
Б.А. Хейфец

ГЛОБАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ КРИЗИС
И РИСКИ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ
РОССИИ

Москва
Институт экономики
2012

Хейфец Б.А. Глобальный долговой кризис и риски долговой политики России. — М: Институт экономики РАН, 2012. — 56 с.

ISBN 978-5-9940-0328-2

Рассматривается долговая составляющая современного глобального кризиса, значительно усилившаяся в 2011–2012 гг. На этом фоне анализируется долговая устойчивость российской экономики, которая при тщательном анализе оказывается не такой устойчивой. Показываются основные проблемы, которые могут усугубиться в условиях глобального долгового кризиса (сильная зависимость бюджета от волатильности нефтяных цен, ухудшение условий для внешних заимствований и перегрев рынка внутреннего долга, давление обязательств государства по пенсионному обеспечению, существенная корпоративная задолженность и высокий уровень патернализма государства в отношении крупного бизнеса). Анализируются особенности современной практики кредитования зарубежных стран, в том числе ее подводные камни. На основании проведенного исследования выделяются основные направления совершенствования долговой и кредитной политики России.

Ключевые слова: финансовая экономика, долговой кризис, государственный и корпоративный долг, международная кредитная позиция, долговая устойчивость России, дефицит бюджета, внешние и внутренние заимствования, условные долги, кредитная политика.

Классификация JEL: E5, F7.

Kheyfets B.A. The global debt crisis and risks of the debt policy of Russia. Moscow, RAS Institute of Economy. 2012. 56 p.

The report examines the debt component of the current global crisis intensified significantly in 2011–2012. Against this background, the report analyzes the sustainability of debt of the Russian economy, which, with careful consideration is not so stable. The report shows the main problems that could exacerbated the global debt crisis (strong dependence of the budget from the volatility of oil prices, worsening conditions for external borrowing and the overheating of the domestic debt market, pressure on the obligations of the state pension, a substantial corporate debt and high levels of state paternalism for large businesses). The report shows the characteristics of modern lending practices of foreign countries, including its "pitfalls". Based on this study highlights the main directions of improving the debt and credit policy of Russia.

Keywords: financial economy, debt crisis, government and corporate debt, international credit position, Russia's debt stability, budget deficit, external and internal borrowings, contingent debts, loans policy.

JEL classification: E5, F7.

ISBN 978-5-9940-0328-2

© Институт экономики РАН, 2012
© Хейфец Б.А., 2012
© В. Е. Валериус, дизайн, 2007

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	4
ГЛАВА I	
Финансовая экономика порождает долговые кризисы	8
ГЛАВА II	
Основные риски долговой политики	14
1. Нефтяные цены	14
2. Экстремальный рост внутреннего долга	20
3. Огромные условные обязательства	23
3.1. Пенсионные обязательства	23
3.2. Корпоративная задолженность	24
ГЛАВА III	
Кредитная политика	34
1. Политические и офшорные кредиты	34
2. Условное кредитование	41
ГЛАВА IV	
Выводы и предложения	44
Приложения	50
Список источников информации	53

ВВЕДЕНИЕ

Доклад посвящен анализу долговых рисков, которые существуют у России в настоящее время. Эти риски существенно обострились под влиянием глобального финансового кризиса, первая волна которого относится ко второй половине 2008 г. Во многих странах мира она началась с банковских кризисов и вызвала кризис корпоративной задолженности в целом, вылившийся в масштабную экономическую рецессию.

Мировое сообщество пыталось осуществить меры по выходу из кризиса, которые дали определенные результаты во второй половине 2009 г. и в 2010 г., когда в ведущих мировых экономиках стал восстанавливаться экономический рост. Однако меры, принятые для подавления кризиса, носили противоречивый характер и не превратились в системные экономические и бюджетные реформы. Более того, политика тушения кризиса новыми финансовыми вливаниями государства в экономику, которые в большей или меньшей степени использовали все государства, привела к ухудшению финансового положения ряда стран. Это заставляет говорить о новой волне глобального кризиса, возникшей в 2011 г., связанной уже с глобальным кризисом суверенного долга. Долговой кризис особенно остро проявился и продолжается уже в 2012 г. в Европе, но серьезные долговые проблемы испытывают и другие страны, в том числе экономика мира №1 – США и №3 – Япония.

Разрастание долгового кризиса, ставшего важнейшим глобальным дисбалансом мировой экономики, не может не волновать Россию, развитие которой тесно зависит от внешнеэкономических связей. Российский экспорт товаров и услуг составляет свыше 30% от ВВП, соответствующий показатель для импорта — почти 20%. На начало 2011 г., согласно данным по международной инвестиционной позиции, все накопленные Россией иностранные активы (прямые и портфельные инвестиции, кредитные требования, депозиты, резервные активы и т.п.), достигли 1173,2 млрд долл., в то время как в начале 2001 г. они были в 4,7 раза меньше — 248,8 млрд долл. Для обязательств перед нерезидентами у России соответствующие показатели — 1157,5 млрд долл. и 184,2 млрд долл.

Пока, по состоянию на начало 2012 г., нельзя сказать, что вторая волна кризиса сильно осложнила экономическое положение России, в отличие от первой волны, когда в 2009 г. у России было наибольшее среди стран G20 снижение ВВП (–7,9%). По итогам 2011 г. рост ВВП России составил 4,2%, что из стран G20 уступает только Китаю (9,5%) и Индии (7,8%). Несмотря на пессимистические ожидания, благодаря сохранению высоких нефтяных цен был получен даже небольшой профицит бюджета (0,8%).

Однако нельзя и утверждать, что Россия останется островком стабильности в кризисной ситуации в глобальной экономике. Реальной основы в виде серьезных системных экономических реформ для устойчивого развития страны в среднесрочной и долгосрочной перспективе так и не было создано в предыдущие годы. Об этом свидетельствуют не только имеющиеся прогнозы Минэкономразвития РФ, но и дискуссия по поводу Стратегии–2020, развернувшаяся в 2011 г. в экспертном сообществе. Более того, самые чувствительные к мировым потрясениям финансовые рынки уже ясно почувствовали дыхание новой волны кризиса. Это проявилось в падении и высокой волатильности рынка акций, заметных колебаниях курса рубля, усилении оттока капитала из России, который в 2011 г. был лишь в 1,5 раза ниже максимального уровня кризисного 2008 г.

Одной из наиболее уязвимых сфер развития российской экономики становятся долговые проблемы. На них в последнее время не обращалось особого внимания, так как считалось, что эти проблемы были успешно решены в 2000-е годы. Действительно,

суверенный внешний долг России, по методологии Минфина РФ уменьшился с 158,4 млрд долл. на начало 2000 г. до 37,6 млрд долл. на начало 2010 г.¹

Однако, когда в 2008 г. последовали «маржин коллы» по заложенным в зарубежных банках пакетам акций крупных российских компаний, государству потребовалось срочно выделить крупную помощь для выкупа залогов. В сложное финансовое положение попали многие российские компании среднего и малого бизнеса. И в целом в связи с ухудшением мировой конъюнктуры резко упали доходы, и появился дефицит государственного бюджета. Правительство вновь, как в 1990-е годы, стало занимать на внешних рынках.

Целью данного доклада является анализ проявившихся в современных условиях рисков для долговой устойчивости страны, в том числе связанных с развитием глобального долгового кризиса. При этом большое внимание было уделено новым проблемам, связанным как с реальными, так и с так называемыми условными долговыми обязательствами. Среди последних особо выделена корпоративная задолженность, государственная политика в отношении которой требует тщательного внимания. В докладе, в частности, поставлен вопрос о необходимости различать реальную и искусственно созданную корпоративную задолженность при выработке мер по государственной поддержке бизнеса.

В докладе также затронуты некоторые дискуссионные моменты кредитной политики России, которые также важны для обеспечения ее долговой устойчивости. Здесь внимание также было сконцентрировано на новых тенденциях как по традиционным направлениям кредитной политики, так и по некоторым важным аспектам, которые можно отнести к условному кредитованию.

Таким образом, доклад содержит анализ ряда актуальных вопросов долговой устойчивости России, пока мало разработанных в научной литературе. Хотя в докладе даются некоторые рекоменда-

1. Здесь сразу нужно отметить, что Минфин относит к внешнему долгу все обязательства, выраженные в иностранной валюте, в то время как Банк России — обязательства, принадлежащие нерезидентам. Поэтому Банком России рублевые обязательства, которые принадлежат нерезидентам, включаются во внешний долг, а валютные обязательства резидентов, которые принадлежат другим российским резидентам, исключаются из внешнего долга.

ции по совершенствованию долговой и кредитной политики страны, они имеют достаточно общий характер и не касаются многих деталей. Отдельные положения носят дискуссионный характер и нуждаются в дальнейшей проработке. В то же время эти предложения должны привлечь дополнительное внимание экспертного сообщества к ряду серьезных долговых проблем, которые могут существенно обостриться под влиянием глобального кризиса.

Автор также хотел бы выразить искреннюю благодарность доктору экономических наук М.Ю. Головнину за ценные замечания и предложения по доработке первоначальной версии доклада.

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА ПОРОЖДАЕТ ДОЛГОВЫЕ КРИЗИСЫ

Формирование финансовой экономики добавило много новых рисков в развитие реальной экономики. По оценкам экспертов McKinsey Global Institute, финансовая глубина (financial depth) экономики (соотношение традиционных финансовых активов и мирового ВВП) увеличилась с 261% в 1990 г. до 356% в 2010 г. При этом в финансовых активах в последние годы росла доля государственных и корпоративных долговых обязательств. В 2011 г. доля суверенных и корпоративных облигаций и кредитных обязательств составила 74,1%, в то время как накануне первой волны кризиса в 2007 г. – 67,8%. (рис. 1).

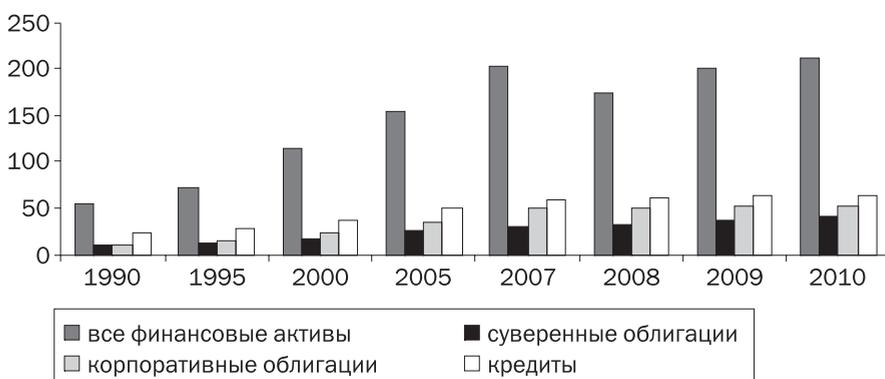


Рис. 1. Рост финансовых активов и различных видов долговых обязательств, трлн долл.

Источник: Roxburgh Ch., Lund S., Piotrovski J. Mapping global capital markets 2011. McKinsey Global Institute, 2011. P. 2.

Чрезмерный рост финансовой экономики стал одним из самых серьезных рисков современного экономического развития. Не случайно, что большинство экономических кризисов в последние 30 лет начиналось с финансовых потрясений, прежде всего тех или иных долговых кризисов — банковских дефолтов, кризисов суверенного внутреннего или внешнего долга и т.п.² Не был исключением и глобальный финансовый кризис 2008 г., который перерос в полномасштабный экономический кризис, охвативший почти 4/5 мировой экономики.

Спусковым крючком первой волны этого кризиса послужил кризис *корпоративной* задолженности. Для его преодоления и оказания помощи своим экономическим акторам и национальным экономикам в целом большинство стран мира увеличило государственные расходы. В условиях сужения спроса на рынках и падения производства это вызвало уменьшение доходов государственных бюджетов и обострение проблем бюджетного дефицита (табл. 1).

Таблица 1. Дефицит(-) / профицит(+) бюджета центрального правительства в некоторых странах, % к ВВП, 2007–2010 гг.

Группы стран и страны	2007	2008	2009	2010
Страны ОЭСР	-1,3	-3,3	-8,2	-7,7
США	-2,9	-6,3	-11,3	-10,6
Еврозона в целом, в т.ч.	-0,7	-2,1	-6,3	-6,0
Германия	+0,3	+0,1	-3,0	-3,1
Франция	-2,7	-3,3	-7,5	-7,0
Италия	-1,5	-2,7	-5,3	-4,5
Великобритания	-2,8	-4,8	-10,8	-10,3
Япония	-2,4	-2,2	-8,7	-8,1
Россия	+5,4	+4,1	-5,9	-4,1

Источник: данные ОЭСР, Банка России (http://www.oecd.org/document/0,3746,en_2649_201185_46462759_1_1_1_1,00.html; <http://www.cbr.ru>).

Поскольку дефицит покрывался во многом за счет денежной эмиссии и новых заимствований, возникли уже серьезнейшие проблемы *государственной* задолженности, которые вылились во

2. Подробно эти вопросы освещены в работе: Reinhart C., Rogoff K. This Time is different: a Panoramic View of eight centuries of Financial Crises. NBER Working Paper N13882. March 2008. P. 86–88.

вторую волну кризиса³. Прирост государственного рыночного долга, выраженного в облигациях, в мире в 2010 г. составлял 4 трлн долл., в то время как корпоративный облигационный долг уменьшился на 1 трлн долл. Облигационный государственный долг всех стран мира к началу 2011 г. достиг 41,1 трлн долл., увеличившись почти на 25 трлн долл. по сравнению с 2000 г. Это составило 69% от мирового ВВП (в 2000 г. было 46%)⁴.

О соотношении госдолга и ВВП в отдельных странах можно судить по данным табл. 2.

Таблица 2. Соотношение долга центрального правительства и ВВП в некоторых странах мира, начало года, %, 2008–2011 гг.

Страны	2008	2009	2010	2011
Австралия	5,2	4,9	8,2	11,0
Великобритания	42,7	61,1	75,3	85,5
Германия	39,6	39,6	44,2	44,4
Греция	105,7	110,6	127,0	147,8
Испания	30,0	33,7	48,0	51,7
Италия	95,6	98,1	106,8	109,0
Корея	29,7	29,0	32,6	31,9
США	35,7	40,2	53,6	61,3
Франция	52,1	53,4	61,2	67,4
Япония	164,5	180,8	183,5	н/д

Источник: данные ОЭСР (<http://stats.oecd.org>).

МВФ в аналитических целях предлагает следующие пороговые значения (долг/ВВП), которые соответствуют различной степени риска долгового кризиса – 30% – низкой, 40% – средней и 50% – высокой степени риска. Как известно, нормативы, рекомендованные еще в 1997 г. европейским «Пактом стабильности и роста» (Stability and Growth Pact) для обеспечения устойчивости зоны евро составляют: для годового дефицита бюджета не более 3% ВВП; для суверенного долга – меньше 60%. В 2010 г. эти критерии, по данным Евростата, превысили более 90% всех членов ЕС. В среднем по 27 странам ЕС

3. См.: Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences. McKinsey Global Institute. 2010 January (<http://www.mckinsey.com/mgi>); *Reinbart C., Rogoff K.* From Financial Crash to Debt Crisis // American Economic Review. 2011 August (101).
4. *Roxburgh Ch., Lund S., Piotrovski J.* Op. Cit. 2011. P. 21.

дефицит бюджета составил в конце 2010 г. 6,4% (по 17 странам зоны евро – 6,0%), а госдолг – 80% (по ЕС-17 – 85,1%) от объема ВВП⁵.

Разрастание долгового кризиса в 2011 г. привело к ухудшению долговых проблем многих стран мира. Одной из первых кульминационных точек кризиса суверенного долга стала острая полемика в США по поводу увеличения допустимого максимально-го уровня государственного долга, опустившая финансовые рынки и заставившая усомниться в прочности доллара как мировой валюты. В августе 2011 г. в виду угрозы технического дефолта потолок госдолга был поднят на 2,4 трлн долл. до 16,7 трлн долл. в обмен на обязательства исполнительной власти в течение 10 лет сократить бюджетные расходы. Однако уже в январе 2012 г. валовой госдолг США достиг 15,23 трлн долл.⁶

При анализе долговой устойчивости необходимо учитывать и другие показатели. Например, Япония уже много лет является крупнейшим мировым кредитором. В 2010 г. *положительный баланс* ее международной инвестиционной позиции (разница между накопленными за рубежом инвестициями и иностранными инвестициями в Японии, рассчитываемыми по методологии платежного баланса МВФ, т.е. включая не только непосредственно инвестиции, но и различные виды кредитов, займов и ссуд) составил 3,83 трлн долл. по сравнению с 2,48 трлн долл. в 2008 г. Япония занимает второе место в мире по величине международных резервов (более 1 трлн долл.). США, наоборот, имеют отрицательный баланс по международной инвестиционной позиции – минус 2,47 трлн долл. в 2010 г. (см. приложение, табл. 1). В свою очередь, у оценки госдолга США тоже есть нюансы. По оценкам лауреата Нобелевской премии П. Кругмана, реальный госдолг США в конце 2011 г. был на 6 трлн долл. ниже официального (т.е. 9 трлн долл., а не

-
5. EU Statistics and opinion polls (http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-21102011-AP/EN/2-21102011-AP-EN.PDF).
 6. Согласно с Конгрессом процедура предусматривает двухступенчатую процедуру увеличения потолка госдолга. Первоначально этот потолок увеличивается на 1,2 трлн долл. Но после израсходования этого лимита президент США вправе обратиться к конгрессу с просьбой дальнейшего увеличения потолка госдолга. При этом правительство может увеличить размер госдолга до согласованного в августе 2011 г. максимального размера, даже если Конгресс выступит против этого. Проблема заключается в том, что потребность в таком увеличении потолка госдолга возникла уже в январе 2012 г.

15 трлн долл.), потому что американская статистика учитывает в качестве долга инструменты по управлению краткосрочной ликвидностью банковской системы (4,9 трлн долл.), а также ряд обязательств, не являющихся долгом вообще⁷.

Очень остро кризис суверенной задолженности протекает в еврозоне. По оценкам ОЭСР, соотношение государственный долг/ВВП в еврозоне в 2013 г. составит уже 98,2%.

О развитии долгового кризиса свидетельствует массовое снижение суверенных кредитных рейтингов, которые присваивают ведущие рейтинговые агентства. Событием в финансовом мире стало лишение США высшего инвестиционного рейтинга агентством Standard&Poog's. В течение 2011 г. были понижены рейтинги Японии и ряда развитых европейских государств. В декабре 2011 г. Standard&Poog's поставило на пересмотр рейтинги 15 стран еврозоны, а в январе 2012 г. понизило рейтинги 9 государствам, включая одного из «колоссов» европейской интеграции – Францию и 3 страны (Португалия, Испания и Италия), рейтинги которых уже понижались в 2011 г. (см. приложение, табл. 2). Из 6 остальных стран рейтингам 5 государств был дан негативный прогноз. И только Германия пока сохранила свое рейтинговое статус-кво.

Стагнация суверенных долговых кризисов, в свою очередь, может вызвать новую волну *корпоративных* долговых кризисов, прежде всего в банковской сфере. Так, ведущие банки терпящих «долговое бедствие» государств ЕС являются держателями крупных пакетов суверенных долговых обязательств. Развитие банковских кризисов приведет к кризисам корпоративной задолженности, т.е. возникает своеобразный цепной механизм перманентного долгового кризиса. Это приведет к полноценным экономическим кризисам отдельных стран и новой, третьей волне глобального экономического кризиса. А здесь уже могут происходить такие серьезные потрясения, как распад еврозоны, закат евро и коллапс международной валютно-финансовой системы в целом и т.п.

Схема развития глобального долгового кризиса в 2008–2012 гг. также заставляет вспомнить о проблеме так называемого мораль-

7. Реальный госдолг США почти в два раза меньше, чем его «рисуют» американцы // Эксперт. 2012. 10 января.

ного риска (*Moral Hazard*) или риска недобросовестности, который является разновидностью постдоговорного оппортунизма. В теории государственного долга этот термин используется тогда, когда одна из сторон меняет свое отношение к взятым на себя долговым или кредитным обязательствам, в результате чего увеличиваются риски для другого (других) участника (участников) договора. Фактор *Moral Hazard* фактически расширяет спектр допустимых рисков при проведении заемной или кредитной политики в расчете на поддержку третьей, более мощной в экономическом плане стороны. И этот фактор стал все шире использоваться отдельными экономическими акторами и целыми государствами.

В процессе углубления глобального долгового кризиса 2008—2012 гг. в той или иной форме происходило перекалывание долговых обязательств отдельных корпоративных структур на государство, которое в принципе могло бы не брать на себя такие обязательства, но сделало это из-за опасения катастрофического ухудшения общей экономической ситуации. А в случае еврозоны ответственность за отдельные государства взяла на себя вся интеграционная группировка, т.е. некоторые государства вольно или невольно использовали фактор *Moral Hazard*, нарушая обязательства, предусмотренные их общими договоренностями. Характерно в этом плане эмоциональное заявление в первом интервью лондонской *The Financial Times* после своего назначения президента Европейского центрального банка (ЕЦБ) М. Драги, который отметил, что кризис суверенных долгов спровоцировали правительства, они должны отвечать по долгам, а не перекалывать ответственность на ЕЦБ. В этом же интервью М. Драги подчеркнул, что ЕЦБ не будет действовать по сценарию Федеральной резервной системы США и не станет кредитором последней инстанции, как хотели бы от него некоторые политики ЕС⁸. Однако на деле ЕЦБ оказывал в 2010—2011 гг. и продолжает в 2012 г. оказывать огромную поддержку национальным экономикам стран ЕС в преодолении долгового кризиса в связи с реальной угрозой рецессии в еврозоне, прежде всего в форме покупки госбумаг проблемных стран (Греции, Португалии, Ирландии, Италии и Испании) и предоставления кредитов ведущим европейским банкам.

8. *Atkins R., Barber L. Draghi warns on eurozone break-up // The Financial Times. 2011. December 18.*

ОСНОВНЫЕ РИСКИ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ

1. Нефтяные цены

На фоне глобального долгового кризиса положение России на первый взгляд, выглядит благоприятно, особенно в отношении соотношения госдолга и ВВП. После кризиса 1998 г. это соотношение значительно улучшилось (рис. 2).



Рис. 2. Изменение объема суверенных обязательств по отношению к ВВП в России, %, на конец года.

Источник: данные банка России (<http://www.cbr.ru>).

По состоянию на 1 января 2012 г. объем государственного долга РФ составил около 5,1 трлн руб., в том числе государственного внутреннего долга — 4,0 трлн руб., государственного внешнего долга — 35,8 млрд долл. (эквивалентно 1,1 трлн руб.). Отношение госдолга к ВВП на начало 2012 г. составляло только 10,4%. По прогнозам Минфина, к концу 2014 г. объем государственного долга увеличится, но не критически — до 17% ВВП.

Однако прогнозы Минфина исходят из благоприятной оценки динамики мировых цен на нефть. Если в 2008 г. бюджет оказывался сбалансированным при цене в 57,5 долл. за баррель, то бюджет 2011 г. — при 109 долл., а бюджет—2012 сбалансируется только при 117,2 долл. На 2012 г. при прогнозной цене в 93 долл. дефицит оценивается в 1,5% ВВП, а при ее падении до 60 долл. образуется дефицит уже в 5,5%. В среднем при падении цены нефти на 10 долл., доход бюджета снижается на 500 млрд руб., а дефицит бюджета растет на 1%.

В целом доходы от налогообложения производства и экспорта нефти и нефтепродуктов составляют более 40% всех налоговых и таможенных доходов бюджета (см. приложение, табл. 3). А еще есть доходы от добычи газа и других сырьевых ресурсов.

Об особой роли нефтегазовых доходов в развитии российской экономики свидетельствует и угрожающий рост так называемого ненефтегазового дефицита бюджета (разницы между расходами и доходами без учета нефтегазовых доходов), который подскочил с докризисных 1–3% ВВП до 11% ВВП в 2010 г.⁹ В 2011 г. этот показатель несколько снизился — до 9,7% ВВП.

Нефтегазовые доходы российского бюджета в 2011 г. должны составить рекордные 346 млрд долл. В период с 1992 г. по 2008 г. нефтегазовые доходы России выросли с 23,5 млрд долл. до 310 млрд долл. В 2009 г. в связи со снижением цен на нефть доходы упали до 190 млрд долл., но в 2010 г. увеличились до 254 млрд долл.¹⁰

Иными словами, пока сохраняются высокие цены на углеводороды и другое сырье, у России остаются хорошие возможности для поддержания экономического роста. Снижение нефтяных цен до

9. Кувшинова О. Двойная угроза // Форум «Финансовая Россия». Приложение к газете «Ведомости». 2011. 21 декабря. С. 5.

10. Алексеева О. Незапланированная экономика (<http://www.gazeta.ru/financial/2011/12/15/3928670.shtml>).

80 долл. за баррель может привести к прекращению роста, а падение нефтяных цен ниже уровня 60 долл. будет катастрофично для российской экономики. Речь идет о *продолжительном* снижении, так как краткосрочные конъюнктурные ценовые колебания могут быть компенсированы за счет финансовых резервов (Фонда национального благосостояния – ФНБ, Резервного фонда). Однако при *продолжительном* снижении цены нефти до 60 долл., как показывают расчеты, резервного фонда хватит приблизительно на год. На 1 сентября 2008 г. объем Резервного фонда составлял 142,6 млрд долл., а на 1 января 2012 г. – уже 25,2 млрд долл. Не в последнюю очередь это связано с отказом с 1 января 2010 г. до 1 января 2014 г. пополнять Резервный фонд за счет нефтегазовых доходов в условиях несбалансированности бюджета (равно как и Фонда национального благосостояния)¹¹. Но в самом бюджете–2012 заложен антикризисный резерв в 310 млрд руб. (200 млрд руб. – на поддержку населения и системообразующих предприятий и 110 млрд руб. – на госгарантии предприятиям).

Для справки: за 2001–2010 гг. среднегодовая цена на нефть составила около 60 долл. В конце 2008 г. – начале 2009 г. они падали до 35–45 долл. Среднесрочные прогнозы показывают тенденцию к снижению нефтяных цен, которые, однако, не должны опуститься ниже 85 долл. (см. приложение, табл. 4).

Заметим, что на испытывающие сильнейший долговой кризис страны ЕС в 2010 г. приходилось более 50% всего российского экспорта. По данным ЕС, в 2010 г. экспорт России в 27 стран Европейского союза составил 154,9 млрд евро (224,7 млрд долл.), в то время как экспорт ЕС в Россию был относительно небольшим и составил 86,6 млрд евро (125,6 млрд долл.). Практически $\frac{4}{5}$ российского экспорта составили нефть, газ или энергоносители¹².

Необходимо также учитывать, что европейский кризис может серьезно сказаться и на мировой экономики в целом, особенно в тех странах, с которыми существуют тесные экономические

11. Совокупный объем средств Резервного фонда (<http://www1.minfin.ru/ru/reservefund/statistics/volume/index.php?id4=5796>).

12. Новый баланс сил: Внешнеторговые потоки // Exceptional СНГ, Ernst&Young, июль–декабрь 2011 года (<http://www.ey.com/RU/ru/Services/Strategic-Growth-Markets/Exceptional-CIS-July-December-2011-Trade-flows>).

связи (к последним относятся крупнейшие мировые экономики — США и Китай). А это может привести к глобальному замедлению темпов экономического роста и падению спроса на ресурсы в мире со всеми неблагоприятными экономическими последствиями для российского экспорта¹³. В конце 2011 г. в финансовой лексике даже появилось новое слово «еврогеддон», под которым понимается либо крах евро как единой валюты, либо очень сильная рецессия в странах еврозоны, которая повлечет за собой снижение темпов роста экономики в других регионах.

Но даже при мягком варианте развития европейского долгового кризиса есть еще другие каналы его негативного влияния на экономическое положение России. Так, российские компании имеют существенные активы в Европе. Так, по оценке ИМЭМО РАН, на Европу в 2009 г. приходилось 46% ПИИ, накопленных 20 ведущими российскими ТНК¹⁴. При развитии кризиса их деятельность может приносить убытки. Так было в 2008—2009 гг., когда некоторые предприятия практически свернули производство или даже были временно закрыты. Возможны и другие каналы негативного влияния кризиса. Например, у Vimpelcom Ltd., значительная часть бизнеса которого расположена сейчас в Италии, из-за долговых проблем этой страны в конце 2011 г. значительно упала цена его еврооблигаций. Данное падение было существеннее, чем у еврооблигаций компании мобильной связи МТС, базирующейся преимущественно в России.

Европейские компании также являются основными инвесторами в российскую экономику. В 2006—2010 гг. они участвовали в реализации 336 проектов на территории России, которые позволили создать около 20 тыс. новых рабочих мест¹⁵. Глобальный кризис может замедлить эту экспансию, а некоторые иностранные инвесторы сузить или прекратить вообще свою деятельность в России.

-
13. В январе 2012 г. Всемирный банк заявил о существенном снижении собственного прогноза роста мировой экономики на этот год — с 3,6% (предыдущий прогноз) до 2,5%. В последний раз Всемирный банк резко менял свои прогнозы в январе кризисного 2009 г. — на 2,1 процентного пункта.
 14. Экспорт российских прямых инвестиций стабилизировался по мере окончания мирового кризиса. М.: ИМЭМО, 2011. С. 21.
 15. Растущие возможности. Исследование инвестиционной привлекательности России. Ernst&Young, 2011. С. 26.

Глава Международного валютного фонда (МВФ) Кристин Лагард (Christine Lagarde) в ходе лекции в Москве 7 ноября 2011 г. посоветовала России продолжать наращивание резервных фондов (Резервного фонда и Фонда национального благосостояния). По ее мнению, в России в настоящее время существуют факторы, влияющие на уязвимость российской экономики. Говоря о них, К. Лагард пояснила, что речь идет о возможном резком снижении мировых цен на биржевые товары, в том числе на нефть, а также о ситуации, когда крупные европейские банки могут начать выводить свои операции из России, что создаст дефицит ликвидности на рынке¹⁶. По мнению экономиста Всемирного банка по России С. Улатова, к 2030 г. Россия может столкнуться с таким же долговым кризисом, как Греция, если правительство не сократит государственные расходы¹⁷. Эксперты Всемирного банка также отмечают, что наряду с рисками замедления темпов роста глобальной экономики возрастает и риск замедления темпов экономического роста в России¹⁸.

Потенциально в качестве источников пополнения доходов бюджета могут рассматриваться новые заимствования, поступления от приватизации и повышения налогов. Однако их использование имеет существенные внешние и внутренние ограничения. Например, повышение же налогов может обернуться снижением деловой активности и усилением оттока капиталов за рубеж.

В рамках расширенной приватизации к 2017 г. планировалось продать или уменьшить долю государства в 20–22 стратегических компаниях и приватизировать почти 5000 нестратегических предприятий. Потенциально это могло бы в указанный период приносить до 10–30 млрд долл. ежегодно. Однако успех такой масштабной приватизации будет во многом зависеть от состояния мировой и российской экономики. В принципе, в кризис цена активов падает, и продавать их невыгодно.

16. IMF Managing Director Christine Lagarde Urges Russia, Emerging Europe to Guard Against Global Economy Risks. Press Release No. 11/400 2011, November 7 – <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr11400.htm>

17. Russia May Face Debt Crisis Like Greece (<http://www.bloomberg.com/news/2011-06-23/russia-may-face-debt-crisis-like-greece-by-2030-world-bank-says.html>).

18. Рост рисков и неопределенности. Доклад Всемирного банка об экономике России. 2011. № 26. С. 4.

В последнее время появилось предложение использовать намеченную в 2012–2017 гг. приватизацию государственных активов для решения проблем госбюджета, не дожидаясь восстановления фондового рынка. Речь идет о мягком варианте, когда будут выпущены гособлигации, которые через определенный промежуток времени (например, три года) могут быть конвертированы в акции конкретных компаний по фиксированной докризисной цене. Если за это время акции подешевеют, инвесторы должны иметь возможность рассчитывать на погашение этих бумаг деньгами¹⁹. Но такой вариант формально увеличивает госдолг, усиливает опасность распыления средств от приватизации в бюджете, а также может привести к потерям, если произойдет быстрое восстановление экономического роста и цена акций превзойдет докризисный уровень. Поэтому использование приватизационно-долгового варианта представляется нецелесообразным.

От мировых финансовых рынков во многом будут зависеть и возможности новых заимствований. Фактически на наших глазах развертывается масштабный кризис суверенных долговых обязательств, что, по мнению экс-министра финансов РФ А. Кудрина, «парализует рынок заимствований и закрывает его, прежде всего, для развивающихся стран»²⁰. Поэтому в среднесрочных планах правительства России делается упор на опережающий рост внутренних заимствований. Внешние заимствования останутся минимальными — чтобы сохранить присутствие России как суверенного заемщика на международном рынке капитала и поддержать доступ к этому рынку бизнес-структур. Например, в 2012 г. установлен верхний предел заимствований на внешних рынках в размере 7 млрд долл.

Однако и здесь возникают определенные проблемы. Они связаны со временем размещения новых суверенных обязательств, с определением их дюрации и валютной структуры. На рынке в связи с долговым кризисом существенно выросла цена заимствований для ряда европейских стран. Россия с ее невысокой суверенной долговой нагрузкой выглядит пока достаточно привлекательно. В конце 2011 г. российские евробонды с погашением в 2030 г. торговались с доходно-

19. См.: Лютова М., Товкайло М., Рожков А. Конвертируемая приватизация // Ведомости. 2011. 31 октября.

20. Кудрин А. Бортом к волне // Коммерсантъ. 2011. 18 ноября.

стью около 4,6%, в то время как сопоставимые по дюрации рублевые ОФЗ на уровне 8,5%²¹. Ухудшение положения в мировой экономике и в самой России может значительно поднять цену заимствований.

Что касается валютной структуры внешних заимствований, то, учитывая возможное ослабление евро, при прочих равных условиях можно увеличить среднесрочные заимствования в этой валюте.

2. Экстремальный рост внутреннего долга

Одной из острейших проблем долговой политики в ближайшее время может стать избыточная ориентация при финансировании бюджетного дефицита на суверенные заимствования на внутреннем рынке.

В структуре государственного долга в последние годы уже проявилась тенденция к быстрому увеличению внутреннего государственного долга. Его доля в суверенном госдолге в начале 2012 г. составила уже 76% (рис. 3).

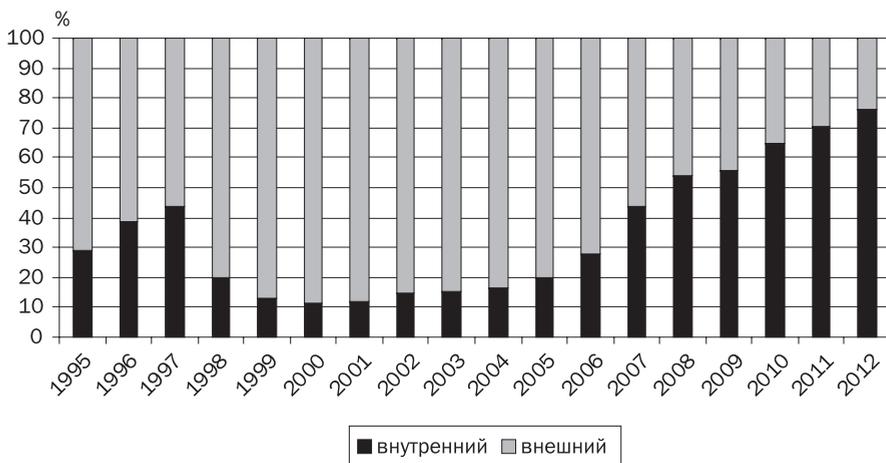


Рис. 3. Доля внешнего и внутреннего долга во всем суверенном госдолге, на начало года

Источник: данные Минфина РФ (<http://www.minfin.ru>).

21. Патченкова М. Эмоции не в счет // Ведомости. 2011. 27 декабря.

За один только 2011 г. внутренний долг вырос на 36%, а по сравнению с 2000 г. он увеличился более чем в 7 раз (см. приложение, табл. 5). Как следует из «Основных направлений государственной долговой политики Российской Федерации на 2012–2014 гг.» в ближайшие 3 года дефицит государственного бюджета на 90% будет покрываться за счет внутренних заимствований, которые должны составить за 2012–2014 гг. около 2 трлн руб.²²

Внутренние заимствования, конечно, имеют ряд преимуществ перед внешними. С точки зрения государства ими легче управлять, использование девальвации рубля в 1998 г. позволило свести до минимума внутренний долг в валютной оценке. Кроме того, процентные выплаты по этому долгу способствуют росту внутреннего спроса на товарном рынке.

Однако цена внутренних заимствований, а также емкость и слабость инфраструктуры национального финансового рынка налагает существенные ограничения на такую долговую политику. Кроме того, возникает серьезная проблема вытеснения с рынка внутренних заимствований частных заемщиков, для которых госзаймы существенно могут повысить цену заимствований. Дополнительную нагрузку здесь приносят и рублевые займы, которые в последнее время стали размещать на российском рынке страны СНГ, зарубежные банки и компании.

Несколько рублевых займов в России с 2005 г. разместил Европейский банк реконструкции и развития. В конце 2010 г. Беларусь вышла на российский фондовый рынок с дебютным выпуском рублевых облигаций на 7 млрд руб. сроком обращения 2 года и купонной ставкой в размере 8,7% годовых. В декабре 2011 г. канадская компания Uranium One Inc., 51% акций которой принадлежит «Атомредметзолоту», разместила на ММВБ 10-летние облигации объемом 16,5 млрд руб.

К этому добавляются и риски, связанные с размещением рублевых еврооблигаций. В 2011 г. Минфин разместил на зарубежных рынках около 90 млрд руб. таких бумаг²³. Как отмечалось во

22. Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2012–2014 гг. М.: Минфин РФ, август 2011 (http://www.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2011/08/Dolgovaya_politika_na_sayt.pdf). С.6.

23. В феврале 2011 г. были размещены евробонды с погашением в 2018 г. на 40 млрд руб. с доходностью 7,85% годовых; в мае – евробонды с доходностью 7% на 50 млрд руб.

введении, такие бумаги Минфином относятся к внутреннему долгу, а Банком России к внешнему, если их приобрели нерезиденты. Минимальная стоимость 1 облигации составляла 5 млн руб., что говорит об ориентации их эмиссии на финансовые и корпоративные структуры²⁴.

Наконец, возможности внутреннего рынка заимствований сильно зависят от способности денежных властей поддерживать невысокий уровень инфляции и относительно стабильный валютный курс. В случае существенной девальвации рубля внутренние заимствования не смогут полноценно компенсировать компаниям все их потребности в обслуживании внешней задолженности и импорта.

Все это говорит о необходимости более взвешенного подхода к госзаимствованиям на внутреннем рынке по сравнению с политикой, проводимой в настоящее время и планируемой на перспективу.

И еще одна проблема в области внутреннего долга. В отличие от большинства других постсоветских стран в России нет *честной* позиции по такому элементу внутреннего долга, как компенсация дореформенных вкладов. Благодаря фактическому затягиванию прямого, хотя и сложного для власти решения, эта проблема сейчас имеет больше политическое значение и регулярно упоминается в ежегодно уточняемых «Основных направлениях государственной долговой политики», разрабатываемых Минфином РФ на трехлетний период параллельно с соответствующими федеральными законами о бюджете. Возникший в соответствии с принятыми в 1990-е годы соответствующими законами государственный внутренний долг по таким компенсациям был оценен Минфином, по состоянию на начало 2011 г., в 25 трлн руб.

Хотя, на мой взгляд, и сейчас есть возможность справедливо выйти из сложившейся ситуации, используя опыт бывших союзных республик, а также приватизационные ресурсы. И применить компенсацию только к ограниченной группе некрупных

24. В конце 2010 г. был принят Приказ Министерства финансов Российской Федерации (Минфин России) от 3 ноября 2010 г. № 141н «Об утверждении условий эмиссии и обращения на международном рынке капитала облигаций внутренних облигационных займов Российской Федерации», предусматривающий подобную эмиссию.

вкладов (например, до 3–5 тыс. дореформенных рублей)²⁵. В 2010 г. Госдумой создана очередная рабочая группа по совершенствованию законодательства в сфере восстановления и защиты сбережений россиян. В состав этой группы входят представители заинтересованных органов исполнительной и законодательной власти, а также ряда профессиональных организаций. Но почему-то нет экспертов, внесивших предложения по решению этой проблемы, а также представителей вкладчиков.

3. Огромные условные обязательства

3.1. Пенсионные обязательства

Более детальный анализ долговой устойчивости российской экономики позволяет выявить ряд других серьезных *рисков*, которые имеются у долговой политики страны. К ним относятся так называемые обусловленные долговые обязательства. По мнению некоторых экспертов, в государственный долг помимо традиционных видов государственных задолженностей необходимо включать уже принятые обязательства государства по выплате пенсий и различных пособий, довольствий военнослужащим (долг системы социальных гарантий), по предоставлению налоговых и таможенных льгот, по выдаче различных государственных гарантий и т.п. Это так называемые *обусловленные* долговые обязательства.

Наиболее критичными для России являются обязательства по выплате пенсий. В соответствии с действующими законами в области пенсионного обеспечения и демографическими прогнозами дефицит Пенсионного фонда РФ в 2012 г. увеличится вдвое – до 1,75 трлн руб., или 3% ВВП (в 2011 г. дефицит составит 875 млрд руб.)²⁶.

25. См., например: Кричевский Н. Как вернуть советские вклады (Новая газета, 2010, 10 марта); Хейфец Б.А. Долговая политика России: актуальные проблемы (М.: Экономика, Научный эксперт, 2007); Глазьев С.Ю. Возврат дореформенных сбережений граждан – наше общее дело (<http://kilofet.ru/68/81>).

26. Россия провалится в пенсионную дыру уже через год (<http://www.interfax.ru/business/txt.asp?id=214766>).

Серьезные негативные прогнозы в этой области дает Standard & Poor's. По его оценкам в перспективе госдолг России может существенно вырасти из-за комплекса демографических проблем — уменьшения численности работающего населения, увеличения числа пенсионеров, роста расходов на здравоохранение и долгосрочный уход и т.п. Эксперты Standard & Poor's прогнозируют, что к 2050 г. отношение госдолга к ВВП может составить от 124% до 585% в зависимости от различных сценариев развития ситуации в России. Причем быстрое наращивание этого показателя по всем сценариям может начаться уже после 2015 г.²⁷

Решение данной проблемы требует радикальной реформы пенсионной системы. Все попытки ее осуществить в 2000-е годы потерпели неудачу. Сейчас здесь предлагаются различные варианты — от использования доходов от приватизации и нефтяных сверхдоходов до увеличения пенсионного возраста и введения дополнительных налогов. В то же время многие эти изменения несут серьезные социальные и экономические риски, которые были неприемлемы в выборный период 2011–2012 гг. Но такие реформы все равно надо будет начинать в ближайшее время. И какой-то одной мерой здесь уже не обойдешься, так как для решения этой сложнейшей проблемы требуется комплексный подход.

3.2. Корпоративная задолженность

К обусловленным обязательствам можно отнести и корпоративные долги. За них государство при определенных обстоятельствах должно нести частичную ответственность в виду их угрозы для обеспечения стабильности экономического развития страны. Кризис 2008–2009 гг. и долговой кризис в Европе в 2011–2012 гг. показали справедливость этих утверждений, когда значительная государственная финансовая помощь оказывалась корпорациям и банкам, испытывавшим острую нехватку ликвидности, во многих развитых странах.

Без учета корпоративной задолженности нельзя получить полноценную картину долговой ситуации в России. Особое беспокойство вызывает *внешняя* корпоративная задолженность, состав-

27. Старение населения — 2010: Российская федерация. (<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/ru/ru/?articleType=HTML&assetID=1245318586827>).

вившая на 1 января 2012 г. 494 млрд долл. (рис. 4) почти в 16 раз больше по сравнению с началом 2001 г. (31 млрд долл.). За 2011 г. эта задолженность возросла на 50 млрд долл.

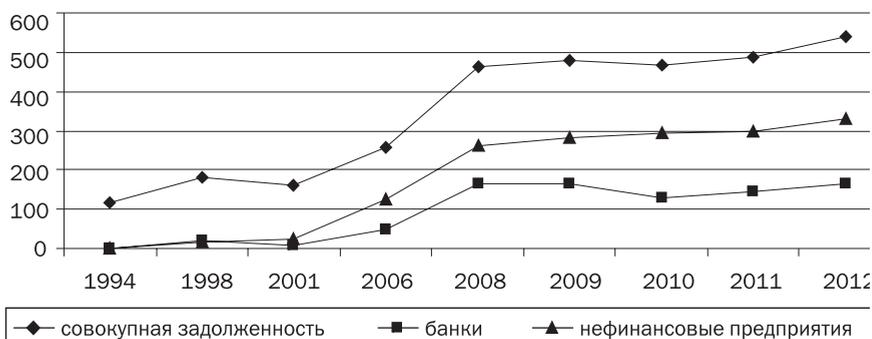


Рис. 4. Динамика **совокупной** внешней задолженности России, внешней задолженности банков и нефинансовых предприятий, начало года, млрд долл.

Источник: данные Банка России (<http://www.cbr.ru>).

Доля корпоративного внешнего долга в совокупном внешнем долге в 2000 г. составляла менее 20%, а в 2011 г. она превысила 91%. Это больше, чем во многих странах мира, хотя и у них корпоративная задолженность существенно возросла в 2000-е годы. В начале 2011 г. на нее приходилось (в% от совокупного внешнего долга): в Германии — 72, во Франции — 70, в Великобритании — 94, в Японии — 67, в США — 67, в Канаде — 75, в Индии — 74, в Бразилии — 82%.

Совокупный внешний долг, включающий корпоративный долг, по оценкам Банка России, составил в начале 2011 г. 33% от ВВП. Это в принципе неугрожающая величина, однако, с учетом *внутренних* корпоративных заимствований, она выше в 2–2,5 раза. Ежегодные платежи по совокупному внешнему долгу составляли в 2010 г. 9% от ВВП, но по отношению к объему экспорта — 28%. Последнее соотношение больше определенной МВФ высокой степени риска (25%).

Риски *внешней* корпоративной задолженности связаны с рядом обстоятельств.

Во-первых, существенная часть корпоративной задолженности падает на компании и банки с госучастием, т.е. является

квзисуверенным долгом. По оценке Банка России, внешний долг предприятий и банков с госучастием составил на 1 октября 2011 г. 163,3 млрд долл., или более 34% от всего корпоративного долга. Соответствующие показатели на начало 2006 г. составляли 68,7 млрд долл. и 27%.

Корпоративный внешний долг сильно сконцентрирован. По оценкам аналитиков Deutsche Bank, на 1 июля 2010 г. на 12% всех компаний падало 80% корпоративного долга, где учитывались только облигации и синдицированные кредиты (277 млрд долл.).

На такие госкомпании, как «Газпром», «Роснефть» и ВТБ, приходилось 20% всего корпоративного долга. В шестерку крупнейших должников входят и государственные РЖД, «Россельхозбанк» и «Транснефть» (рис. 5).

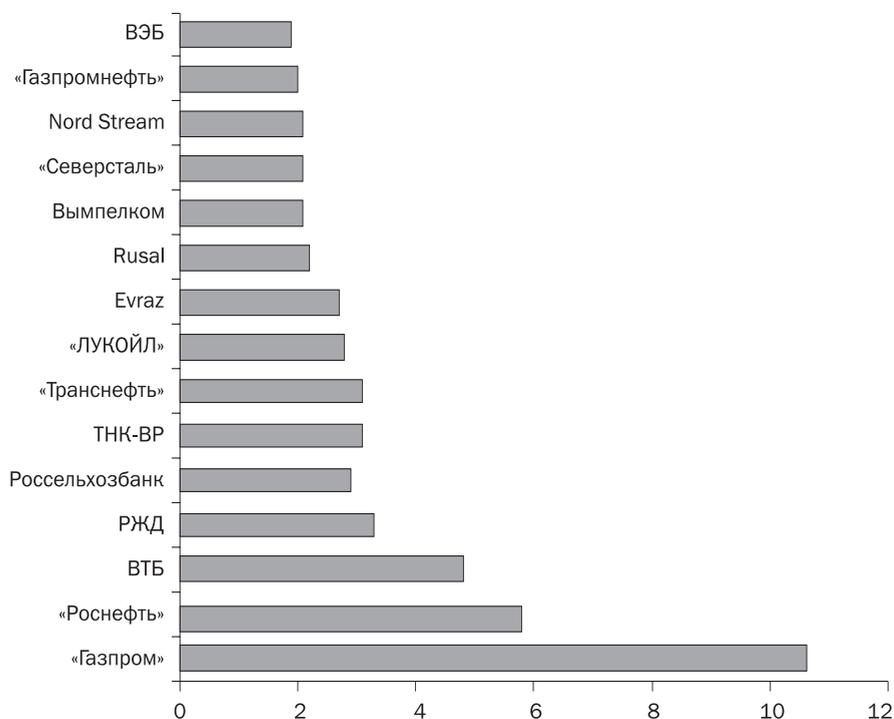


Рис. 5. Доля 15 крупнейших компаний-заемщиков во всем корпоративном долге на 1 июля 2010 г.,%

Источник: Arakelyan M., Nestmann T. Russia's quasi-sovereign debt. A sizeable contingent liability. Deutsche Bank Research. 2011. January 27. P. 4.

Во-вторых, в России существует сильная *патерналистская* поддержка государством крупных частных компаний.

Осенью 2008 г. правительство России создало специальный фонд для оказания помощи компаниям, испытывающим затруднения по погашению их внешней задолженности, размером 50 млрд долл. Этими средствами распорядился Внешэкономбанк (ВЭБ) в соответствии с Федеральным законом РФ № 173 от 13 октября 2008 г. «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации». Большую часть этих денег получили такие частные компании, как УС Rusal (4,5 млрд долл.), «Альфа-групп» (2 млрд долл.), Еугаз Групп (1,8 млрд долл.), ПИК (262 млн долл.), «Ситроникс» (230 млн долл.). Всего же из этого фонда ВЭБ выдал кредитов на 14,33 млрд долл., после чего в 2009 г. такое финансирование было закрыто.

Российские компании в основном усвоили уроки кризиса 2008 г., когда за два предкризисных года российский корпоративный сектор увеличил свою задолженность почти в 2 раза. Во время острой фазы кризиса ему был практически полностью перекрыт доступ на мировые финансовые рынки. И только помощь государства позволила ему выжить и сохранить заложенные в зарубежных банках активы.

Основные частные корпоративные заемщики в последние годы активно реструктуризировали свою внешнюю задолженность. В этом им также помогали банки с госучастием – ВЭБ, ВТБ, «Сбербанк», «Газпромбанк» а также крупные частные российские и зарубежные банки. Для получения новых кредитов некоторым корпоративным заемщикам выдавались государственные гарантии. Использовались и другие меры, которые способствовали уменьшению задолженности: продажа части активов, различные свопы, размещение новых облигационных займов и т.п.

Так, в 2009 г. «Ситроникс» получил кредит у «Банка Москвы» в размере 230 млн долл. для погашения своей задолженности перед ВЭБом. Для аналогичных целей ПИК взял кредит у «Номос-банка», который выкупил его долг у ВЭБа. Трубная металлургическая компания заняла в ЕБРР 200 млн долл. для погашения своих евробондов, а также кредиты в «Газпромбанке», Сбербанке России и ВТБ на сумму 1750 млн долл. для погашения корот-

ких долгов. «Вымпелком» выкупил собственные еврооблигации на 320 млн долл., заменив их привлеченным в сентябре 2009 г. кредитом Сбербанка России.

Одну из последних крупных реструктуризаций задолженности (на 9,3 млрд долл.) осуществил в сентябре 2011 г. UC Rusal. Так, 23 сентября 2011 г. было подписано и вступило в силу дополнительное соглашение со Сбербанком России по кредиту в сумме 4,58 млрд долл. Соглашение предусматривает продление срока погашения кредита до сентября 2016 г., а также отмену гарантии ВЭБ. 29 сентября 2011 г. также подписано и вступило в силу соглашение с 13 международными и российскими банками, включая BnP Paribas (Suisse) SA, ING Bank N.V., Commerzbank Aktiengesellschaft, Credit Agricole Corporate and Investment Bank, «Газпромбанк», Natixis, Nordea Bank AB (publ), The Royal Bank of Scotland Plc, Сбербанк России, Sumitomo Mitsui Banking Corporation, SCGIB, UniCredit Bank AG и WestLB AG, о синдицированном кредите на сумму 4,75 млрд долл., средства которого будут использованы в том числе для погашения обязательств UC Rusal по соглашению о реструктуризации долга (International Override Agreement), подписанному 7 декабря 2009 г. По итогам синдикации этого кредита к первичному пулу банков присоединятся еще ряд международных банковских институтов.

Реструктуризация корпоративных долгов способствовала увеличению дюрации (средневзвешенного срока до погашения) корпоративного внешнего долга. Доля долгосрочных обязательств в общих внешних обязательствах частного сектора выросла с 69,8% в начале 2008 г. до 83,3% на 1 октября 2011 г. (табл. 3).

Таблица 3. Структура внешнего долга РФ по срокам погашения, %

Показатели	01.01.2006	01.01.2008	01.01.2011	01.10.2011
Совокупный государственный долг РФ, в т.ч.	100	100	100	100
краткосрочный	16,9	21,5	13,3	13,7
долгосрочный	83,1	78,5	87,7	86,3
Внешний долг частного сектора, в т.ч.	100	100	100	100
краткосрочный	21,2	30,2	15,2	16,7
долгосрочный	78,8	69,8	84,8	83,3

Источник: данные Банка России (<http://www.cbr.ru>).

В целом многие российские эксперты считают маловероятным повторение острого кризиса корпоративной задолженности 2008–2009 гг. Например, А. Пестова и О. Солнцев (Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования) полагают, что «вторая волна» плохих долгов в российской экономике в 2012 г. возможна, однако вряд ли это будет цунами. Она смоеет главным образом игроков с рискованными стратегиями, построивших свой дом на песке²⁸.

В то же время наблюдается ускорение роста внешнего корпоративного долга, который только за 2011 г. увеличился более чем на 50 млрд долл. (рост 11,5%). К началу 2012 г. он фактически приблизился к своему максимальному уровню на 1 октября 2008 г. (505 млрд долл.).

В случае обострения глобального кризиса правительство РФ уже пообещало бизнесу свою финансовую поддержку, но только для эффективных предприятий. Как заявил в октябре 2011 г. В. Путин на Инвестиционном форуме ВТБ Капитал «Россия зовет!», «если потребуется, мы подставим плечо, поможем, но, конечно, только тем, кто сам эффективно работает и не проводит излишне рискованной экономической и корпоративной политики»²⁹. Банк России заявил о готовности предоставить банкам кредитные ресурсы (на сумму до 1 трлн руб.), которые будет невозможно на приемлемых условиях привлечь зарубежом³⁰.

Правда, понятных критериев оценки эффективности не выработано, и, вероятно, субъекты государственной поддержки и формы такой поддержки будут по-прежнему определяться в ручном селективном режиме. Об этом можно судить по решению правительства выкупить у Газпромбанка 10,2% его акций за долг перед государством в размере 50 млрд руб. в рамках допэмиссии банка на 90,1 млрд руб. Осуществит такую конвертацию долга Госкорпорация

28. Пестова А., Солнцев О. Плохие долги: кого может захлестнуть «вторая волна»? (<http://expert.ru/2011/11/7/plohie-dolgi-kogo-mozhet-zahlestnut-vtoraya-volna/>).

29. Путин В.В. Выступление на Инвестиционном форуме ВТБ Капитал «Россия зовет!». 2011. 6 октября (<http://premier.gov.ru/events/news/16653/>).

30. В 2008–2009 гг. Банк России выдавал кредиты без обеспечения, но с 1 января 2011 г. прекратил предоставление беззалоговых сумм (см.: Борисяк Д. ЦБ поможет с границей // Ведомости. 2011. 3 ноября).

ВЭБ. Газпромбанк получил кредит ВЭБа на 90 млрд руб. в острую фазу кризиса осенью 2008 г., когда на капитализацию банковского сектора правительство выделило из фонда национального благосостояния около 450 млрд руб. Деньги размещались на 10-летнем депозите в ВЭБе, который выдавал их банкам на тот же срок в виде субординированных кредитов. Более того, такая практика фактически идет в разрез с провозглашенным в 2011 г. курсом на широкую приватизацию госактивов и на расширение финансирования ВЭБом модернизационных проектов³¹.

Те же самые соображения следует применить к покупке в декабре 2011 г. другим крупным государственным банком ВТБ 20% акций «Металлоинвеста». Эти акции принадлежали аффилированной с «Металлоинвестом» офшорной компании Coalco Metals. Покупка акций осуществлена в счет погашения долга Coalco Metals, которой в кризис 2008 г. ВТБ предоставил кредит объемом более 1,5 млрд долл. под залог 10% акций «Металлоинвеста»³².

Еще одним проявлением государственного патернализма в отношении испытывающих долговые проблемы корпоративных структур является рост государственных гарантий в структуре совокупного суверенного долга. В 2008 г. их доля составляла 3,4%, а в 2010 г. — уже 10,2%. При этом на гарантии в иностранной валюте приходилось в 2010 г. 28% всех гарантий, остальные 72% — на рублевые гарантии. К 2013 г. ожидается, что доля госгарантий в госдолге увеличится до 18–20%³³.

О том, что государство косвенно несет ответственность за корпоративные долги (а во многих случаях берет ее на себя), говорит и тот факт, что крупные компании и банки, причем не только государственные, получают оценки своих инвестиционных рейтингов на уровне суверенных рейтингов РФ. Например, такой же, как и РФ, долгосрочный рейтинг эмитента по заимствованиям в ино-

-
31. ВЭБ, например, является 100%-ным собственником управляющей компании Российского фонда прямых инвестиций. В ее портфеле к началу 2012 г. имелись проекты на 180 млрд руб.
 32. Следует отметить, что «Металлоинвест» за 2010 г. и 1-й квартал 2011 г. выплатил своим акционерам дивидендов на 13,9 млрд руб. (Филалко А., Трифонов А. Миллиарды для Усманова // Ведомости. 2011. 7 июля).
 33. Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2012–2014 гг. Минфин, 2011. С. 24 (www.minfin.ru).

странной валюте (BBB) с прогнозом «стабильный» Standard & Poor's имеют как государственные (ВЭБ, ВТБ, Газпром, Роснефть, РЖД, Транснефть), так и частные компании (ЛУКОЙЛ, ТНК-ВР, НЛМК). Это позволяет таким компаниям привлекать средства с международных финансовых рынков по более низким ставкам.

В то же время для принятия государственными органами управленческих решений необходим более взвешенный анализ размера внешней корпоративной задолженности. Дело в том, что в определенной части эта задолженность является *искусственной*. Многие российские компании вывозят капитал из России, а потом репатрируют его в форме кредитов и займов (round-tripping capital). По сравнению с ПИИ это обеспечивает, по мнению бизнеса, лучшую страховку от рисков неэкономического характера. Ведь кредитование дает возможность арбитража в международных институтах. Во многих случаях подобные кредиты являются внутри-холдинговыми проводками. А реальная величина корпоративного внешнего долга у России может быть на 25–40% ниже.

Примером успешности такой инвестиционной стратегии можно считать опыт компаний, аффилированных с обанкроченной в России нефтяной ТНК «ЮКОС». С 2007 г. тянулась тяжба между голландской «дочкой» «ЮКОСа» Yukos Capital S.a.r.l, которую контролирует ряд бывших менеджеров «ЮКОСа», и Роснефтью. Yukos Capital требовала заплатить 12,9 млрд руб., которые она в 2004 г. предоставила в качестве 4-х займов «Юганскнефтегазу». Затем «Юганскнефтегаз» в результате банкротства «ЮКОСА» был, в конечном счете, приобретен Роснефтью, но деньги Yukos Capital возвращены не были. Yukos Capital даже было отказано во включении в реестр кредиторов обанкротившегося «ЮКОСа». Потерпев неудачу в российских судах, Yukos Capital обратилась в апелляционный суд Амстердама, который встал на сторону истца. Роснефть попыталась обжаловать это решение в Верховном суде Нидерландов, но в обжаловании было отказано. В итоге Роснефть летом 2010 г. выплатила Yukos Capital требуемую сумму (12,9 млрд руб.) в валютном эквиваленте (около 400 млн долл.).

Вывод о существенной роли round-tripping capital можно сделать на основании анализа географии формирования корпоративного долга (табл. 4). Как видно из приведенных данных, значи-

тельная часть задолженности (более 70%) сформировалась за счет потоков кредитов из офшорных юрисдикций и связанных с ними юрисдикций (спарринг-офшорных), где удобно (в силу корпоративного законодательства) размещать холдинговые центры, концентрирующие финансовые ресурсы и контролируемые активы в России.

Таблица 4. Доля отдельных стран в формировании внешнего долга небанковских корпораций России, %

Страны	2008	2010
Великобритания	14,4	32,8
Кипр	28,0	22,5
Германия	5,7	6,4
Нидерланды	18,7	6,2
Люксембург	6,0	5,4
Китай	0,1	4,5
Франция	5,2	4,2
Британские Виргинские острова	3,6	2,8
Ирландия	3,5	3,4
Австрия	2,0	1,5

Источник: данные Банка России за соответствующие годы (<http://www.cbr.ru>).

Не случайно, что в структуре текущих иностранных инвестиций в Россию доля ПИИ в 2010 г. упала до 12,1% по сравнению с 67,7% в 1995 г. и 40,4% в 2000 г. Соответственно возросла доля различного рода кредитов, за которыми скрывается round-tripping capital (табл. 5).

Характерно также и то, что в структуре корпоративной частной задолженности преобладают ссуды и займы, которым заметно уступают долговые ценные бумаги, размещаемые на финансовых рынках. Особенно это заметно у частных нефинансовых предприятий, где на начало 2011 г. доля ссуд и займов превышала 90% всей внешней задолженности (табл. 6).

Использование кредитной формы реинвестирования в Россию, кроме страховки рисков, имеет и другие причины. Выплата процентов «иностранному» кредиторам уменьшает налогооблагаемую прибыль зарегистрированных в России компаний.

Таблица 5. Структура текущих иностранных инвестиций в Россию по типам, %

Показатели	1995	2000	2005	2007	2010
Иностранные инвестиции, в том числе:	100	100	100	100	100
ПИИ, из них:	67,7	40,4	24,4	23,0	12,1
взносы в капитал	48,8	9,7	19,3	12,2	6,7
кредиты, полученные от зарубежных совладельцев организаций	11,4	25,0	4,0	9,7	4,1
прочие ПИИ	7,5	5,7	1,1	1,1	1,2
портфельные инвестиции, из них:	1,3	1,3	0,8	3,5	0,9
акции и паи	0,4	0,6	0,6	3,4	0,3
долговые ценные бумаги	0,9	0,6	0,2	0,1	0,6
прочие инвестиции, из них:	31,0	58,3	74,8	73,5	87,0
торговые кредиты	6,3	14,1	11,2	11,6	15,3
прочие кредиты	16,5	43,2	62,9	61,0	69,0
прочее	8,2	1,0	0,7	0,9	2,7

Источник: данные Росстата (<http://www.gks.ru>).

Таблица 6. Структура внешнего долга частного сектора, на начало 2011 г., %

Показатели	Ссуды и займы	Долговые ценные бумаги	Прочие долговые обязательства
Весь частный долг	62,1	4,8	33,1
Банки	59,2	3,9	36,9
Нефинансовые предприятия	91,4	7,5	1,1

Источник: данные Банка России (<http://www.cbr.ru>).

Использование «иностранных» кредитов позволяет проводить и более гибкую корпоративную стратегию. В случае создания совместных предприятий, если вместо кредитов деньги вносились в их капитал, а затем инвестировались в проекты, то до окупаемости вложений не было бы прибыли и возможности платить дивиденды³⁴. К тому же при прямом инвестировании пришлось бы нести валютные риски, которые лучше можно ограничить при зарубежном кредитовании.

Все это предполагает выработку особых подходов к регулированию корпоративной задолженности.

34. См. подробнее: Казьмин Д. Деньги не выводятся // Ведомости. 2011. 25 ноября.



КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

1. Политические и офшорные кредиты

Политика в отношении предоставления финансовых ресурсов зарубежным государствам (далее – кредитная политика), ведущая к возникновению внешнедолговых активов, является также одним из рисков долговой политики³⁵. Она влияет на международную кредитную позицию России³⁶.

Несмотря на имеющиеся проблемы со сбалансированностью бюджета, Россия продолжает в значительных объемах кредитовать зарубежные страны. При этом используются как формы прямого кредитования, так и скрытое субсидирование.

Такое кредитование может обеспечивать решение определенных экономических или политических задач, но иногда оно не приносит желаемого результата и ведет к образованию фактически невозвратных государственных долгов зарубежных стран, особенно если политические цели, которые могут быть неоднозначно истолкованы, имеют безусловный приоритет над соображениями эконо-

35. На начало 2011 г. у России насчитывалось 54 страны-дебитора, в том числе получивших кредиты еще во времена СССР. С ними было заключено 287 кредитных соглашений (Внешэкономбанк. Годовой отчет 2010. М.: ВЭБ, 2010. С. 72).

36. Термин «международная кредитная позиция» предложен мною в статье «Международная кредитная позиция России» в журнале «Финансы» (2004, № 11) по аналогии с принятым термином «международная инвестиционная позиция». Международная кредитная позиция государства по существу является частью международной инвестиционной позиции, отражая баланс между накопленными долговыми обязательствами и накопленными требованиями по долгам других стран.

номической целесообразности, и допустимых кредитных рисков. Яркий урок в этом плане мог бы быть извлечен из опыта бывшего СССР, основную часть огромных внешнедолговых активов которого (почти 145 млрд долл. в первоначальной оценке в 1991 г.) России как правопреемнице по советским внешним долгам и долговым активам пришлось списать. И у самой России также есть такой опыт, правда в основном в отношении постсоветских государств, которым предоставлялись большие льготы по ценам на энергоносители и прямые финансовые кредиты.

Во второй половине 2000-х годов в связи с укреплением финансового положения России наблюдается расширение географического диапазона кредитной политики и общего уровня кредитования зарубежных стран. При этом, на мой взгляд, возросла и политическая составляющая в кредитной политике. С 2008 г. стала засекречиваться составная часть федеральных законов о федеральном бюджете «Программ предоставления РФ государственных кредитов иностранным государствам, их юридическим лицам, а также инвестиций за пределами территории РФ», в них постоянно вносились дополнения в рабочем порядке. Это затрудняет контроль общества над этой важной сферой деятельности правительства.

Ряд кредитов предоставляется для оплаты российского экспорта в государства-заемщики (например, кредиты Индии, Иордании). Основная часть средств по этим кредитам фактически поступает на счета российских организаций, занимающихся соответствующим производством и экспортом. Китай широко использует подобное кредитование, максимально ограничивая предоставление нецелевых финансовых кредитов зарубежным странам. Некоторые кредиты имеют «стратегическую направленность» — получение определенных преференций для инвестирования российскими компаниями в экономику стран-заемщиков.

Однако, как показал опыт СССР, здесь важно учесть риски кредитных поставок оружия, задолженность по которым не признает Парижский клуб. Кроме того, необходимо иметь в виду опасность отказа платить по долгам при смене политического режима в стране, получившей кредит, или невыполнения заемщиком неформальных обязательств по участию российского бизнеса в соответствующих привлекательных проектах.

К такого рода рискованным кредитам относится, на мой взгляд, предоставленный в октябре 2011 г. кредит в 4 млрд долл. Венесуэле для оплаты закупок российских вооружений, которые являются важной статьёй ее экспорта. Венесуэла вполне кредитоспособное государство, которое способно оплачивать наличными такие поставки. Венесуэла не воспользовалась аналогичным кредитом в 2,2 млрд долл., выделенным в 2009 г., и есть вероятность, что не понадобится и данный кредит. Однако в Венесуэле имеются существенные риски изменения политической ситуации в связи с президентскими выборами 2012 г. и состоянием здоровья У. Чавеса. Возможно, кроме поддержки российского ВПК, подобный кредит способствует и поддержанию благоприятного климата для заинтересованных в работе в Венесуэле российских компаний. Российские Роснефть, ЛУКОЙЛ, ТНК-ВР, «Газпром нефть», «Сургутнефтегаз» выиграли в 2010 г. 40%-ное участие в проекте по разработке месторождения «Хуниин-6» в бассейне Ориноко. Однако за это Венесуэле должен быть выплачен бонус в 1 млрд долл.

Россия всегда оказывала в тех или иных формах финансовую поддержку странам, возникшим на территории бывшего СССР. И эта поддержка была во многом обусловлена геополитическими причинами, прежде всего стремлением сохранить и развивать интеграционные процессы в СНГ и ЕврАзЭС. Также геополитическими соображениями можно объяснить кредиты Абхазии и установившемуся дипотношения с ней и Южной Осетией островному государству Науру.

В то же время в последние годы усилился коммерческий подход в экономическом сотрудничестве со странами СНГ. Это объективно потребовало от России перехода от их скрытого субсидирования преимущественно через нефтяные и газовые цены к предоставлению финансовых кредитов и привело к возрастанию рисков их невозврата³⁷. Чтобы уменьшить подобные риски, Россия стала больше использовать многосторонние механизмы сотрудничества,

37. Так, в 2008–2009 гг. на фоне глобального финансового кризиса Россия выделила кредиты Беларуси на 3,5 млрд долл. и 6 млрд руб. (синдицированный кредит российских банков), Молдавии – 100 млн долл., Армении – 500 млн долл. (См. подробнее: *Косикова А.С. Экономическая политика России в СНГ: эволюция подходов, результаты, проблемы.* М.: Институт экономики РАН, 2010. С. 46–54).

прежде всего созданный в ЕврАзЭС Антикризисный фонд (АКФ). Кредитование через АКФ позволяет выставлять более жесткие требования перед заемщиками и контролировать их выполнение, так как его средствами управляет банковская структура – международный Евразийский банк развития (ЕАБР). Однако реальные риски невозврата кредитов все равно падают на Россию, которая внесла основной вклад в наполнение АФ³⁸.

Из АКФ ЕврАзЭС в 2011 г. Беларуси был предоставлен кредит в объеме 3 млрд долл. Кредит выделяется шестью траншами в течение 2011-2013 гг. Первый транш (800 млн долл.) был перечислен 21 июня 2011 г. Каждый из пяти последующих траншей (все – размером 440 млн долл.) будет перечисляться после выполнения очередного этапа Стабилизационной программы Правительства РБ. Кредит предоставлен сроком на 10 лет, включая трехлетний льготный период, и несет плавающую процентную ставку, отражающую цену фондирования России на международных рынках. 30 декабря 2011 г. ЕАБР перечислил Республике Беларусь второй транш финансового кредита в объеме 440 млн долл.

В 2010 г. из средств АКФ был выделен финансовый кредит размером 70 млн долл. Таджикистану.

Еще одно проблемное, на мой взгляд, направление кредитования связано с особенностями образовавшейся в России офшорной экономики. Оно обусловлено ухудшением в связи с глобальным долговым кризисом экономического положения ряда юрисдикций, где размещаются российские капиталы.

В конце 2008 г. возникла идея о предоставлении кредита Исландии. Сначала речь шла о 4 млрд евро, затем, после критики в СМИ и в связи с собственными серьезными затратами на антикризисные меры, сумма возможного кредита была уменьшена до 0,5 млрд евро. Убедительная официальная причина, почему целесообразно предоставить такой госкредит, и почему

38. АКФ ЕврАзЭС был создан в 2009 г. Россией, Казахстаном, Беларусью, Кыргызстаном, Таджикистаном и Арменией в целях содействия странам-участницам в преодолении последствий глобального кризиса, обеспечения долгосрочной устойчивости их экономик и содействия интеграционным процессам в регионе. Общая сумма средств АКФ на начало 2011 г. составила 8,513 млрд долл., из которых на вклад России приходится 7,5 млрд долл., Казахстана – 1 млрд долл., Беларуси – 10 млн долл., Кыргызстана, Таджикистана и Армении – по 1 млн долл.

была для этого выбрана Исландия, российскими денежными властями названа не была. Экспертами назывались различные факторы — от желания России показать свою финансовую самостоятельность в условиях глобального кризиса и присоединиться к другим странам и международным финансовым организациям, оказывавшим помощь Исландии, до зависания российских денег в исландских банках³⁹. Но эта кредитная сделка в конечном счете не была осуществлена.

В то же время была осуществлена сходная операция с Кипром. В конце 2011 г. Кипр получил первый транш кредита в 2,5 млрд евро (это примерно 10% ВВП страны) под 4,5% годовых на срок до 5 лет с возможностью досрочного погашения без каких-либо дополнительных санкций. У Кипра не самое критичное финансовое положение в еврозоне, хотя оно быстро ухудшается. Существеннее то, что на Кипре инкорпорировано большое количество российских офшорных компаний (по некоторым оценкам, до 25%), многие из которых владеют серьезными активами в России или являются важнейшей частью офшорных финансово-производственных сетей, выстроенных российскими бизнесменами⁴⁰. А эти компании сильно зависят от надежной работы кипрской банковской системы.

Напомню, что в апреле 2010 г. были размещены суверенные еврооблигации на 30 лет с доходностью 4,7% годовых на сумму в 5,5 млрд долл. Конечно, можно объяснить подобный заем необходимостью присутствия на рынке, созданием условий для более дешевых заимствований корпоративных структур, потребностями улучшения структуры долга и т.п. Однако ясно, что основной целью этого еврозайма (первого за последние 11 лет) было снижение бюджетного дефицита России. Кредит же зарубежной стране (в данном случае — Кипру) с точки зрения баланса бюджета зачитывается со

39. Как отмечал в интервью «Независимой газете» М. Делягин, руководство Исландии — страны, в наименьшей степени подверженной коррупции, — долгое время не могло понять, чего от него хотят российские партнеры и почему они требуют, чтобы выделенные кредитные ресурсы были обязательно размещены строго в определенных банках (Наумов И. Россия снова хочет влезть в долги // Независимая газета. 2008. 25 декабря).

40. Не случайно, что Кипр превратился в главный перевалочный центр для капитальных потоков, направленных в Россию и из нее. В начале 2011 г., по оценке Банка России, на Кипр приходилось 33,0% всех ПИИ, накопленных в России, и 41,7% накопленных российских ПИИ за рубежом (<http://www.cbr.ru>).

знаком «минус», т.е. противоположного действия. Если только не учитывать все возможные потери российской экономики, тесно связанной с кипрскими офшорными компаниями. Кстати, в 2012 г. будут осуществлены новые суверенные еврозаймы.

К другим спорным вопросам, относящимся к сфере политической составляющей кредитной политики, можно отнести высказывавшиеся осенью 2011 г. в связи с европейским долговым кризисом идеи о возможном выкупе облигаций одной из стран еврозоны (чаще речь шла об Испании), об оказании помощи Евросоюзу на сумму до 10 млрд долл. через механизмы МВФ. Еще в 2009 г. странами БРИК была достигнута договоренность об инвестировании 80 млрд долл. в специальные облигации МВФ, выпущенные для поддержки наиболее пострадавших стран, из которых вклад России должен был составить 10 млрд долл.

Вместе с тем американские компании активно пользуются экономическим кризисом, скупая реальные активы европейских банков, которые те вынуждены продавать. Подобную деятельность могло проводить и правительство России, создав для этого специализированное инвестиционное агентство, а не смущать международное сообщество всех своим «огромным» кредитным потенциалом.

Государство практически не регулирует кредитную политику корпораций, что способствует увеличению вывоза капитала из России. Если в докризисном 2007 г. чистый приток капитала в Россию составил почти 82 млрд долл., то в 2008–2011 гг. уже отток капитала превысил 300 млрд долл., причем в 2011 г. был 84,2 млрд долл. (почти 5% ВВП). При этом значительно увеличился чистый отток капитала из банков (см. приложение, табл. 6). По мнению директора Центра макроэкономических исследований Сбербанка К. Юдаевой, ускорение вывоза капиталов из России связано с тем, что российские банки стали активно скупать с 2010 г. облигации компаний и холдинговых центров, зарегистрированных в зарубежных юрисдикциях, которым принадлежат российские активы (такие центры имеют до 90% крупных частных компаний. — Б.Х.). Кроме того, осуществляется и прямое кредитование компаний, ведущих бизнес в России, но инкорпорированных за рубежом. По данным на 1 сентября 2011 г., в общем объеме ссуд-

ной задолженности нерезидентов перед Сбербанком 87% приходится на долю компаний, бизнес которых расположен в России⁴¹. Нельзя исключить, что не без внимания российских банков остались и рублевые еврооблигации Минфина, о которых говорилось выше. Такая политика российских банков заметно снижает их кредитный потенциал на внутреннем рынке, что негативно для развития среднего и малого бизнеса.

Помимо общих соображений по улучшению деловой среды и развития финансовых рынков в России для ограничения утечки капитала целесообразно ужесточение политики Банка России в отношении кредитования зарубежных компаний. В Банке России в 2011 г. был разработан соответствующий проект указания, предусматривающий, что банки должны резервировать все кредиты, выданные компаниям из офшорных зон, по ставке 50%. Проект указания Банка России предусматривает ограничение кредитования за счет использования компаний из спарринг-офшорных юрисдикций. В нем определялось, что норма резервирования возрастет также по кредитам, выданным компаниям, *не осуществляющим реальной деятельности либо осуществляющим ее в объемах, не сопоставимых с размером ссуд*. Такие кредиты должны будут резервироваться не менее чем на 35%. Среди признаков, свидетельствующих о том, что заемщик не ведет реальную деятельность, — отсутствие у него собственных либо арендованных основных средств, осуществление операций, которые не имеют очевидного экономического смысла или носят запутанный или необычный характер, использование при проведении платежей IP-адреса, совпадающего с IP-адресом иных клиентов банка, указывает Банк России⁴².

Пока это указание, к сожалению, не обрело законной силы. Однако без принятия подобных нормативов и контроля за их выполнением нельзя хотя бы частично перекрыть доступ к государственным деньгам многим аффилированным с чиновниками компаниям и осуществлять назревшую *деофшоризацию* российской экономики.

41. Кувшинова О. Офшорная экономика // Ведомости. 2012. 13 января.

42. Биянова Н., Терентьева А. Офшорам не занимать // Ведомости. 2011. 22 июля.

2. Условное кредитование

В связи с кредитной политикой хотелось бы затронуть еще один дискуссионный вопрос, который часто поднимается в СМИ, и даже в научной литературе. Речь идет об инвестировании средств наших финансовых резервов, прежде всего золотовалютных. С точки зрения платежного баланса приобретение самой валюты и ценных бумаг, номинированных в валюте, является кредитованием других стран. Кредитование это условное, так как кредитор сам выбирает объект кредитования, а заемщик не выставляет никаких требований и не связан определенными обязательствами (если не считать обязательств по обслуживанию своих облигаций).

Так, жесткой критике подверглось инвестирование наших резервов в казначейские облигации США под небольшой процент (до 2–3%), в то время как Россия стала заимствовать более дорогие ресурсы на зарубежных финансовых рынках или могла бы использовать их для капиталовложений в российские проекты.

Американские казначейские облигации, даже несмотря на рост госдолга США, до сих пор остаются тихой гаванью для хранения валютных резервов и получения небольшой компенсации за обесценение валют. На конец 2011 г. Китай инвестировал в эти инструменты 1134,1 млрд долл. (почти 25% от всего их объема, принадлежащего зарубежным инвесторам), Япония — 979,0 млрд долл., Великобритания — 408,4. Инвестиции России составляли 92,1 млрд долл., уменьшившись за последний год практически вдвое — на 84,2 млрд долл. В то же время за последний год аналогичные вложения Китая остались практически на том же уровне, а вложения большинства из 12 крупнейших инвесторов в эти облигации увеличились (см. приложение, табл. 7).

Вообще этот вопрос выходит за рамки данной работы, так как он связан с очень актуальной, на мой взгляд, проблемой достаточной величины золотовалютных резервов, а также их структуры. Здесь же только приведу иллюстрацию соответствия величины международных резервов России критериям Редди⁴³ (см. рис. 6).

43. В конце 1990-х годов Яга Венугопал Редди (Yaga Venugopal Reddy), бывший в то время министром финансов Индии, предложил некоторые количественные критерии (одновременное покрытие резервами стоимости трехмесячного импорта товаров и услуг и годового объема выплат по внеш-

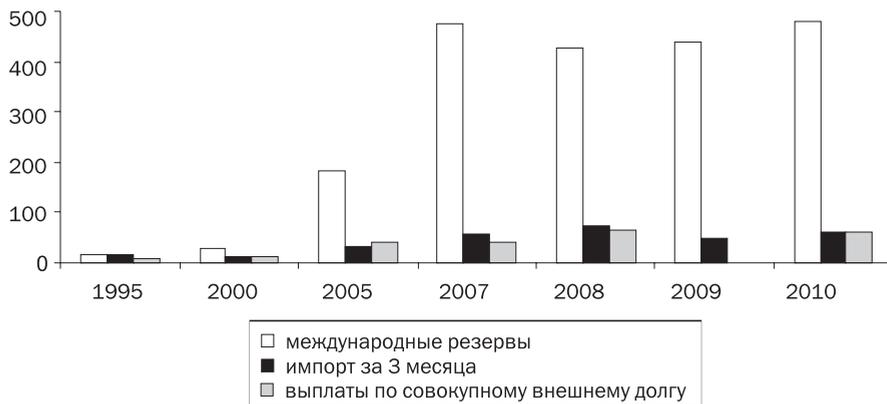


Рис. 6. Российские реалии и критерии достаточности международных резервов Редди, млрд долл.

Источник: данные Банка России (<http://www.cbr.ru>) и Всемирного банка (<http://www.worldbank.org>)

Стоит также отметить, что сокращение позиции по казначейским облигациям вчера еще самого надежного заемщика в условиях долгового кризиса оправдано, если не ведет к потерям из-за снижения их котировок. А такие потери могут быть при досрочном выходе из ценных бумаг при общей понижательной тенденции рынка. Но возникает законный вопрос, как были размещены высвободившиеся из американских бумаг средства?

Новым риском является ускорение обесценения валютных резервов вследствие инфляционных процессов. По данным ОЭСР, инфляция по 34 входящим в эту организацию государствам увеличилась в среднем с 1,9% в 2010 г. до 2,9% в 2011 г., в том числе в США с 1,6 до 3,2%, в Германии – с 1,1 до 2,3%, во Франции – с 1,5 до 2,1%. Уменьшение темпов инфляции произошло только в 7 из 34 стран, а в 2 государствах сохранились темпы инфляции предыдущего года. Чрезвычайные эмиссии долларов и евро, которые используются в борьбе с глобальным долговым кризисом, вызовут дальнейшее усиление инфляции в мировой экономике. При катастрофическом

нему долгу) для оценки достаточности величины валютных резервов, которые интегрировали применявшиеся в этих целях методику МВФ и Правило Гвидотти. Кроме критериев Редди для оценки достаточности международных резервов может быть использован ряд других качественных и количественных характеристик.

сценарии ситуация будет трагикомична для России: столько лет копили кубышку, продавая «задешево» наши невозобновляемые натуральные ресурсы.

Что касается возможного сокращения объема валютных резервов, то оно упирается в проблему создания эффективного механизма инвестирования высвободившихся средств в экономику и их рационального использования. В современной России, отличающейся высоким уровнем коррупции и особой ролью клановых бизнес-связей, слишком велики риски потери значительной части этих средств и быстрой утраты шаткой макроэкономической стабильности. Но такой механизм формирования «длинных денег» необходим, и экспертное сообщество активно обсуждает эту проблему⁴⁴.

Существует, на мой взгляд, и проблема изменения структуры самих золотовалютных резервов. В конце 2011 г. на монетарное золото приходилось около 8% всех резервов, в то время как в 2000 г. — 32%, правда, при значительно меньшем (в 40 раз) их объеме. В условиях высокой вероятности новых финансовых и валютных потрясений и с учетом того, что Россия является золотодобывающей страной, доля золота в российских международных резервах могла быть существенно увеличена и, соответственно, уменьшено условное кредитование зарубежных стран, эмитирующих резервные валюты.

44. См.: Аганбегян А.Г. Еще раз о новой роли банков в современных условиях // Деньги и кредит. 2011. № 12; Глазьев С.Ю. Стратегия опережающего развития России в условиях глобального кризиса. М.: Экономика, 2010; Некителов А.Д., Голанд Ю.М. От замораживания к инвестированию: новые подходы к денежно-кредитной и валютной политике // Вопросы экономики. 2012. № 3.

ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Решение актуальных задач долговой политики России зависит не столько от усиления внимания к ее отдельным, хотя и важным проблемам, сколько от эффективности макроэкономической политики в целом, особенно бюджетной политики. Не случайно, что этим вопросам особое внимание уделяется всеми странами, переживающими долговой кризис. Для коллективного выживания в ЕС, например, возникла идея бюджетного союза (Fiscal Compact). Эту идею на чрезвычайном саммите ЕС в Брюсселе (январь 2012 г.) одобрили не только 17 государств зоны евро, но и 8 других членов ЕС – все, кроме Великобритании и Чехии. Бюджетный союз, оставляя в силе критерии «Пакта стабильности и роста» (60% для соотношения госдолг/ВВП и 3% для годового бюджетного дефицита), позволит ужесточить контроль за их выполнением путем принятия унифицированных правил бюджетно-финансовой политики. Новый «Договор стабильности, координации и управления» (Treaty on Stability, Coordination and Governance) предполагает более жесткое наказание за нарушение указанных критериев (штраф до 0,1% ВВП), а также *рекомендует* национальным парламентам не принимать бюджеты, предусматривающие в обычных (некризисных) условиях *структурный* дефицит свыше 0,5% ВВП. Данные положения для придания им «золотого правила» максимальной юридической силы должны быть внесены в конституции или другие законодательные акты всех присоединившихся к бюджетному союзу стран, что сделает возможным судебное рассмотрение нарушений данных норм на

национальном и межгосударственном уровне⁴⁵. Выполнение новых правил позволит получить реальный рычаг для сокращения накопленных долгов и станет обязательным условием предоставления финансовой помощи из общих фондов ЕС и других международных финансовых организаций.

Однако на практике реализация такой идеи может встретить серьезные препятствия. Ведь она подразумевает еще больший отказ от национального финансового суверенитета — делегирование новых полномочий наднациональным органам бюджетного союза и сокращение возможностей маневрирования инструментами кредитно-денежной политики национальными правительствами. Кроме того, жесткая бюджетная политика уже вызывает усиление социальной напряженности во многих государствах еврозоны. А некоторые страны ЕС, являющиеся донорами, не хотят решать долговые проблемы партнеров по ЕС за счет затягивания собственных поясов.

В России, на мой взгляд, для поддержания долговой устойчивости экономики центральной задачей также является сокращение бюджетного дефицита и постепенный выход на бездефицитный бюджет. И низкая, по международным меркам, долговая нагрузка не должна затушевывать имеющиеся здесь для российской долговой политики риски.

При сохраняющихся высоких нефтяных ценах неоправданно идти по самому простому пути сокращения бюджетного дефицита — использованию нефтегазовых доходов и отказу от отчислений в резервные фонды. Особый акцент важно сделать на максимальном сокращении ненефтяного дефицита бюджета. Стоит подумать и об унификации основных норм бюджетной политики в рамках начавшего функционировать с 1 января 2012 г. Единого экономического пространства (ЕЭП) России, Беларуси и Казахстана. Отдельные партнеры по ЕЭП являются должниками России и постоянно обращаются к ней с просьбами о новом кредитном финансировании. Создание в ЕЭП бюджетного союза, подобного европейскому, помогло бы улучшить механизмы бюджетной политики и самой России.

45. Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (<http://www.european-council.europa.eu/media/579087/treaty.pdf>).

Естественно, только ужесточения бюджетной политики для предотвращения экономического спада будет недостаточно. Более того, это может привести к сокращению темпов роста. В условиях глобального долгового кризиса, который может затянуться на длительный период времени, только государство со своими финансовыми ресурсами может реально стимулировать экономическое развитие. Падение бюджетных доходов может потребовать изменения подходов к оценке достаточной величины и рациональной структуры всех финансовых резервов. Части этих резервов можно было бы найти более адекватное инвестиционное применение, способствующее структурной и технологической модернизации российской экономики.

Кроме того, как это не парадоксально звучит, глобальный долговой кризис, на фоне которого пока неплохо смотрится Россия, дает некоторые дополнительные шансы для решения этих задач. В мире существует много свободных инвестиционных ресурсов, а география их приложения в условиях экономических и финансовых потрясений сужается.

Поэтому в более широком плане улучшение долговой устойчивости предполагает создание соответствующих новым мировым трендам стабильных источников роста экономики и повышения уровня жизни граждан России. Это, в свою очередь, связано с серьезными институциональными реформами политической и экономической систем, без которых не может быть обеспечен *нормальный инвестиционный климат и приток иностранного и российского капитала в экономику РФ*. По условиям ведения бизнеса Россия в рейтинге—2012 Всемирного банка и Международной финансовой корпорации заняла только 120 место из 183 тестируемых стран (в рейтинге—2011 было 123-е), уступив многим странам с нарождающимися рынками, в том числе возникшим на территории бывшего СССР. Поэтому улучшение инвестиционного климата является важнейшей системной предпосылкой повышения долговой устойчивости российской экономики.

Что касается самой долговой политики, то наряду с внесением посткризисных корректив в ее общую стратегию настало время для определенных институциональных изменений. Прежде всего речь идет о создании механизма, который позволил бы как

активно управлять существующим государственным долгом, так и осуществлять мониторинг и регулирование условной государственной задолженности, о которой говорилось выше. Потребность в таком управлении существенно усиливается во время кризисов, когда наблюдается высокая волатильность рыночных долговых инструментов, позволяющая активизировать операции по выкупу долговых обязательств.

Для повышения эффективности долговой политики предусматривается создание специализированного рыночного института — ОАО «Российское финансовое агентство» (РФА). Принципиальное решение о его создании было принято еще в 2008 г. Подобные институты неплохо зарекомендовали себя в некоторых зарубежных странах. Значение специального долгового агентства особенно возросло в связи с тем, что сейчас, например, доля торгуемых на финансовых рынках долгов в структуре суверенного внешнего долга достигла 80%, в то время как в 2000 г. она была 32%. Однако не следует возлагать на такое агентство избыточных надежд. Агентство рассматривается как орган оперативного управления госдолгом и не может решить тех проблем, которые зависят от макроэкономической, бюджетной, валютной, фискальной и денежно-кредитной политики.

Агентство вместе с Банком России и другими госорганами может сыграть важную роль в контроле над внешней корпоративной задолженностью, прежде всего обязательствами госкомпаний. В условиях глобального долгового кризиса в этой области могут возникнуть серьезные проблемы. В конце 2011 — начале 2012 г. «Сбербанк» и ВТБ уже столкнулись с определенными трудностями привлечения внешнего долгового финансирования на глобальных финансовых рынках.

В данной связи нуждаются в проработке и внедрении в реальную практику уже выдвигавшиеся и новые предложения по ограничению роста корпоративной задолженности. Наиболее перспективными здесь являются: предложения по совершенствованию системы мониторинга внешних заимствований корпоративного сектора, создание механизма оперативного влияния на заемную политику российских корпораций и банков, в том числе по увеличению нормы обязательного резервирования по внешним пассивам

банков, увязке роста внешней задолженности бизнес-структур с другими экономическими показателями, прежде всего ростом выручки, ограничению кредитования госбанками компаний, расположенных в офшорных и спарринг-офшорных юрисдикциях и не ведущих реальной экономической деятельности, и т.п.

Необходимо более жестко подходить к прямому контролю внешней корпоративной задолженности госпредприятий, который может осуществляться через представителей государства в советах директоров компаний. Эти возможности практически не использовались в условиях быстрого роста такой задолженности. Сейчас, несмотря на решение вывести из советов директоров государственных чиновников (2011 г.), на мой взгляд, возможности такого «ручного управления» остались. Но для этого необходимо ввести реальную ответственность, в том числе материальную, новых представителей государства в данных органах управления за принятие необоснованных решений, ведущих к ухудшению финансового положения соответствующих бизнес-структур.

Проведение эффективной политики в отношении корпоративной задолженности предполагает не только ужесточение норм и правил по кредитованию и субсидированию российского бизнеса, но и выработку прозрачных и понятных налогоплательщикам критериев предоставления государственной помощи корпоративному сектору в целом. В данной связи необходим не просто мониторинг объемов новых корпоративных заимствований, но и выявление конечных бенефициаров такой помощи. Это позволит проводить более обоснованную политику при оказании возможной государственной поддержки испытывающим чрезмерную долговую нагрузку предприятиям. Если кредиторами являются реальные собственники российских предприятий, по отношению к таким займам могут быть выработаны специальные методы налоговой политики, которые должны стимулировать рефинансирование прибыли в России.

Кроме того, необходимо учитывать весь баланс активов того или иного собственника. Важно создать такие институциональные условия, чтобы владельцы кризисного предприятия отвечали за свои управленческие решения всем своим имуществом, включая их офшорные активы, дорогую недвижимость и средства транспорта,

а не всякий раз рассчитывали на безусловную поддержку государства, осуществляя необоснованную инвестиционную экспансию или другие неэффективные управленческие решения, и не шантажировали государство закрытием производства и сокращением рабочих мест, т.е. возможностью возникновения социального протеста. Проведение такой государственной политики позволило бы жестко ограничить использование «искусственного банкротства» для получения дополнительных финансовых ресурсов на льготных условиях и создать эффективную систему банкротства и последующей реприватизации «обанкротившихся» предприятий. Реализация данных задач потребует коренного реформирования существующих институтов общественного контроля за использованием госпомощи.

Необходимо также совершенствовать кредитную политику, усиливая при ее выработке роль экономических приоритетов и реально оценивая свои геополитические интересы. Проведение такой кредитной политики будет способствовать снижению рисков долговой политики и улучшению международной кредитной позиции России.

Наконец, в условиях возросших рисков глобального долгового кризиса следует повысить *прозрачность* долговой и кредитной политики, вернувшись к практике начала 2000-х годов, когда был достигнут существенный прогресс в повышении долговой устойчивости страны. Это отвечало бы не только букве, но и духу вступившего в силу после кризиса 1998 г. Бюджетного кодекса РФ.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Таблица 1. 10 крупнейших кредиторов и дебиторов в глобальной экономике по международной кредитной позиции на начало 2011 г., млрд долл.

Кредиторы				Дебиторы			
Страны	Активы	Обязательства	Сальдо	Страны	Активы	Обязательства	Сальдо
Япония	6759	3748	3010	США	15284	18356	–3072
Китай	3892	1699	2193	Испания	1673	2936	–1263
Германия	7323	6116	1207	Австралия	1044	1796	– 752
Саудовская Аравия	1084	202	882	Бразилия	587	1290	– 703
Швейцария	3047	2348	698	Италия	2734	3187	– 453
Гонконг	2723	2032	691	Великобритания	10943	11390	– 446
Тайвань	1015	389	626	Мексика	259	613	– 355
ОАР	783	198	585	Греция	315	646	– 331
Сингапур	1376	884	492	Франция	6622	6947	– 325
Норвегия	1122	762	360	Польша	162	470	– 308

Источник: данные МВФ (<http://www.imf.org>)

Таблица 2. Понижение долгосрочных кредитных рейтингов Standard&Poor's некоторым странам в 2011–2012 гг.

Страна	Предыдущий рейтинг	Дата присвоения нового рейтинга	Новый рейтинг
Португалия	BBB	март 2011	BBB–
Япония	AA	апрель 2011	AA–
США	AAA	август 2011	AA+
Италия	A+	сентябрь 2011	A
Испания	AA	октябрь 2011	AA–
Греция	ССС	ноябрь 2011	СС
Бельгия	AA+	ноябрь 2011	AA
Венгрия	BBB	ноябрь 2011	BBB–
Франция	AAA	январь 2012	AA+
Испания	AA–	январь 2012	A
Италия	A	январь 2012	BB+
Португалия	BBB–	январь 2012	BB
Австрия	AAA	январь 2012	AA+
Кипр	BB+	январь 2012	BB
Мальта	A	январь 2012	A–
Словакия	A+	январь 2012	A
Словения	AA–	январь 2012	A+

Источник: данные Standard&Poor's (<http://www.standardandpoors.com>).

Таблица 3. Роль нефти и нефтепродуктов в формировании доходов бюджета России в 2005–2010 гг., % от ВВП

Показатели	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Доходы всего	39,7	39,5	39,9	38,8	35,1	35,3
Налоговые доходы и платежи	36,5	36,1	36,2	36,2	31,0	31,7
Доходы от налогов и пошлин, связанных с обложением нефти и нефтепродуктов, в т.ч.	9,2	10,0	8,1	9,7	6,0	8,3
Вывозные таможенные пошлины на нефть	4,0	4,5	3,5	4,3	2,7	3,8
Вывозные таможенные пошлины на нефтепродукты	0,9	1,2	1,0	1,3	0,9	1,4

Источник: Основные направления налоговой политики Российской Федерации на 2012 год и на плановый период 2013 и 2014 годов. М.: Минфин РФ, 2011 (<http://www.minfin.ru/ru/>).

Таблица 4. Прогнозы цен на сырую нефть (долл./баррель), 2010–2015 гг.

Показатели	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Средняя цена	79,0	103,0	94,7	92,5	90,5	88,5
Brent	79,6	110,6	101,2	98,0	95,2	91,5
WTI	79,4	93,2	86,7	86,0	85,2	86,5
Dubai	78,1	105,2	96,2	93,5	91,0	87,5
Urals	78,3	108,7	99,0	95,5	92,7	89,0

Источник: данные Всемирного банка (<http://www.worldbank.org>).

Таблица 5. Объем государственного внутреннего долга РФ, млрд руб.

По состоянию на начало года	Всего	В ценных бумагах	Государственные гарантии РФ в рублях	Доля госгарантий во всем внутреннем долге, %
1993	3,57	0,09	0,08	2,2
1998	490,92	451,05	3,47	0,7
2000	578,23	529,90	0,82	0,1
2008	1301,15	1248,89	46,68	3,6
2009	1499,82	1421,47	72,49	4,8
2010	2094,73	1837,17	251,36	12,0
2011	2940,39	2461,59	472,25	16,1
2012	4003,32	3546,44	459,36	11,5

Источник: данные Минфина РФ (<http://www.minfin.ru/ru/>).

Таблица 6. Чистый вывоз (–) / ввоз (+) капитала частным сектором, млрд долл., 2006–2011 гг.

Показатели	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Всего	+41,4	+81,7	–133,9	–56,3	–35,3	–84,2
Банки	+27,5	+45,8	–56,9	–31,4	+15,9	–26,2
Нефинансовые предприятия	+13,9	+35,9	–77,0	–25,4	–51,2	–58,0

Источник: данные банка России (<http://www.cbr.ru>).

Таблица 7. 12 крупнейших держателей (государств и групп государств) казначейских облигаций США, млрд долл., 2008–2011 гг.

Государства и группы государств	1.01.2008	1.01.2009	1.11. 2010	1.01. 2011	1.11. 2011
Китай	477,6	727,4	1175,3	1160,1	1134,1
Япония	579,9	626,0	873,6	882,3	979,0
Великобритания	157,9	130,9	209,0	270,4	408,4
Нефтяные экспортеры*	н/д	н/д	207,8	211,9	226,2
Бразилия	129,9	127,0	183,0	186,1	209,1
Карибские банковские центры**	н/д	н/д	146,3	168,4	175,2
Тайвань	38,2	71,8	154,5	155,1	150,1
Швейцария	38,9	62,3	107,6	106,8	131,7
Гонконг	51,1	77,2	135,2	134,2	110,7
Россия	32,7	116,4	176,3	151,0	92,1
Канада	н/д	н/д	66,1	75,3	81,8
Люксембург	69,0	97,4	78,5	86,4	72,3

Примечания: * Эквадор, Венесуэла, Индонезия, Бахрейн, Иран, Ирак, Кувейт, Оман, Катар, Саудовская Аравия, ОАЭ, Алжир, Габон, Ливия и Нигерия; ** Багамы, Бермуды, Каймановы острова, Нидерландские Антильские острова, Панама и Британские Виргинские острова.

Источник: Major Foreign Holders of Treasury Securities (<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>).

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ ИНФОРМАЦИИ

- Аганбегян А.Г.* Еще раз о новой роли банков в современных условиях // Деньги и кредит. 2011. №1 2.
- Алексеева О.* Незапланированная экономика (<http://www.gazeta.ru/financial/2011/12/15/3928670.shtml>).
- Биянова Н., Терентьева А.* Офшорам не занимать // Ведомости. 2011. 22 июля.
- Внешэкономбанк. Годовой отчет 2010. М.: ВЭБ, 2010.
- Глазьев С.Ю.* Возврат дореформенных сбережений граждан – наше общее дело (<http://kilorfet.ru/68/81>).
- Глазьев С.Ю.* Стратегия опережающего развития России в условиях глобального кризиса. М.: Экономика, 2010.
- Казьмин Д.* Деньги не выводятся // Ведомости. 2011. 25 ноября.
- Косикова Л.С.* Экономическая политика России в СНГ: эволюция подходов, результаты, проблемы. М.: Институт экономики РАН, 2010.
- Кричевский Н.* Как вернуть советские вклады // Новая газета, 2010, 10 марта.
- Кувшинова О.* Двойная угроза // Форум «Финансовая Россия». Приложение к газете «Ведомости». 2011. 21 декабря.
- Кувшинова О.* Офшорная экономика // Ведомости. 2012. 13 января.
- Кудрин А.* Бортом к волне // Коммерсантъ. 2011. 18 ноября.
- Лютова М., Товкайло М., Рожков А.* Конвертируемая приватизация // Ведомости. 2011. 31 октября.
- Наумов И.* Россия снова хочет влезть в долги // Независимая газета. 2008. 25 декабря.

- Новый баланс сил: Внешнеторговые потоки // Exceptional СНГ, Ernst&Young, июль-декабрь 2011 года (<http://www.ey.com/RU/ru/Services/Strategic-Growth-Markets/Exceptional-CIS-July-December-2011---Trade-flows>).
- Об утверждении условий эмиссии и обращения на международном рынке капитала облигаций внутренних облигационных займов Российской Федерации. Приказ Министерства финансов Российской Федерации (Минфин России) от 3 ноября 2010 г. № 141н.
- Некпелов А.Д., Голанд Ю.М. От замораживания к инвестированию: новые подходы к денежно-кредитной и валютной политике // Вопросы экономики. 2012. № 3.
- Основные направлений государственной долговой политики Российской Федерации на 2012–2014 гг. М.: Минфин РФ, 2011 (<http://www.minfin.ru>).
- Основные направления налоговой политики Российской Федерации на 2012 год и на плановый период 2013 и 2014 годов. М.: Минфин РФ, 2011 (<http://www.minfin.ru>).
- Письменная Е., Лютова М. Отлучить от казны // Ведомости. 2011. 26 декабря.
- Папченкова М. Эмоции не в счет // Ведомости. 2011. 27 декабря.
- Растущие возможности. Исследование инвестиционной привлекательности России. Ernst&Young. 2011.
- Реальный госдолг США почти в два раза меньше, чем его «рисуют» американцы // Эксперт. 2012. 10 января.
- Россия провалится в пенсионную дыру уже через год (<http://www.interfax.ru/business/txt.asp?id=214766>).
- Рост рисков и неопределенности. Доклад Всемирного банка об экономике России. 2011. № 26.
- Совокупный объем средств Резервного фонда (<http://www1.minfin.ru/ru/reservefund/statistics/volume/index.php?id4=5796>).
- Старение населения – 2010: Российская Федерация (<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/ru/ru/?articleType=HTML&assetID=1245318586827>).
- Сторчак С. Условные обязательства. М.: АСТ, 2009.
- Фиалко А., Трифонов А. Миллиарды для Усманова // Ведомости. 2011. 7 июля.

- Хейфец* Б.А. Долговая политика России: Актуальные проблемы. М.: Экономика, Научный эксперт, 2007.
- Хейфец* Б.А. Международная кредитная позиция России // Финансы. 2004, № 11.
- Экспорт российских прямых инвестиций стабилизировался по мере окончания мирового кризиса. М.: ИМЭМО, 2011.
- Arakelyan M., Nestmann T.* Russia's quasi-sovereign debt. A sizeable contingent liability. Deutsche Bank Research. 2011. January 27.
- Atkins R., Barber L.* Draghi warns on eurozone break-up // The Financial Times. 2011. December 18.
- Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences. McKinsey Global Institute. 2010 January (www.mckinsey.com/mgi).
- Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth. McKinsey Global Institute. 2012 January (www.mckinsey.com/mgi).
- Doing business in a more transparent world. 2012. The World Bank, IFK. 2011.
- EU Statistics and opinion polls (http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-21102011-AP/EN/2-21102011-AP-EN.PDF).
- IMF Managing Director Christine Lagarde Urges Russia, Emerging Europe to Guard Against Global Economy Risks. Press Release No. 11/400 2011, November 7 – <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr11400.htm>.
- Major Foreign Holders of Treasury Securities (<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>).
- Reinhardt C., Rogoff K.* This Time is different: a Panoramic View of eight centuries of Financial Crises. NBER Working Paper N13882. March 2008.
- Reinhardt C., Rogoff K.* A decade of debt. NBER Working Paper N16827, February 2011.
- Reinhardt C., Rogoff K.* From financial crash to debt crisis // American Economic Review. 2011. Vol. 101. N 5 (August).
- Roxburgh Ch., Lund S., Piotrovski J.* Mapping global capital markets 2011. McKinsey Global Institute, 2011.

Russia May Face Debt Crisis Like Greece (<http://www.bloomberg.com/news/2011-06-23/russia-may-face-debt-crisis-like-greece-by-2030-world-bank-says.html>).

Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (<http://www.european-council.europa.eu/media/579087/treaty.pdf>).

Сайты в интернете

www.cbr.ru – Банк России

www.minfin.ru – Министерство финансов РФ

www.gks.ru – Росстат

www.worldbank.org – Всемирный банк

www.imf.org – Международный валютный фонд

www.standardandpoors.com – рейтинговое агентство Standard&Poor's

oecd.ru – Организация экономического сотрудничества и развития

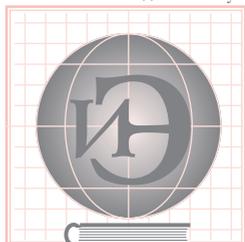
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu> – статистическая служба Европейского союза (Евростат)

БОРИС АРОНОВИЧ
ХЕЙФЕЦ

Борис Аронович Хейфец — доктор экономических наук, главный научный сотрудник Института экономики Российской академии наук. Профессор Государственного университета управления. Хейфец Б.А. — д.э.н., гл.н.с. Института экономики Российской Академии Наук. Профессор Государственного университета управления. В 2000-2003 гг. был членом Экспертного совета Комиссии по государственному долгу и зарубежным активам Государственной думы Федерального Собрания Российской Федерации. С 2009 г. — член Общественного совета при Минюсте Российской Федерации.

Автор и соавтор более 250 работ, в том числе 12 индивидуальных монографий (4 — в соавторстве) и 6 брошюр, опубликованных в России и ряде зарубежных стран (Австралии, Болгарии, Великобритании, Венгрии, Вьетнаме, Казахстане, Китае, Чехии, Монголии, США, Финляндии, Украине, Японии). Наиболее значимые научные публикации последних 10 лет: «Кредитная история России. Характеристика суверенного заемщика» (2003); «Как вернуть кредиты. Урегулирование задолженности иностранных государств перед Россией» (2005); «Экспансия российского капитала в страны СНГ» (2006); «Долговая политика России: актуальные проблемы» (2007); *Russian Investment Abroad. The basic Flow and Features* (2008); «Корпоративная интеграция. Альтернатива для постсоветского пространства» (2008); «Офшорные юрисдикции в глобальной и национальной экономике» (2008); «Модели региональной интеграции» (2011); «Российский бизнес в странах ЕврАзЭС. Модернизационный аспект» (2011).

Российская академия наук



Институт экономики

Редакционно-издательский отдел:

Тел.: +7 (499) 129 0472

e-mail: print@inecon.ru

Сайт: www.inecon.ru

Научный доклад

Б.А. Хейфец

Глобальный долговой кризис
и риски долговой политики России

Оригинал-макет – Валериус В.Е.

Редактор – Полякова А.В.

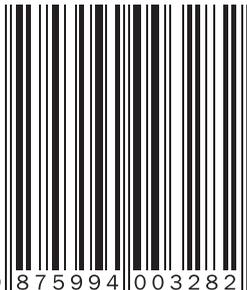
Компьютерная верстка – Гришина М.Ф.

Подписано в печать 16.02.2012 г.

Заказ № 8. Тираж 300. Объем 2,9 уч. изд. л.

Отпечатано в ИЭ РАН

ISBN 987-5-9940-0328-2



9|875994|003282|