта. В реальности страны одновременно осуществляют выплаты по старым долгам и делают новые заимствования. В большинстве случаев государство вынуждено прибегать к дополнительным займам только для того, чтобы выполнить старые обязательства. Если будущие доходы страны-заемщика не вызывают сомнения у кредиторов, привлекать дополнительные средства для обслуживания долга нетрудно. У большинства же стран, испытывающих

трудности с обслуживанием внешнего долга, имеются серьезные проблемы и с поступлением доходов, кредиторы выделяют им дополнительные ресурсы лишь в исключительных случаях (1, с. 81).

В настоящее время активно развивается теоретическое направление, изучающее явление так называемого “долгового навеса”, которое возникает, когда количество средств, уже взятых каким-либо государством в долг, начинает внушать кредиторам опасение относительно способности государства их вернуть в полном объеме.

Связь между величиной долгового бремени и ожидаемой суммой выплат по обслуживанию долга демонстрируется с помощью так называемой долговой кривой Лаффера. На горизонтальной оси откладывается объем задолженности, а на вертикальной — ожидаемая сумма выплат. Кривая Лаффера — луч, выходящий из точки начала координат под углом 45° . При небольших объемах заимствований ожидаемый объем выплат по долгу совпадает с объемом обязательств, т.е. 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. Кривая Лаффера начинает отклоняться вниз от луча, проходящего под углом 45° , и тогда каждый доллар новых займов приносит отрицательный эффект, снижая ожидаемую сумму выплат.

У любого государства есть ожидаемый поток доходов. Однако лишь некоторая часть имеющихся активов (называемая потенциальным трансфером) предназначена для обслуживания внешней задолженности. При этом суверенный заемщик в отличие от частного никогда не предоставляет обеспечения под кредит и возможности воздействия на государство-должника через судебные органы крайне ограничены, хотя теоретически это возможно. Желание государства обслуживать и погашать собственные долги зависит главным образом от того, насколько оно не хочет подвергаться возможным экономическим санкциям. Потенциальный трансфер, который может быть направлен кредиторам, определяется исключительно желанием страны обслуживать собственные обязательства, что в свою очередь зависит от издержек дефолта и политических соображений.

Если обязательства страны превышают ее ожидаемую платежеспособность, внешний долг выступает в качестве пропорционального налога, так как дополнительные доходы государства направляются не на нужды собственных граждан, а кредиторам. Это

дестимулирует усилия государства по улучшению экономической ситуации в стране. Правительство меньше заинтересовано проводить жесткую экономическую политику, предусматривающую непопулярные меры, поскольку основная часть дивидендов от такой политики все равно пойдет кредиторам. Кроме того, “долговой навес” из-за увеличения налогового бремени и снижения инвестиционной активности негативно отражается на благосостоянии граждан. Может возникнуть ситуация торга между кредитором и заемщиком, когда первый стремится получить как можно больше, а второй заплатить как можно меньше. Проблема “долгового навеса” возникает и в случае, если ожидаемый дисконтированный поток будущих трансфертов меньше, чем совокупный долг страны (1, с. 82).

Для кредиторов есть два “нерыночных” пути решения проблемы “долгового навеса”: списать часть долга или продолжить кредитования для поддержания платежеспособности должника.

Если наличие “долгового навеса” негативно сказывается на мотивации страны-заемщика к выплате долга, частичное списание долга оказывается для кредиторов более предпочтительной стратегией по сравнению с предоставлением дополнительных займов в надежде на их будущее возмещение.

Практика прощения долгов также хорошо известна из истории международных финансов. Чаще всего подобные механизмы применяются для наименее развитых стран, не способных рассчитаться по своим обязательствам даже в отдаленной перспективе. При определенных условиях частичное списание долга выгодно и самим кредиторам. Так, в 1992 г. было произведено 50%-ное списание долга Польши и Египта. Подобное стало возможным главным образом по политическим соображениям. Как правило, страна, которой списывают долги, рискует потерять не только часть политической самостоятельности, но и надолго лишается доступа к международному рынку капитала в качестве самостоятельного заемщика.

Предоставление новых займов может привести не к увеличению выплат по обслуживанию прежнего долга, а к возникновению потребности в реструктуризации долга, либо в осуществлении программы снижения долгового бремени. Очень трудно рассчитать точную форму долговой кривой Лаффера для каждой страны-должника. Однако из этой кривой следует, что уровень выплат по долгу является

нулевым не только при отсутствии задолженности, но и при бесконечно высоком уровне задолженности (1, с. 84).

При этом еще рождается определенный конфликт между индивидуальными и коллективными интересами кредиторов. Дополнительное кредитование в большинстве случаев выгодно кредиторам, но оно реализуемо лишь в результате их коллективного решения. Отдельно взятый кредитор стремится передать бремя убыточного кредитования остальным кредиторам и отказаться от предоставления рискованных займов. Возникает проблема, когда оптимальные коллективные действия не поддерживаются каждым членом коллектива в отдельности. Такая ситуация может спровоцировать кризис ликвидности даже тогда, когда это не выгодно ни одному из кредиторов.

Международные институты часто выступают за проведение программ координированного кредитования, принуждая банки вести коллективные переговоры с должником. Именно эту цель преследовал так называемый план Бейкера.

План Бейкера, названный по имени главы Федерального казначейства США Дж.Бейкера, предусматривал выделение странам-должникам новых кредитов, позволяющих им обслуживать ранее накопленную задолженность. В 1986-1988 гг. этот план был центральным элементом подхода к решению проблемы выплат по задолженности развивающихся стран.

Этот подход соответствовал схеме координированного кредитования. Проблема заключается в том, что выделение новых кредитов ведет к еще большему увеличению долгового бремени. Новые займы предоставляются для решения проблемы ликвидности. Однако, если страна является платежеспособной, она в состоянии привлечь кредитные ресурсы самостоятельно и никакие специальные меры по снижению долгового бремени по отношению к ней не требуются. На практике, если риск непогашения кредитов достаточно высок, стимулы к добровольному кредитованию будут отсутствовать, либо будут подорваны низкой ценой долговых обязательств на вторичном рынке.

Страна-должник будет вынуждена либо обслуживать свои обязательства с помощью имеющихся в ее распоряжении ресурсов, либо объявлять дефолт. С учетом этого кредиторы могут счесть для себя выгодным отсрочить погашение по крайней мере части долговых

обязательств страны в надежде на более благоприятное решение проблемы в будущем.

Из этого следует, что новые займы будут предоставляться только под давлением международных финансовых организаций. Координированное кредитование имеет смысл лишь в том случае, если с его помощью повышается готовность и способность должника обслуживать свои обязательства.

Рыночные схемы снижения долгового бремени

Универсальных подходов к решению проблемы нет, но опыт других стран по преодолению долгового кризиса для России представляет интерес. В большинстве случаев реструктуризация предусматривала снижение долгового бремени либо за счет дисконта при переоформлении долга, либо за счет снижения ставок по обязательствам, эти механизмы не предусматривали прямого списания государственного долга.

Выкуп долга. Некоторые страны-должники имеют в своем активе значительные объемы золотовалютных резервов или могут достаточно быстро их нарастить за счет стимулирования экспортных отраслей. В то же время из-за опасения инвесторов в отношении платежеспособности заемщика долги стран-должников на рынке торгуются с большим дисконтом. В такой ситуации можно было бы разрешить заемщику самостоятельно выкупить собственные долги на открытом рынке. Это позволило бы на рыночных условиях сократить общий объем государственного долга без необходимости принятия согласованных решений кредиторами. Из-за наличия дисконта по долгам подобная стратегия похожа на частичное списание или прощение долга.

Однако, согласно стандартным условиям предоставления займов, должник не имеет права на досрочный выкуп своих долгов, поскольку, во-первых, нарушался бы принцип главенства кредиторов, т.е. их право на преимущественное получение любых свободных средств должника, просрочившего платеж. Во-вторых, возникали бы феномены, когда наихудшие заемщики, долги которых торгуются с наибольшим дисконтом, оказывались бы в выигрыше.

Если решение о выкупе принимается с согласия кредиторов, то устанавливается максимальный объем выкупа. Если снижение долгового бремени увеличивает вероятность выплат, то кредиторы согласятся на выкуп долга. Их потери, вызванные отказом от получения полной суммы

кредита, перевешиваются улучшением перспектив возврата долга. Инвесторам выгодно разрешать досрочный выкуп либо прощать долг, если заемщик находится на нисходящем участке долговой кривой Лаффера.

Выкуп долга может происходить за счет средств, поступающих из внешних источников, например, в рамках “плана Бейкера”. Так, Боливия в 1986 г. выкупила 50% своих долговых обязательств на сумму 650 млн. долл. по цене 11 центов за 1 долл. До начала этой операции долги Боливии котировались на уровне 7 центов за 1 долл.

Долги могут быть выкуплены за счет собственных средств, за счет секьюритизации, т.е. обмена долгов на облигации.

“План Брейди”, анонсированный в 1989 г. и названный по имени главы Федерального казначейства США Н.Брейди, предусматривал выпуск странами-должниками государственных долгосрочных обязательств с нулевым купонным доходом под залог казначейских обязательств США, приобретенных за счет валютных резервов. Указанные облигации размещались на рынке, а полученные от их продажи суммы направлялись на выкуп прежних долговых обязательств по ценам вторичного рынка.

Еще в 1990 г. правительству Мексики удалось обменять свои долги перед зарубежными банками на “облигации Брейди”. То же самое получилось у Аргентины и Бразилии (2, с. 44).

В 1997 г. некоторые государства также уладили свои долговые проблемы. Республика Перу завершила выпуск облигаций по плану Брейди в обмен на банковский долг в размере 8 млрд. долл., дефолт по которому был объявлен еще в 1984 г. Примерно в то же время Босния разрешила проблему дефолта 1992 г., обменяв неисполненные обязательства перед банками на 1 млрд. долл. на облигации типа “Брейди”(1, с. 80).

Смысл данной процедуры заключался в том, чтобы убедить рынок в более высоком статусе “облигаций Брейди” по сравнению с долговыми обязательствами перед коммерческими банками.

Обмен проводится либо непосредственно, когда старые обязательства сразу обмениваются на новые, либо опосредованно, когда средства, привлеченные за счет эмиссии, направляются на погашение уже существующих долгов. Если новые бумаги торгуются на рынке с меньшим дисконтом, такая операция приведет к сокращению общего объема задолженности. Такая схема реструктуризации реализуема на

добровольной основе только в том случае, если новые обязательства признаются приоритетными по отношению к старым долгам. В противном случае ожидаемые платежи по старым обязательствам эквивалентны платежам по новому долгу, который начнет торговаться с тем же дисконтом, что и существующий. Снижения долгового бремени не происходит.

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

Сторонники этого подхода считают, что такие операции позволяют одновременно решить две проблемы — уменьшить государственный долг и обеспечить приток капитала в реальный сектор экономики. Такая схема действительно позволяет снизить нагрузку на бюджет. Выплаты по долгу привязываются к доходам компании, чьи акции попали в руки кредитора и фактически зависят от экономического положения страны. Однако инвестор, получивший акции за долги в результате своп операции, на самом деле не делает реальных вложений в экономику страны. Кроме того, при проведении свопов государственный долг фактически обменивается на обязательства частного сектора. Для реализации данной схемы государству сначала необходимо найти источники средств на покупку акций национальных компаний (если акции находятся в собственности государства, то необходимо принять в расчет альтернативные издержки, связанные с отказом от возможных приватизационных доходов).

Таким образом, однозначного способа решения проблемы “долгового навеса” не существует. Анализ возможных вариантов должен учитывать не только экономические, но и политические последствия тех или иных действий в отношении суверенного долга. А.Вавилов и Е.Ковалишин при этом считают, что рыночные схемы реструктуризации внешнего долга России предпочтительнее списания долга. Прощение долга может негативно сказаться на репутации России как заемщика. Кроме того, при использовании рыночных механизмов всегда остается возможность управления государственным долгом и оптимизации структуры долговых затрат (1, с 87).

А.Вавилов и Е.Ковалишин провели приблизительные имитационные расчеты с тем, чтобы выяснить, сможет ли Россия производить выплаты по внешнему долгу без объявления очередного дефолта. В ходе моделирования платежеспособности России на ближайшие семь лет авторы исходили из того, что 1) полученный летом 1998 г. кредит от МВФ (4,8 млрд. долл.) и другие кредиты от международных финансовых организаций будут рефинансированы на срок более семи лет; 2) реальный объем ВВП с 2001 г. будет расти на 1% в год; 3) реальный курс российского рубля по отношению к американскому доллару останется неизменным, а номинальный курс будет снижаться в соответствии с разницей в темпах инфляции в России и США; 4) платежи по долгу будут равномерно распределены в рамках одного года; 5) выплаты по внешнему долгу составят 25 % от всех налоговых поступлений; 6) инфляция в России будет снижаться и к 2004 г. составит примерно 10% (в США 2%) (1, с. 89).

Ключевыми параметрами имитационной модели стали показатели доли налоговых поступлений в ВВП и степени списания внешнего долга. В *первом* варианте авторы исходили из того, что иностранные инвесторы прощают 50% совокупного внешнего долга России. При этом доля налогов в ВВП до 2005 г. остается на уровне 1998 г. (10%). Расчеты А.Вавилова и Е.Ковалишина показывают, что при заданных параметрах даже 50%-ного списания не хватит для того, чтобы исключить возможность дефолта в самом ближайшем будущем. Единственной возможностью рассчитаться по долгам для России будет использование золотовалютных резервов. *Второй* вариант предусматривает увеличение доли налоговых поступлений до 15% ВВП. Дефицит внешних платежей становился существенно меньше, чем в первом варианте. Вероятность дефолта уменьшится, но полностью исключить его нельзя. В *третьем* варианте предусматривается списание 60% долга при 15%-ной доле налогов в ВВП. При такой ситуации сальдо расчетов положительное, но здесь речь идет не только о списании долгов бывшего СССР, но и части российских долгов и последних займов МВФ (1, с. 91).

Е.Ясин и Е.Гавриленко считают, что комплексное решение проблемы государственного внешнего долга в увязке с восстановлением экономического роста и платежеспособности страны возможно при условии 100%-ного списания внешнего долга бывшего СССР, частичной реструктуризации внешнего долга Российской Федерации (при льготном периоде по реструктурируемой части в 10 лет и общим сроком

погашения не менее 30 лет), с полным выполнением обязательств только по евробондам при рефинансировании задолженности МВФ.

По оценкам этих экономистов, только достижение договоренности на указанных условиях позволит удержать расходы по погашению и обслуживанию внешнего долга в пределах 3-4 млрд. долл. в год. Одновременно следует принять меры по совершенствованию системы управления государственным внешним долгом, применяя инструменты активного управления внешним долгом, включая выкуп долга, операции своп, призванные уменьшить основную сумму долга и как следствие сократить процентные платежи (11, с. 75). А.Вавилов и Е.Ковалишин предлагают реструктурировать соответствующие текущие обязательства на длительный срок, не прибегая к схеме списания долга (1, с. 91). А.Саркисянц считает, что 40-50%-ное списание долга вполне приемлемо. Подобное снижение задолженности, однако, не позволит выделять средства на цели экономического развития. Оптимальным явилось бы списание всего долга СССР и частичное реструктурирование внешнего долга России. После завершения этапа глобального сокращения долга необходимо приступить к сокращению внешнего долга, применяя выкуп долга, операции своп или их сочетание. Наконец после определенного ослабления долговой нагрузки появится реальная возможность более глубокой диверсификации долговых инструментов и выпуска новых. Приблизительно к 2003-2005 гг. доверие инвесторов к России будет полностью восстановлено (10, с. 108).

История переговоров России с сообществом кредиторов

Переговоры по пересмотру долговых обязательств начались сразу же после распада СССР. А.Вавилов и Е.Ковалишин выделяют четыре основных этапа реструктуризации долгов бывшего СССР.

Первый этап начался в 1992 г. и включал в себя ведение предварительных переговоров, в ходе которых российскому правительству представлялись краткосрочные трехмесячные отсрочки по выплатам внешнего долга. Тогда же Россия получила первый кредит МВФ (1 млрд. долл.). В течение второго этапа — с 1993 по 1995 г. — Россия подписала первые три соглашения по реструктуризации долгов перед официальными кредиторами, входящими в Парижский клуб. В соответствии с этими соглашениями Россия брала на себя обязательства

по обслуживанию долгов СССР, сроки выплат по которым приходились на период с декабря 1991 г. по январь 1995 г.

Началом третьего этапа авторы предлагают считать апрель 1996 г., когда договоренности с Парижским клубом были дополнены всесторонним соглашением, по которому Россия должна выплатить (включая предварительные договоренности) официальным кредиторам примерно 38 млрд. долл. 45% этой суммы должны быть выплачены в течение 25 последующих лет (до 2020 г.), а 55%, включавшие в себя наиболее краткосрочные обязательства, — в течение 21 года. При этом структурированный номинал долга должен погашаться нарастающими платежами начиная с 2002 г. Примерно в тот же период проводились переговоры с Лондонским клубом, членами которого являются частные кредиторы. В 1996 г. с Лондонским клубом было заключено соглашение о реструктуризации долга СССР частным банкам на сумму 28,5 млрд. долл. В рамках этого соглашения Внешэкономбанк выпустил два новых инструмента — PRIN (на сумму основного долга — 22,5 млрд. долл.) и IAN (на сумму накопленных процентов) со сроком погашения в 2020 и 2015 гг. соответственно. При этом первые семь лет Россия должна была выплачивать лишь проценты, общий объем которых составляет 6 млрд. долл. (1, с. 79).

Началом четвертого этапа реструктуризации советских долгов может считаться конец 1996 г., когда ведущие рейтинговые агентства мира стали присваивать России весьма высокие кредитные рейтинги. Это способствовало росту оптимистических настроений по поводу развития российской экономики. Начало происходить стремительное наращивание задолженности государственным и частным кредиторам. При отсутствии системы управления государственным долгом это привело к образованию пиковых нагрузок на федеральный бюджет в 1998-1999 гг.

Российской делегации во главе с первым вице-премьером Михаилом Касьяновым в начале февраля 2000 г. удалось договориться о значительном уменьшении долга Лондонскому клубу. Этот долг составляет 32 млрд. долл. и состоит из 22,2 млрд. задолженности по реструктурированным кредитам (PRIN), 6,8 млрд. по процентным облигациям (IAN) и 2,8 млрд. долл. по просроченным процентным выплатам, которые будут реструктурированы в отдельную 10-летнюю бумагу. Первый платеж по этой бумаге (примерно 270 млн. долл.) будет произведен сразу после окончательного утверждения плана реструктуризации долга, которое ожидается весной 2000 г.

Объем первоначального списания советского долга составит 36,5%. Договоренности с кредиторами долга составляют три элемента: списание основной суммы долга на 10,6 млрд. долл.; второй элемент, который никогда еще не присутствовал ни в одном соглашении о реструктуризации задолженности в сочетании со списанием части долга, — кредиторы согласились на ставку купонного дохода ниже минимальной рыночной ставки. Экономия по обслуживанию долга из-за разницы между этой ставкой и рыночной составит 6 млрд. долл. Достичь договоренности в таком сочетании условий было непросто, и России пришлось согласиться уменьшить свои первоначальные требования на 3,5%.

Третий элемент договоренности — оставшийся после списания долг около 21,2 млрд. долл. будет погашаться с возрастающим купоном в течение 30 лет. В совокупности все три элемента дают эффект уменьшения долгового бремени на 50% (5). В 2000 г. Россия должна была заплатить членам Лондонского клуба 1,44 млрд. долл., а в результате переговоров заплатит только 540 млн., в 2001 г. — 700 млн. Пик платежей по прежним договоренностям, приходящийся на 2008 г., — 5,18 млрд. будет существенно сглажен и составит 3,02 млрд. За ближайшие семь лет бюджет сэкономит 13 млрд. только на платежах Лондонскому клубу (4).

Кредиторы же добились того, что выпускаемые бумаги будут равны по статусу ранее выпущенным еврооблигациям, но лишь тогда, когда Россия снова выйдет на рынки капитала и возобновит эмиссию еврооблигаций. По мнению М.Касьянова, это станет возможным к 2001 г., когда доходность по российским облигациям достигнет реального разумного уровня. Сейчас этот показатель составляет 16%, и занимать средства на таких условиях Россия не будет. М.Касьянов рассчитывает, что более 85% кредиторов — членов Лондонского клуба готовы идти на полную реорганизацию российского долга. По некоторым оценкам, примерно 30% портфельных инвесторов, не входящих в Лондонский клуб, поддерживают условия пересмотра российского долга (6).

Переговоры с Парижским клубом должны возобновиться в середине 2000 г. Если удастся договориться и с официальными кредиторами, то ежегодные платежи правительства России по внешнему долгу до 2007 г. составят 11-12 млрд. долл., а затем возрастут примерно до 14 млрд. М.Касьянов считает, что, если рост ВВП будет хотя бы 2% в год, Россия сможет расплачиваться по долгам (6).

Результаты переговоров вызвали неоднозначную реакцию экономистов. Глава Института проблем глобализации М.Делягин оценивает их “как блестящую победу российской экономической дипломатии и лично Касьянова”. По его мнению, России после президентских выборов будет легко договориться о получении денег от МВФ и Мирового банка. Руководитель Центра развития С.Алексашенко настроен менее оптимистично. Он сомневается, что Россия сможет обслуживать долг по новому графику при нынешнем состоянии бюджета. Из 9,5 млрд. долл., заплаченных в 1999 г., 6 были заимствованы у Ценробанка (5).

А.Шохин заявил, что Касьянов в существовавших условиях сделал все, что мог. Однако за договоренности с Лондонским клубом Россия заплатила переоформлением долгов Внешэкономбанка в суверенный долг (в свое время частные западные кредиторы согласились на то, что государственный долг СССР был переоформлен в облигации Внешэкономбанка. Сейчас произошла обратная операция. То есть по существу кредиторы согласились на переоформление российского долга под угрозой банкротства Внешэкономбанка) (4). Ч.Блитцер, аналитик по развивающимся рынкам компании “Donaldson, Lufkin & Jenrette”, считает, что договоренность — явная удача для России, но не для кредиторов. По его словам, это был первый случай, когда страна получила облегчение долга при значительном положительном платежном балансе. Согласие кредиторов на предложение России означает лишь то, что у них не было другого выхода (5).

Прежняя схема, однако, позволяла России без всяких последствий более года вести переговоры с Лондонским клубом, не опасаясь дефолта. Теперь страна окажется в дефолте, как только откажется выплатить соответствующие суммы. По соглашению от 1996 г., выплаты по долгам бывшего СССР должны были прекратиться в 2020 г. По новым договоренностям это произойдет на 10 лет позже. Более того, с 2015 г. платежи возрастут на 1-1,5 млрд. долл. по сравнению с предыдущими договоренностями (4).

Международные рейтинговые агентства тем не менее быстро отреагировали на заключение соглашений между Россией и Лондонским клубом. 14 февраля 2000 г. впервые после кризиса 1998 г. международное рейтинговое агентство “Fitch IBCA” объявило о положительном прогнозе кредитных рейтингов России. Сейчас российские краткосрочные облигации имеют рейтинг “CCC”, что означает высокую вероятность

дефолта по ним. Вскоре им будет присвоен рейтинг “В”- не слишком высокая оценка, однако она означает, что дефолта по облигациям можно уже не опасаться. Для инвесторов это принципиальная разница. Аналитики указанного агентства собирались присвоить России новый рейтинг в конце марта 2000 г. (3). Другое рейтинговое агентство “Standard & Poor’s” приняло решение сразу увеличить рейтинг России с “ССС-” до “ССС+”(8).

Инвесторы всего мира следят не только за отношениями заемщика и кредиторов, но и за оценкой платежеспособности заемщика международными рейтинговыми агентствами.

Повышение кредитного рейтинга и даже улучшение прогноза рейтинга — важный шаг на пути возвращения страны на международный рынок капитала.

Литература

1. Вавилов А., Ковалишин Е. Проблемы реструктуризации внешнего долга России: теория и практика //Вопр. экономики. — М., 1999. — № 5. -С. 78-93.
2. Вестин П. Как выбраться из долговой ямы //Обзор экономики России: Основные тенденции развития, 1999 г. II: Пер. с англ. — М., 1999. — С. 38-46.
3. Дефолта не будет //Коммерсант. — М., 2000. — 15 февр. — С. 1.
4. Долги Путина заплатит его преемник //Там же. — С. 4.
5. Крюкин К. Прорыв на Майне //Ведомости. — М., 2000. — 14 февр. — С. А1.
6. “Мы благодарны кредиторам за понимание”: Интервью М. Касьянова // Там же. — С. А5.
7. Обойдемся без транша //Эксперт. — М., 2000. — № 6. — С. 12-14.
8. Россия пошла на повышение //Коммерсант. — М., 2000. — 16 февр. — С. 4.
9. Сапожников П. Билл Клинтон начал интервенцию // Там же. — 17 февр. — С. 1.
10. Саркисянц А. Россия в системе мирового долга // Вопр. экономики. — М., 1999. — № 5. — С. 94-108.
11. Ясин Е., Гавриленков Е. О проблеме урегулирования внешнего долга России // Там же. — С. 71-77.

Е.А.Пехтерева.