**Содержание**

Введение

1. Проблемы и методы управления государственным долгом

1.1 Основные методы и схемы реструктуризации внешнего долга, на основе международного опыта

1.2 Выводы для России

1.3 Денежная эмиссия как инструмент управления внешним долгом

2. Анализ финансовых стратегий реструктуризации государственного долга

2.1 Внутренний долг РФ

2.2 Внешний долг РФ

3. Мероприятия по реструктуризации государственного долга

Заключение

Список использованной литературы

**Введение**

**Актуальность выбранной темы:** На развивающихся рынках накоплен значительный опыт реструктуризации государственных долговых обязательств. Процедура реструктуризации, в различных ее формах, позволила ряду стран разрешить проблему непомерного обслуживания государственного долга, добиться доверия инвесторов и, соответственно, достичь финансовой стабилизации и обеспечить условия для дальнейшего притока на внутренний рынок иностранных инвестиций.

**Цель работы:** выявить финансовые стратегии при реструктуризации государственного долга.

**Задачи:**

- рассмотреть проблемы и методы управления государственным долгом,

- выделить основные схемы реструктуризации внешнего долга на основе международного опыта,

- определить мероприятия по реструктуризации государственного долга.

В мировой практике известны четыре основных схемы реструктуризации суверенного долга:

1. обмен одних долговых обязательств на другие (схема «облигации-облигации»);

2. обмен долговых обязательств на акции в рамках государственной программы приватизации (схема «облигации-акции»);

3. досрочный выкуп долговых обязательств с дисконтом (схема «выкуп»);

4. списание части долговых обязательств.

**1. Проблемы и методы управления государственным долгом**

**1.1 Основные методы и схемы реструктуризации внешнего долга, на основе международного опыта**

Под управлением государственным долгом понимается совокупность мероприятий государства по выплате доходов кредиторам и погашению займов, изменению условий уже выпущенных займов, определению условий и выпуску новых государственных ценных бумаг. Основной формой государственного кредита являются государственные займы, характеризующиеся тем, что временно свободные денежные средства населения, предприятий и организаций привлекаются для финансирования дефицита государственного бюджета путем выпуска и реализации государственных ценных бумаг.[[1]](#footnote-1)1

Государственными ценными бумагами называются бумаги, удостоверяющие отношения займа, в которых должником выступает государство, орган государственной власти и управления.

В нормативных документах Российской Федерации под государственными ценными бумагами понимаются такие, которые выпускаются или гарантируются Правительством Российской Федерации.

Решение российского правительства о временном замораживании рынка внутренних долговых обязательств и их последующей реструктуризации было беспрецедентным в новейшей экономической истории. Эксперты так и не смогли найти аналога дефолта по внутреннему долгу, учитывая бесспорную возможность его монетизации денежными властями (масштабный дефолт по внутренним долговым обязательствам в Бразилии был связан с целым комплексом экономических реформ, что не позволяет проводить прямые аналогии с его российским вариантом). Следствием подобного шага стал системный финансовый кризис, выразившийся в росте темпов инфляции и девальвации, катастрофическом снижении уровня жизни населения, фактической изоляции России на рынке мирового капитала.

Действительно, дефолт по долговым инструментам, номинированным в национальной валюте, может быть объяснен лишь как следствие политически ошибочных решений. В то же время на развивающихся рынках накоплен значительный опыт реструктуризации государственных долговых обязательств. Процедура реструктуризации, в различных ее формах, позволила ряду стран разрешить проблему непомерного обслуживания государственного долга, добиться доверия инвесторов и, соответственно, достичь финансовой стабилизации и обеспечить условия для дальнейшего притока на внутренний рынок иностранных инвестиций.

В мировой практике известны четыре основных схемы реструктуризации суверенного долга:

1. обмен одних долговых обязательств на другие (схема «облигации-облигации»);

2. обмен долговых обязательств на акции в рамках государственной программы приватизации (схема «облигации-акции»);

3. досрочный выкуп долговых обязательств с дисконтом (схема «выкуп»);

4. списание части долговых обязательств.

1. Схема «облигации-облигации»

Наиболее популярной схемой реструктуризации долгов в последнее десятилетие стал обмен «проблемных» долговых обязательств на новые. Самым распространенным способом проведения подобных сделок является так называемый «план Бреди». Основание же для реализации этой схемы в той или иной стране - согласование правительством этого государства программы экономических действий с МВФ (обычно она носит название Structural Adjustment Program).

Впервые схема «облигации-облигации» была применена в 1989 г. в Мексике. Тогда кредиторам (в том числе держателям ценных бумаг, оказавшихся в состоянии дефолта; банкам и компаниям, выдавшим синдицированные кредиты, и т.д.) было предложено на выбор три варианта реструктуризации задолженности.

Первый вариант предполагал обмен имеющихся у инвесторов долговых обязательств по номинальной стоимости на 30-летние облигации с одновременным списанием 35% от суммы задолженности (Discount Bonds). Купонная ставка (выплата купона - раз в полгода) этих облигаций составляла LIBOR+(13/16)% годовых. Второй вариант предусматривал обмен долгов по их номинальной стоимости на 30-летние облигации (Par Bonds) с фиксированным полугодовым купонным доходом - 6.25% годовых в долларах США, 6.63% - во французских франках, 5.31% - в немецких марках, 10.75% - в итальянских лирах, 3.85% - в японских иенах (купонная ставка на момент выпуска облигаций предполагалась ниже рыночных показателей, т.е. ниже аналогичной полугодовой среднерыночной ставки). При этом 25% от общего объема эмиссии и 5% от объема купонных выплат по обоим видам ценных бумаг были гарантированы облигациями казначейства США, которые приобретались Мексикой за счет средств, выделенных международными финансовыми организациями.

Третья возможность заключалась в том, что банки могли использовать до 125% замороженных средств – «замороженная» сумма плюс компенсация в 25% от нее - без учета долгов, подвергшихся реструктуризации по первому или второму сценарию, в качестве новых кредитных ресурсов (New Money) по истечении четырехлетнего периода (т.е. эти средства можно было вновь использовать для выдачи кредитов экономическим агентам). В ходе этой операции 49% долгов были обменены их держателями на Discount Bonds, 41% - на Par Bonds, 10% - на New Money. Всего в ее результате было ре структурировано долгов на общую сумму в 48.9 млрд. долл. (с учетом списания накопленных процентов).

Таким образом, в общих чертах «план Бреди» выглядит следующим образом. Правительство страны, намеревающейся реструктурировать свой национальный долг, достигает определенных договоренностей с МВФ и разрабатывает совместно с фондом программу структурной перестройки экономики, включающую в себя предоставление стране новых кредитных ресурсов. После того как эта программа начинает успешно претворяться в жизнь, инвесторам предлагается обменять имеющиеся у них кратко- и среднесрочные долговые обязательства на долгосрочные ценные бумаги, номинированные обычно в валюте одного из государств "большой семерки", которые частично обеспечены US T-Bills. При этом происходит частичное списание долга (от 20 до 50%). Следует отметить, что мировое сообщество располагает достаточно мощными рычагами давления на инвесторов, сомневающихся в целесообразности подобной сделки. Так, например, в США имелись прецеденты, когда убытки, понесенные американскими компаниями от финансовых операций в странах, реализующих «план Бреди», не уменьшали налогооблагаемую базу, если данная компания не соглашалась на реструктуризацию. Объемы выпуска облигаций смотрите в таблице 1.

Впоследствии аналогичные варианты реструктуризации широко применялись в странах Латинской Америки (Аргентине, Бразилии и т.д.), Восточной Европы (Болгарии, Польше), Африки (Нигерии, Марокко). Юго-Восточной Азии (Филиппинах). В ходе реализации данной программы Всемирным банком, МВФ и Экспортно-импортным банком Японии был создан специальный фонд в 32 млрд. долл. для обеспечения выпуска Brady bonds; на эти средства приобретались US T-Bills, которые являлись обеспечением новых ценных бумаг. Стоит отметить, что указанная схема широко применялась для реструктуризации не только государственных, но и корпоративных, в первую очередь банковских, долгов и тем самым позволяла проводить реорганизацию национальной банковской системы в достаточно благоприятных условиях.

Таблица 1 - Объем выпуска облигаций типа Brady bonds в 2007-2008гг., млрд. долл.

|  |  |
| --- | --- |
| Аргентина | 23.84 |
| Болгария | 4.65 |
| Бразилия | 51.43 |
| Доминиканская Республика | 0.52 |
| Иордания | 0.74 |
| Коста Рика | 0.53 |
| Кот'д'Ивуар | 2.46 |
| Мексика | 20.42 |
| Нигерия | 2.05 |
| Панама | 3.22 |
| Перу | 4.84 |
| Польша | 7.66 |
| Уругвай | 0.73 |
| Филиппины | 3.37 |
| Эквадор | 6.37 |
| **Итого** | **132.84** |

Кроме того, весьма распространены варианты выпуска Brady bonds с определенными привилегиями.[[2]](#footnote-2)1 Так, Мексика, Венесуэла и Нигерия (страны, экономики которых весьма существенно зависят от экспорта нефти) при выпуске облигаций типа Par прилагали к ним специальные варранты, которые давали право владельцам облигаций получать дополнительный доход в случае роста мировых цен на нефть. Технически это выглядело следующим образом (на примере Мексики): держатель облигаций получал дополнительный доход, пропорциональный разнице между средней экспортной ценой мексиканской нефти в течение купонного периода и «относительной» ценой. «Относительная» же цена определялась как стоимость мексиканской нефти на момент выпуска облигаций, умноженная на инфляционный коэффициент, рассчитываемый МВФ. И если эта разница получалась отрицательной, инвестор не нес никаких убытков.

Кардинальное отличие обычной схемы реструктуризации "облигации-облигации" от "плана Бреди" - относительно стабильное состояние экономики страны, предлагающей подобный обмен, а также безупречность кредитной истории инструментов, подлежащих обмену, причем наличие согласованной с МВФ программы экономических действий не является необходимым условием. Примерами применения подобных схем в последнее время могут служить предложения российского правительства образца июля 2008 г. об обмене части ГКО/ОФЗ на еврооблигации, а также инициатива монетарных властей Перу и Аргентины, относящаяся к осени 2007 г., об обмене Brady bonds на еврооблигации (в случае Аргентины к обмену могли быть представлены также два выпуска долговых обязательств, эмитированных вне рамок «плана Бреди»). Итак, налицо два возможных варианта указанной схемы: обмен долговых обязательств, номини-рованных в национальной валюте, на облигации, чей номинал выражен в иностранной валюте, и обмен одних "внешних" (как правило, Brady bonds) долгов на другие.

Цели, преследуемые предложениями такого рода вариантах обмена (помимо «удлинения» долга, которое обычно происходит и в том, и в другом случае), достаточно очевидны. В первом случае это реструктуризация госдолга в пользу "внешней" его части, что на определенном этапе отвечает интересам правительства, позволяя инвесторам вместе с тем избежать «курсового» риска. Во втором случае монетарные власти изменяют структуру лишь внешнего долга (в частности, при обмене Brady bonds они избавляются от необходимости держать часть средств в US T-Bills, которые обычно служат обеспечением этих бумаг); инвесторы же при этом получают возможность обменять имеющиеся у них долговые обязательства на более доходные, хотя и более рискованные (иногда вследствие более длительного срока обращения, иногда ввиду отсутствия обеспечения), инструменты.

Также следует упомянуть обмен типа «облигации-облигации» в рамках соглашений с международными клубами кредиторов. Принципиально этот вариант мало чем отличается от «плана Бреди», за исключением того, что в данном случае обычно не используется обеспечение выпускаемых облигаций высоконадежными ценными бумагами, а также то, что погашение долга здесь идет по нарастающей, т.е. объем купонных выплат увеличивается от года к году. [[3]](#footnote-3)1

2. Схема «облигации-акции»

Обмен долговых обязательств на акции в рамках государственной программы приватизации (схема "облигации-акции") - форма сокращения государственного долга, широко применявшаяся в конце 80-х - начале 90-х годов в ходе приватизации в ряде стран Латинской Америки и Восточной Европы. Отметим, что такая схема рассчитана на весьма специфические категории инвесторов - в первую очередь потому, что при ее использовании структура активов инвесторов изменяется качественным образом. Долговые обязательства заменяются принципиально иным финансовым инструментом - акциями, которые не предполагают получения инвестором фиксированного дохода. Выигрыш же государства в результате этой операции достаточно очевиден: происходит сокращение долга за счет реализации части госсобственности на приемлемых условиях.

Примером хорошо организованной реализации схемы "облигации-акции" может служить программа реструктуризации государственного долга Аргентины. Тогда инвесторам было предложено либо использовать средства, замороженные ранее в долгосрочных инвестиционных проектах, под контролем центрального банка (аналог New Money в "плане Бреди"), либо принять участие в процессе акционирования предприятий, находившихся в государственной собственности, в рамках процесса первичной приватизации. Впоследствии держателям замороженных долгов была предоставлена и третья возможность использования этих средств: в том случае, если инвестору не удалось принять участие в процессе приватизации, а условия капитализации средств в центральном банке оказались для него неприемлемыми, то он мог приобрести акции уже приватизированных компаний на вторичном рынке.

Долгосрочные инвестиционные проекты реализовывались следующим образом: не менее 30% от суммы проекта вносилось "живыми" деньгами, оставшаяся часть - замороженными бумагами в соответствии с их дисконтированной стоимостью. При этом стоимость импортного оборудования, налога на добавленную стоимость и стоимость недвижимости, задействованной в проекте, исключались из его суммарной стоимости. Большинство проектов были ориентированы на агропромышленный комплекс, туризм и автомобилестроение; инвестиции в недвижимость и финансовый сектор были запрещены.

Приватизационный процесс осуществлялся посредством проведения специальных аукционов. Министерство экономики и центральный банк определили квоты акций различных предприятий, выставляемых на аукционы, а также дисконт, который накладывался на общую сумму долгов, принадлежащих инвесторам; данная сумма была формально конвертирована в Australes - аргентинскую свободно конвертируемую валюту, введенную в ходе реформ второй половины 80-х годов. Далее на аукционе инвестор выставлял заявки на право стать держателем того или иного пакета акций (или его части), при этом он по своему желанию мог увеличить дисконт, т.е. увеличить объем списываемой задолженности, повышая тем самым приоритетность своей заявки. В ходе торгов ставка дисконта зачастую поднималась значительно выше 36%, определенных монетарными властями, иногда до 72%.

Если в результате этого владелец реструктурируемых бумаг становился инвестором аргентинской компании, получая по итогам аукциона право на покупку определенной доли акций данного предприятия, тогда проводилась независимая оценка, в ходе которой определялся уставный капитал (УК) компании. После чего инвестор получал соответствующую долю УК по установленной в результате экспертизы номинальной стоимости. В том случае, если инвестор был первичным держателем реструктурируемых бумаг, эта операция не облагалась налогом, а рассматривалась как досрочное погашение облигаций по дисконтированной цене, погашение же осуществлялось посредством акций. В противном случае взыскивался налог на прибыль, а налогооблагаемой базой при этом служила разница между ценой покупки облигаций на рынке и обменной стоимостью облигаций, определенной центральным банком. Процесс приобретения акций на вторичном рынке также осуществлялся под контролем центрального банка по определяемым им ценам.

Естественно, что власти Аргентины приняли также меры для предотвращения оттока инвестированных таким образом средств за рубеж. В частности, все иностранные инвестиции, реализованные в ходе данного процесса, не подлежали репатриации в течение 10 лет, при этом дивиденды этой категории инвесторов могли не выплачиваться в течение 4-х лет. В ходе реализации этой программы за год было реструктурировано гособлигаций на сумму примерно 1.5 млрд. долл. Причем 50% инвесторов предпочли схему обмена на акции, 34% - инвестиционные проекты, остальные - использование средств на вторичном рынке акций.

В других странах реализация схемы обмена "облигации-акции" принципиально не отличалась от описанной выше. Варьируемые параметры этого процесса: набор инструментов, подлежащих реструктуризации (долговые обязательства с различными сроками обращения, номинированные как в национальной, так и в иностранной валюте; депозиты; просроченные займы и т.д.), форма обмена (непосредственное участие инвесторов в аукционах, создание специализированных инвестиционных фондов и т.д.), условия репатриации прибыли (сроки запрета на репатриацию прибыли, возможность получения дивидендов), объекты потенциального инвестирования (запрет на приобретение акций предприятий той или иной отрасли). Следует отметить, что наиболее активно разновидности схемы "облигации-акции" применялись на первом этапе приватизации, когда большинство предприятий находились в государственной собственности.

3. Схема «выкуп»

Наиболее демократичной (рыночной) схемой реструктуризации госдолга, безусловно, является "выкуп". Технически эта схема предполагает два варианта реализации. Первый из них заключается в том, что регулирующий финансовый орган государства обращается к держателям ценных бумаг с предложением о выкупе принадлежащих им облигаций по некоей фиксированной цене, при этом торги этими бумагами на некоторое время приостанавливаются. Как правило, это предложение сопровождает схему реструктуризации долга "облигации-облигации". Аргентина, предлагая подобный вариант досрочного погашения бумаг, получала известную фискальную прибыль: обмен инвесторами облигаций Pro1 и Pro2 на сумму, например, в 1 млрд. долл. для каждого выпуска привел бы к сокращению расходов федерального бюджета на следующие пять лет более чем на 400 млн. долл. Инвесторы, в свою очередь, могли получить более доходный - правда, и более "длинный" - финансовый инструмент, что, в принципе, отвечало настроениям инвесторов, склонных к долгосрочному инвестированию. К тому же держатели облигаций Pro1 могли при этом конвертировать ценные бумаги, номинированные в национальной валюте, в долговые обязательства, выраженные в долларах США. Помимо этого часть инвесторов, желавших покинуть рынок аргентинских облигаций, получали возможность сделать это в сжатые сроки без рыночного риска. Второй вариант представляет собой так называемые операции монетарных властей на открытом рынке, когда регулирующие органы (через аффилированные структуры), пользуясь благоприятной рыночной ситуацией, покупают на вторичном рынке облигации. При этом они могут, как фактически осуществлять их досрочное погашение, так и использовать их в дальнейшем с целью получения торговой прибыли. Однако эта практика не приветствуется международными кредиторами государств, особенно если она применяется в отношении долговых обязательств, но минированных в иностранной валюте, в связи с тем, что получаемые страной кредиты, как правило, ориентированы на поддержку реального сектора экономики, а не на проведение интервенций на рынке госдолга. В целом подобные операции, по мнению многих экспертов, нивелируют саму идею выпуска долговых обязательств и часто свидетельствуют о непродуманной экономической политике государства. Вместе с тем полностью отрицать необходимость такого рода методов регулирования рынка государственного долга также нельзя.

4. Схема «списание»

Еще одним вариантом реструктуризации государственной задолженности (в первую очередь внешней) является ее безвозмездное списание - частично или целиком. Подобная практика достаточно часто применяется, например, Парижским клубом кредиторов в отношении беднейших стран мира. Так, в ходе саммита "большой восьмерки" в Кельне было принято решение о списании долгов беднейших стран на сумму 71 млрд. долл., которое теперь должно быть ратифицировано Всемирным банком и Международным валютным фондом.

Применение схемы "списание" промышленно развитыми странами объясняется не только соображениями политического характера (такого рода шаги, как правило, многократно повышают политический вес стран-доноров), но и чисто экономическими расчетами. Например, по данным группы Jubilee (основная цель которой - ускорение процесса списания долгов беднейших стран и повышение общего уровня жизни в них), такие страны, как Лаос, Замбия и Руанда, при наиболее благоприятном стечении обстоятельств смогут в обозримом будущем погасить лишь половину своей внешней задолженности, Эфиопия, Малави, Маврикий, Уганда, Мозамбик и Гвинея-Бисау - лишь треть ее. В этом свете списание долгов таких стран можно считать реальной переоценкой активов промышленно развитых государств.

Этот вариант предполагает достаточно жесткие условия отбора претендентов на списание долгов. Существует несколько критериев для указанной процедуры. Так, например, в соответствии с неаполитанскими соглашениями промышленно развитых стран мира, страна-кандидат на списание должна удовлетворять одному из следующих двух условий: ВВП на душу населения не превышает 500 долл. США в год, или отношение приведенной стоимости долга к ежегодному объему экспорта превышает 350%. Кроме того, в течение трех лет программа экономического развития таких стран должна быть согласована с МВФ и Парижским клубом кредиторов и их правительствам необходимо достигнуть консенсуса с основными кредиторами по вопросу реструктуризации иных категорий долга.

В случае выполнения всех этих условий государство может рассчитывать на списание 67% своей внешней задолженности. В качестве других критериев рассматривается возможность использования следующих показателей: приведенная стоимость долга должна превышать 280% от налоговых сборов, отношение годового экспорта к ВВП должно превышать 40%, отношение налоговых сборов к ВВП - более 20%. Дополнительным условием, позволяющим рассматривать процедуру списания долга в ускоренном порядке, является ситуация на мировых товарных рынках. Так, если экономика страны в значительной степени зависит от экспорта двух или трех видов природных ресурсов и при этом их цены достигли исторических минимумов, то это государство может рассчитывать на определенное улучшение условий списания своей задолженности. Действие тех или иных факторов обусловливает вероятность уменьшения долгового бремени вплоть до 80% от его первоначального объема.

Вместе с тем процедура списания зачастую сталкивается с определенными препятствиями со стороны некоторых государств-кредиторов, не преследующих никаких глобальных политических интересов, - к таким странам относятся, например, Нидерланды, Скандинавские страны. Для данных государств в качестве основного приоритета выступает получение от проведения подобных акций максимальной экономической прибыли. Именно поэтому случай каждого государства досконально изучается, а процесс списания долга идет достаточно медленно.

На данный момент в числе претендентов на списание долга числятся преимущественно африканские (Нигер, Чад и т.д.), а также некоторые латиноамериканские (Никарагуа, Гондурас, Боливия) и азиатские (Вьетнам) страны. На пост советском пространстве наиболее близки к данной категории Грузия и Таджикистан. Россия же практически по всем критериям в нее не попадает.

**1.2 Выводы для России**

Учитывая тот факт, что РФ в 1999 г. находилась в состоянии технического дефолта по ряду своих долговых обязательств (ГКО/ОФЗ, Prin, IAN), представляет интерес статистика по случаям суверенных дефолтов за последние двадцать с лишним лет. Так, среднее время пребывания ценных бумаг в состоянии дефолта - 2.5 года (дефолт считается исчерпанным, когда договоренности о реструктуризации долга достигнуты со всеми инвесторами), величина же возвращенных средств составляет в среднем 60% от объема рынка на момент его "замораживания".

Наиболее привлекательной, из перечисленных с точки зрения российских властей, может, является схема реструктуризации по "плану Бреди", которая предусматривает списание 30-35% от общей суммы долга, а также оказание кредитной поддержки со стороны международных финансовых организаций. Несмотря на то, что некий аналог этой схемы уже применялся при реструктуризации долгов бывшего СССР Лондонскому клубу кредиторов, шансы РФ на вторичную реструктуризацию бумаг типа Prin нельзя считать равными нулю. Во-первых, в момент реструктуризации долгов бывшего СССР никакого их списания фактически не произошло, поэтому Россия вполне может рассчитывать на ослабление долгового бремени путем "прощения" части долга. Во-вторых, обмен Prin на облигации типа Brady bonds, частично обеспеченных US T-Bills, по мнению непосредственных участников рынка, - достаточно привлекательная операция. В-третьих, РФ может предложить в качестве дополнительного объекта обмена облигации с варрантами, обеспеченные поставками природных ресурсов, что может заинтересовать определенную часть инвесторов.

**1.3 Денежная эмиссия как инструмент управления внешним долгом**

Известно, что инфляция выполняет следующие фискальные функции. Во-первых, она обеспечивает прямое или косвенное финансирование бюджетного дефицита или реальные доходы государства в форме инфляционного налога (сеньоража). Во-вторых, благодаря инфляции достигается прирост номинальных поступлений от регулярных налогов, что дает фискальный выигрыш при неполной индексации государственных расходов. В-третьих, инфляция обесценивает номинальную стоимость внутреннего долга. Очевидно, что к управлению номинированным в отечественной валюте долгом имеют отношение все перечисленные функции. Управление же внешним долгом допускает инфляционное финансирование выплат по обязательствам государства, но исключает возможность их инфляционного обесценения.

Классическая модель управления государственным долгом не затрагивает вопроса о связи долговой и денежно-кредитной политики. Она описывает процесс оптимального динамического налогообложения, когда с помощью заимствований и вложений в активы государство перераспределяет регулярные налоги во времени. Такая постановка правомочна, если у фискальной власти есть реальная возможность выбора налоговой нагрузки. В действительности, причем не только в переходных экономиках, уровень регулярного налогообложения вряд ли может быть объектом эффективного воздействия со стороны фискальной власти. Это, скорее, показатель, который характеризует политико-экономическое равновесие, определяемое действием механизмов общественного выбора, либо являющееся результатом игры групп лоббистских интересов. В значительной мере подобное относится и к формированию уровня государственных расходов. Поэтому уровень налоговой нагрузки лишь с большой степенью условности можно рассматривать в качестве инструмента макроэкономической политики государства.

В этой связи более адекватной представляется постановка задачи управления долгом, в которой экзогенно задана последовательность показателей бюджетного профицита. При этом государство выбирает политику долговой эмиссии, допускающую инфляционное финансирование дефицита, но минимизирующую долговременные потери от инфляции.

Такой подход к анализу управления государственным долгом акцентирует внимание на взаимосвязи инфляции и долга. Мы абстрагируемся от проблемы выбора временной и валютной структуры долга, поэтому можем рассматривать денежную эмиссию как основной инструмент фискальной политики. Если не принимать в расчет другие направления инфляционной экспансии, например, попытки стимулирования производства или поддержку банковского сектора, то такой подход к инфляции представляется правомерным.

В статическом аспекте эмиссия долга и инфляция взаимозаменяемы: при заданном дефиците бюджета увеличение заимствований уменьшает денежную эмиссию, и наоборот. Примером может служить стабилизационная попытка в России.

Государственный долг подразделяется на внутренний и внешний.

Государственным внутренним долгом РФ являются долговые обязательства Правительства РФ перед юридическими и физическими лицами, номинированные в рублях. Государственный внутренний долг РФ обеспечивается всеми активами, находящимися в распоряжении Правительства РФ.

Внутренний государственный долг РФ включает в себя задолженность по ГКО (государственным краткосрочным обязательствам), ОФЗ (облигациям федерального займа), ОГСЗ (облигациям государственного сберегательного займа), реструктурированную задолженность по ОВГВЗ (облигациям внутреннего государственного валютного займа), а также просроченную задолженность по централизованным кредитам сельскому хозяйству и северным регионам.

Эмитентом облигаций государственного займа от имени Российской Федерации выступает Министерство финансов РФ, владельцами облигаций государственного сберегательного займа РФ могут быть юридические и физические лица, которые по законодательству РФ являются резидентами и нерезидентами.

Обслуживание государственного внутреннего долга Российской Федерации производится Центральным банком РФ и его учреждениями. Правительство РФ публикует ежегодно, не позднее мая текущего года, сведения о состоянии государственного внутреннего долга за предыдущий финансовый год.

Государственным внешним долгом РФ являются долговые обязательства Правительства РФ перед юридическими и физическими лицами, номинированные в основном в евро и долларах США. Внешний государственный долг РФ включает в себя задолженность по кредитам правительств иностранных государств (в том числе официальным кредиторам Парижского клуба и бывшим странам СЭВ), по кредитам иностранных коммерческих банков и фирм (кредиторы Лондонского клуба), по кредитам международных финансовых организаций (МВФ, МБРР, ЕБРР) и государственные ценные бумаги России (еврооблигационные займы, ОВВЗ).

Внешние заимствования осуществляются на основе международных договоров Правительством РФ или от имени российских юридических лиц. Законом установлен предельный размер государственных внешних заимствований РФ, который не должен превышать годовой объем платежей по обслуживанию и выплате российского долга. Учет и регистрация заимствований и предоставляемых кредитов находится в ведении Минфина РФ, а их порядок определяется Правительством РФ.

Государственные долговые обязательства могут быть классифицированы по следующим параметрам:

срок действия - долговые обязательства РФ могут носить краткосрочный характер (до 1 года), среднесрочный характер (от 1 года до 5 лет) и долгосрочный характер (от 5 до 30 лет); все долговые обязательства РФ погашаются в сроки, определяемые конкретными условиями займа, но не могут превышать 30 лет; право эмиссии - эмитентом долговых обязательств РФ могут выступать центральное правительство, правительства национально-государственных и административно-территориальных образований, а также органы местного самоуправления;

признак субъектов - держателей ценных бумаг - долговые обязательства РФ могут быть реализуемыми только среди населения, только среди юридических лиц, а также как среди юридических лиц, так и среди населения; по форме займы делятся на облигационные и безоблигационные; облигационные займы предполагают эмиссию ценных бумаг; безоблигационные займы оформляются подписанием соглашений, договоров, а также путем записей в долговых книгах и выдачей особых обязательств.

Займы также классифицируются по форме выплаты доходов и методам размещения.

Все условия межправительственных займов фиксируются в специальных соглашениях, где оговаривается уровень процента, валюта предоставления и погашения займа и другие условия. Внешние облигационные займы на иностранных денежных рынках от имени государства-заемщика размещаются, как правило, банковскими консорциумами. За эту услугу они взимают комиссионные.

Взятые взаймы денежные средства у населения, хозяйствующих субъектов и других стран поступают в распоряжение органов государства, превращаясь в дополнительные финансовые ресурсы. Как правило, государственные займы в разных формах используются для покрытия бюджетного дефицита.

Источником погашения государственных займов и выплаты процентов по ним выступают средства бюджета, где ежегодно эти расходы выделяются в отдельную строку. В условиях нарастания бюджетного дефицита или отсутствия средств для обслуживания долга государство может прибегнуть к реструктуризации своих долгов. Возможные схемы реструктуризации долговых обязательств включают списание долга - если обязательства страны превышают ее ожидаемую платежеспособность, то возможно частичное или полное списание задолженности; выкуп долга - некоторые страны-должники имеют в своем активе значительные объемы золотовалютных резервов, в таком случае можно разрешить заемщику самостоятельно выкупить собственные долги на открытом рынке; секьютеризация - основная идея секьютеризации состоит в том, что страна должник эмитирует новые долговые обязательства в виде облигаций, которые либо непосредственно обмениваются на старый долг, либо продаются; в случае продажи, вырученные средства направляются на выкуп старых обязательств; обмен госдолга на акции национальных предприятий - Предоставление кредиторам права продажи долгов с дисконтом за национальную валюту, на которую впоследствии можно приобрести акции национальных компаний.

**2. Анализ финансовых стратегий реструктуризации государственного долга**

**2.1 Внутренний долг РФ**

Одной из основных проблем российской экономики времен переходного периода стал непомерно возросший внутренний государственный долг.

В самом начале рыночных реформ дефицит федерального бюджета финансировался главным образом за счет прямого кредитования Центробанка РФ. Правительством было принято решение о запрещении прямого кредитования и создан рынок краткосрочных государственных облигаций. На еженедельных аукционах размещались новые выпуски государственных ценных бумаг, доход от которых направлялся на финансирование дефицита бюджета, а участниками рынка были как российские юридические и физические лица, так и Центробанк РФ. Данный рынок рос, более того, периодически использовался для привлечения избыточной рублевой массы с целью снижения давления на валютный рынок и инфляции.

Учитывая высокую доходность на данном сегменте рынка, а она в определенные отрезки времени превышала 200% годовых в реальном исчислении (за вычетом инфляции), внутренний долг возрастал в геометрической прогрессии и его обслуживание к середине 2006 г. превратилось в серьезную проблему - государственные заимствования требовали значительно больше ресурсов, чем были внутренние ликвидные сбережения, при этом возможность внешних заимствований оставалась весьма ограниченной. Для решения данной проблемы был найден вполне логичный выход - в 2006 г. на данный сегмент был разрешен доступ внешним инвесторам. Вполне естественно, что зарубежные инвесторы, ориентированные на доходность в 18-20% в долларах США, присущую развивающимся рынкам, сочли российские госбумаги привлекательными инструментами, и в скором времени доля внешних инвестиций достигла 30% от объема рынка, а доходность снизилась до 17-19% годовых. Широкий доступ нерезидентов на рынок внутреннего госдолга позволил снизить нагрузку на бюджет в части расходов на обслуживание долга и облегчить получение кредитов для реального сектора. При этом резко возросла зависимость российской экономики от конъюнктуры мировых финансовых рынков.

Интересно, что даже в 2008 г., когда начался финансовый кризис, сумма внутреннего и внешнего российского госдолга по международным меркам была небольшой - примерно 54% ВВП. Для сравнения: отношение совокупного долга стран ЕС к их ВВП в 2006 г. составляло 70,4%, США - 63,1%. Но дело в том, что темпы роста российской задолженности были чрезвычайно высоки. Стремительное расширение рынка ГКО-ОФЗ в 2005-2007 гг. совпало с рекордным по объему притоком иностранных капиталов на развивающиеся рынки, в том числе в Россию. Значительную часть долговых обязательств государства приобрели иностранные инвесторы. Но после вспышки "азиатского" кризиса 2007 г. их готовность к риску сменилась осторожностью, начался отток капиталов. Тяжесть положения усугублялась тем, что более половины внутренних обязательств были краткосрочными (со сроком погашения менее года), в июне 2008 г. они почти в 4 раза превышали официальный показатель валютных резервов.

От сильного внешнего шока (из-за падения сырьевых цен на мировом рынке и оттока капиталов с развивающихся рынков) эта уязвимая долговая конструкция, основанная на постоянном рефинансировании старых долгов новыми, рухнула. К апрелю 2008 г. бюджет начал работать на ГКО. Накануне 17 августа 2008 г. казна выплачивала по $1 млрд. в неделю по старым облигациям, а покупать новые инвесторы перестали. На выплаты по ГКО-ОФЗ уходило до 70% доходов бюджета. Инструмент покрытия дефицита бюджета превратился в свою противоположность. Рефинансировать долг на финансовом рынке было невозможно, а на резкое снижение расходов бюджета не соглашалась Государственная Дума. Привлечение внешних инвесторов поначалу замедлило наступление краха ГКО, а затем их уход с российского рынка ускорил его.

**2.2 Внешний долг РФ**

Внешние долги России - в основном наследие бывшего Советского Союза.

Преобладающая доля долгов Западу, унаследованных Россией от СССР, возникла во время горбачевской перестройки, особенно в ее последние годы. Из-за хронической нехватки свободно конвертируемой валюты для оплаты импорта дефицитных товаров и услуг из стран Запада (оборудование, технологии, продовольствие) Советский Союз постоянно прибегал к заимствованиям в странах, являвшихся поставщиками. Данные кредиты привлекались и погашались на обычных рыночных условиях, причем исключительно в денежной форме - в свободно конвертируемой валюте, которую можно было получить либо за счет экспорта на западные рынки, либо за счет новых кредитов.

За период 1985 - 1991 гг. общая сумма внешнего долга СССР западным странам возросла почти в три раза - с $22,5 до 65,3 млрд. Рост задолженности Западу продолжился и при российских властях: за счет начисления процентов по советским долгам, которые фактически перестали погашать, и за счет новых кредитов, в том числе международных валютно-финансовых организаций - к концу 1997 г. внешний долг России возрос до $124 млрд., а к концу 1998 г. - до $142 млрд., что поставило ее в один ряд с Мексикой и Бразилией, являющимися крупнейшими мировыми должниками. При этом унаследованные Россией долги имели крайне неблагоприятную структуру. Они состояли, главным образом, из среднесрочных и краткосрочных кредитов, и их основная масса подлежала погашению в 1992 - 1995 гг.

Круг западных кредиторов России достаточно велик - в него входят около 600 коммерческих банков из 24 стран, а также Международный валютный фонд, Международный банк реконструкции и развития, Европейский банк реконструкции и развития. Основной массив долгов приходится на банки 6 стран - Германии, Италии, США, Франции, Австрии и Японии.

Нынешние российские долги Западу включают четыре категории.

Первая и самая большая - задолженность перед так называемыми официальными кредиторами, т.е. перед коммерческими банками западных стран, предоставляющими средства взаймы под гарантии соответствующих правительств или при страховании кредитов в государственных структурах. Регулирование задолженности подобного рода входит в компетенцию Парижского клуба - особого координирующего органа, в который входят официальные представители основных стран - международных кредиторов.

Вторая группа - это кредиты, предоставленные коммерческими банками западных стран уже самостоятельно, без государственных гарантий. Задолженность по таким кредитам регулируется так называемым Лондонским клубом, объединяющим банкиров-кредиторов на неофициальной основе.

Третью группу образует задолженность различным западным коммерческим структурам по фирменным кредитам, связанным с поставкой товаров и оказанием услуг.

Четвертую группу - долги международным валютно-финансовым организациям (МВФ, МБРР, ЕБРР).

После распада СССР сначала предполагалось, что каждое из государств будет нести свою долю ответственности по внешнему долгу (союзный долг тогда оценивался в $108 млрд.), а также иметь соответствующую долю в активах бывшего СССР ($165 млрд. за вычетом безнадежных долгов третьих стран СССР). За четыре дня до подписания в декабре 1991 г. Беловежского соглашения, в соответствии с которым Советский Союз официально прекратил свое существование, 8 из 15 союзных республик подписали "Договор о правопреемстве в отношении внешнего государственного долга и активов СССР". В соответствии с ним, доля России в зарубежных активах и во внешнем долге СССР первоначально составляла 61,3%. Но спустя два года Россия, подписав с большинством республик соответствующие двусторонние соглашения, взяла на себя активы и обязательства всех остальных республик бывшего СССР, стала его правопреемником, сохранила за собой место в ООН и Совете Безопасности, унаследовала всю зарубежную собственность СССР и приняла на себя обязательства по выплате всей его кредитной задолженности. (От подписания соглашения отказалась Украина). Подобное решение стоило дорого, но позволило РФ сохранить позиции на внешних финансовых рынках и обеспечило доверие потенциальных партнеров.

После принятия обязательств по выплате долгов бывшего СССР России пришлось включиться в процесс их реструктуризации, т.е. урегулирования и официального переоформления кредитов, полученных Советским Союзом на западных рынках, - прямой отказ от их возврата или неплатежи явочным порядком грозили полной изоляцией от любого из международных кредитных источников. В ходе соответствующих переговоров, российская сторона рассчитывала на списание хотя бы некоторой части задолженности. Однако западные страны согласились лишь с вариантом отсрочки погашения, хотя и довольно длительной.

В январе 1992 г. правительство РФ заключило первое соглашение о реструктуризации долга с Парижским клубом кредиторов, за ним последовали три реструктуризации в 1993-1995 гг., которые охватывали процентные выплаты в период с декабря 1991 г. по конец 1995 г. В апреле 1996 г. было достигнуто принципиальное соглашение с Парижским клубом о реструктуризации приблизительно $40 млрд. задолженности кредиторам клуба. Около 45% этой суммы будет выплачено в период до 2020 г., остальные 55% (которые включают все краткосрочные долги Парижскому клубу) - до 2016 г. Выплаты по основному долгу, постепенно увеличиваясь, производятся с 2002 г. Размер задолженности РФ Парижскому клубу кредиторов составляет на данный момент $35 млрд.

Заключительное соглашение о реструктуризации долга бывшего Советского Союза Лондонскому клубу было подписано 2 декабря 1997 г. Внешэкономбанком. Согласно условиям реструктуризации, весь основной долг, насчитывавший на тот момент приблизительно $24 млрд., должен быть погашен к концу 2020 г. Реструктурированный основной долг имеет плавающую процентную ставку. В период льготного погашения процентные выплаты ограничены плавно увеличивающимся потолком, а оставшиеся невыплаченными проценты капитализируются. Первые выплаты по основному долгу произведены в 2002 г. Официальным должником по долгу Лондонскому клубу является Внешэкономбанк.

**3. Мероприятия по реструктуризации государственного долга**

Мировой кризис заставил крупных инвесторов пересмотреть свое отношение к кредитным рискам. Россия в данном контексте рассматривалась как страна с повышенными инвестиционными рисками, что не замедлили подтвердить основные рейтинговые агентства. Средства, инвестированные ранее в Россию, стали рассматриваться как высокорискованные, а новые вложения прекратились.

Таким образом, в России сложилась кризисная ситуация, связанная с обслуживание как внутреннего, так и внешнего долга. Высокий спрос на иностранную валюту, определяемый значительной долей импорта, инфляционными ожиданиями и склонностью к сбережениям в долларах США, предопределил давление на обменный курс рубля. Бюджетный кризис, обусловленный низким сбором налогов и бюджетным дефицитом, а также возросшая политическая нестабильность послужили причинами нежелания инвесторов покупать государственные бумаги РФ. Успешное завершение переговоров российского правительства с МВФ и Всемирным банком в середине июля 2008 г. о предоставлении стабилизационного кредита на сумму $22,6 млрд. дало правительству время и средства для реструктуризации государственного долга. Наиболее рациональной стратегией в сложившейся ситуации представлялось сокращение "короткого" и дорогого внутреннего долга за счет увеличения внешнего - значительно менее дорогого и "длинного".

Необходимо отметить, что в результате мер, направленных на стабилизацию ситуации на финансовом рынке, во 2-м квартале 2008 г. правительство значительно увеличило долю внешнего финансирования: если на конец марта она составляла около 22%, то на конец июня - уже 52,4%. В результате сокращения выпуска "коротких" гособлигаций объем долга по ГКО сократился в апреле-июне 2008 г. на 2,3%. Кроме того, для "удлинения" и сокращения внутреннего долга, а следовательно, и для уменьшения нагрузки на бюджет в июле 2008 г. правительство предложило добровольный обмен ГКО на 7- и 20-летнии еврооблигации. Акция была рассчитана в основном на иностранных инвесторов, предоставив им возможность перейти в долларовые бумаги и избежать риска девальвации. В результате обмена ГКО на еврооблигации правительство конвертировало ГКО на сумму 27,5 млрд. руб. в еврооблигации на сумму $4,4 млрд. Дополнительно были размещены еврооблигации в объеме $500 млн.

В последние годы благодаря благоприятной конъюнктуре мировых сырьевых рынков, долговое бремя России значительно сократилось. Долговое бремя России снижается, как в абсолютном выражении, так и относительно ВВП, в то время как обслуживание внешнего долга осуществляется исключительно за счет внутренних ресурсов. При этом если раньше долговые выплаты связывали всю экономику страны и являлись для нее непосильным грузом, то теперь, благодаря гибкой фискальной политике, они не являются столь обременительными, федеральный бюджет сводится с профицитом, а правительство может себе позволить производить досрочные выплаты по долгам и расходы на другие сектора экономики. В прошлом году правительство досрочно произвело выплаты в счет погашения внешней задолженности, в результате чего расходы по обслуживанию и погашению долга в 2008 г. сократились.

Если в 2006 г. отношение внешнего долга к ВВП составляло 20%, то в 2007 г. - уже 12%, а к концу 2008 - снизится до 3%.

**Заключение**

Таким образом, в последние годы благодаря благоприятной конъюнктуре мировых сырьевых рынков, долговое бремя России значительно сократилось. Долговое бремя России снижается, как в абсолютном выражении, так и относительно ВВП, в то время как обслуживание внешнего долга осуществляется исключительно за счет внутренних ресурсов. При этом если раньше долговые выплаты связывали всю экономику страны и являлись для нее непосильным грузом, то теперь, благодаря гибкой фискальной политике, они не являются столь обременительными, федеральный бюджет сводится с профицитом, а правительство может себе позволить производить досрочные выплаты по долгам и расходы на другие сектора экономики.

Под управлением государственным долгом понимается совокупность мероприятий государства по выплате доходов кредиторам и погашению займов, изменению условий уже выпущенных займов, определению условий и выпуску новых государственных ценных бумаг. Основной формой государственного кредита являются государственные займы, характеризующиеся тем, что временно свободные денежные средства населения, предприятий и организаций привлекаются для финансирования дефицита государственного бюджета путем выпуска и реализации государственных ценных бумаг.

Мировой кризис заставил крупных инвесторов пересмотреть свое отношение к кредитным рискам. Россия в данном контексте рассматривалась как страна с повышенными инвестиционными рисками, что не замедлили подтвердить основные рейтинговые агентства. Средства, инвестированные ранее в Россию, стали рассматриваться как высокорискованные, а новые вложения прекратились.

**Список использованной литературы**

1. Андрианов В. Масштабы внешней задолженности России // Экономист. - 2007. - № 12. - С.51-55.

2. Анисимов А.С. Государственный долг России. - М., 2007. - 143с.

3. Астапов К. Управление внешним и внутренним государственным долгом в России // Мировая экономика и междунар. отношения. - 2007. - № 2. - С.26-35.

4. Балацкий Е. Прогнозирование внешнего долга: модели и оценки / Е. Балацкий, В.Свистунов // Мировая экономика и междунар. отношения. - 2008. - № 2. - С.40-46; № 3. - С.61-68.

5. Бескова И.А. Анализ управления государственным долгом Российской Федерации // Финансы. – 20018. - № 2. - С.72-73.

6. Бескова И.А. Управление государственным долгом // Финансы. - 2006. - № 4. - С.61-62.

7. Вавилов А. Государственный долг: Уроки кризиса и принципы управления. - М., 2008. - 304с.

8. Вавилов А. Принципы государственной долговой политики / А.Вавилов, Е.Ковалишин // Вопр. экономики. - 2007. - № 8. - С.46-63.

9. Гаврилова Н. К вопросу о государственном долге // Экономист. - 2007. - № 4. - С.45-48.

10. Данилов Ю.А. Рынки государственного долга: мировые тенденции и российская практика. - М., 2008. - 432с.

11. Деменцев В. Внешний долг России в системе международной задолженности // Финансы. - 2006. - № 12. - С.18-20.

12. Долговая петля России // Российская Федерация сегодня. - 2008. - № 3. - С.18-23.

13. Жуков П. За все заплатят налогоплательщики // Экономика и жизнь. - 2007. - Окт. (№ 42). - С.4-5.

14. Журавлев С. Как обойтись без внешних займов // Рос. газ. - 2006. - 22 марта. - С.1, 2.

15. Звонова Е.А. О внешней задолженности России // Деньги и кредит. - 2008. - № 8. - С.60-64.

16. Златкис Б.И. Проблемы создания системы управления государственным долгом в Российской Федерации // Финансы. - 2008. - № 4. - С.3-6.

17. Илларионов А. Платить или не платить?: Альтернативные стратегии снижения бремени государственного внешнего долга // Вопр. экономики. - 2007. - № 10. - С.4-23.

18. Кабашкин В. Кто и как контролирует долги? / Беседу вел С. Пыхтин // Рос. Федерация сегодня. - 2007. - № 1. - С.36-37.

19. Как государство будет платить по внешнему долгу в соответствии с новым проектом Закона «О федеральном бюджете на 2008 год»

1. 1 Астапов К. Управление внешним и внутренним государственным долгом в России // Мировая экономика и междунар. отношения. - 2007. - № 2. - С.26-35. [↑](#footnote-ref-1)
2. 1 Анисимов А.С. Государственный долг России. - М., 2007. - 143с. [↑](#footnote-ref-2)
3. 1 Андрианов В. Масштабы внешней задолженности России // Экономист. - 2007. - № 12. - С.51-55. [↑](#footnote-ref-3)