

**Б.А. Хейфец**

**КРИЗИС И НОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ В ПОЛИТИКЕ  
УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ В РОССИИ**

*Хейфец Борис Аронович – доктор  
экономических наук, главный научный  
сотрудник Института экономики РАН.*

**Снова бюджетный дефицит**

*Мировой финансовый кризис, остро сказавшийся на российской экономике, вновь привлек особое внимание к проблеме эффективного управления государственным долгом России, прежде всего его внешней составляющей. Российская долговая политика была проблемной областью все 1990-е годы, но особенно усугубил ее положение кризис 1998 г. Внутренний долг в июне 1998 г. составлял около 450 млрд. руб., или 75 млрд. долл. по докризисному курсу. Максимальная глубина внешнего долга в 159 млрд. долл. была достигнута в конце 1999 г.*

*В отличие от внутреннего долга, с которым достаточно легко удалось «расправиться» с помощью дефолта по основным рублевым обязательствам государства и обвальной девальвации национальной валюты, внешняя задолженность потребовала существенных политических и дипломатических усилий и решение проблем с ней было связано с определенными моральными издержками. Резкая активизация долговой политики<sup>1</sup>, а также благоприятная внешняя конъюнктура способствовали досрочному погашению значительной части внешнего долга, который к концу 2008 г. уменьшился до 40 млрд. долл. Внутренний долг хотя и вырос, опередив в 2007 г. внешний, но в количественном выражении – почти 1,5 трлн. руб. (примерно 51 млрд. долл.) на конец 2008 г. представлял вполне «удобоваримую» для бюджета величину (см. рис. 1). Если в 2000 г. отношение государственного долга к ВВП составляло 61,3% (53,7% – внешний долг и 7,6% – внутренний), то в 2008 г. оно снизилось до 8,5% (3,9 и 4,6% соответственно).*

---

<sup>1</sup>. Принятие ряда жестких ограничительных норм, закрепленных в Бюджетном кодексе РФ, существенное снижение новых заимствований и усиление контроля за использованием уже полученных иностранных кредитов в рамках начавших разрабатываться с 2003 г. и ежегодно уточнявшихся трехлетних стратегий по управлению государственным долгом и т.п.

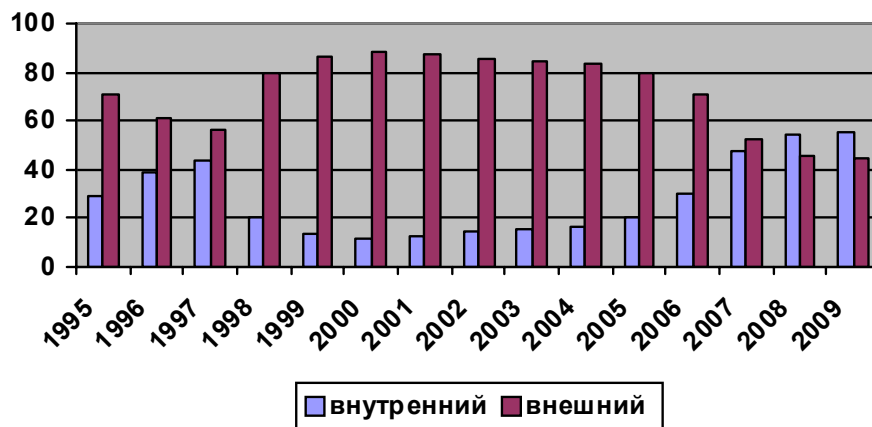


Рисунок 1. Соотношение внешнего и внутреннего долга, начало года, %

**Источник:** Рассчитано автором по данным Минфина (данные по внутреннему долгу пересчитаны по курсу Банка России на соответствующую дату).

Удачные решения в долговой политике, прежде всего в управлении внешним долгом, не означают, что в этой сфере не были допущены определенные просчеты. Так, на наш взгляд, слабо использовались операции *buy back*, а также своповые операции, для которых часто привлекались сомнительные посредники, получившие крупные «комиссионные». Досрочные выплаты по внешнему долгу начались с самых «дешевых» кредитов МВФ. Решение же о досрочном погашении долга перед Парижским клубом запоздало на два-три года, и это погашение было проведено не одновременно, а поэтапно, завершившись, когда финансовое положение России стало наилучшим со времени обретения ею независимости, что привело к существенному увеличению общей массы реструктурированного долга (более подробно см. 11) Счетная палата в этот период неоднократно выявляла недостатки в учете госдолга (см., например, рис. 1).

Однако эти просчеты в целом не носили стратегического характера и привели лишь к дополнительным, но не критичным для прежнего уровня бюджетных доходов затратам на обслуживание долга. Вместе с тем в тот период был серьезно ослаблен контроль за корпоративной задолженностью, бурный рост которой стал одной из острейших проблем второй половины 2008 г.

*Ухудшение внешней конъюнктуры для основных российских экспортных товаров и уменьшение положительного сальдо счета текущих операций платежного баланса, с одной стороны, и необходимость выполнения взятых ранее социальных и некоторых других финансовых обязательств – с другой, привели к составлению бюджета на 2010 г. с первичным дефицитом. Одним из главных источников его покрытия, как это принято в мировой практике, наряду со средствами резервных фондов должны стать финансовые заимствования, в том числе на международных рынках.*

#### Какие есть варианты

*Возникает вопрос, насколько оправданна политика использования внешних займов, т.е. фактически возврат на уже пройденный путь с последующим перераспределением нагрузки на будущие поколения для выплаты долга. Похоже, что новые заимствования – неизбежный шаг, учитывая сегодняшние реалии квазирыночной экономики России. Логика проста: покрыть бюджетный дефицит можно за счет увеличения доходов и / или снижения расходов. Быстрое повышение доходов, если исключить значительный рост налогов, нереальный в условиях кризиса, при вялой глобальной и внутренней конъюнктуре рынков и слабо диверсифицированной структуре экономики, невозможно. Это долгосрочная перспектива, связанная с переходом на инновационную модель развития.*

*Конечно, имеются и краткосрочные резервы. Однако к действенным практическим шагам, например по осторожному «декларационному» наступлению на коррупцию или сокращению одного из крупнейших в мире офшорного сектора экономики, правительство явно не готово. Не говоря уже о «теневой экономике», которая не наблюдается официальной статистикой. Такая экономика, по оценке председателя Счетной палаты РФ С. Степашина, достигла 25% ВВП, в то время как в США 0,8%, Швеции – 1,3%, Канаде – 2,7%. Только легализация производства и реализации алкогольной продукции могла бы увеличить доходы казны на 35–40 млрд. руб. (7).*

*Не удастся в силу различных причин существенно сократить и расходы, что на практике считается одним из самых эффективных способов покрытия бюджетного дефицита, способным дать относительно скорые финансовые результаты. Например, в 2008 г. расходы на государственное и муниципальное управление выросли на 30%, в 2009 г. – еще на 4%. Каждый третий бюджетный рубль в этой сфере был потрачен без должной отдачи<sup>2</sup>.*

---

<sup>2</sup>. <http://www.gazeta.ru/financial/2009/10/22/3275968.shtml>.

Большие потери связаны и с использованием офшорных схем минимизации налогообложения и нелегального вывоза капитала. Точных интегральных оценок по России, где от 70 до 90% всех крупных частных предприятий принадлежит структурам, инкорпорированным в офшорных и связанных с ними юрисдикциях, а госкомпании активно используют офшорных трейдеров и офшорные инвестиционные компании, нет. Но есть данные по другим странам. Так, согласно оценкам, приведенным в 2009 г. Б. Обамой, за последнее десятилетие одни только не запрещенные законом схемы по использованию «налоговых гаваней» стоили американскому бюджету 190 млрд. долл. (2). В Германии, как утверждает министр финансов П. Штайнбрюк, уклонение от налогов (главным образом с помощью офшоров) обходится бюджету примерно в 30 млрд. евро. В целом же ЕС ежегодно теряет из-за этого примерно 100 млрд. евро (12).

Могут быть задействованы и различные резервные фонды, включая золотовалютные запасы. Но это крайне рискованный шаг, угрожающий финансовой стабильности страны. Прежде всего, это может привести к росту инфляции. Кроме того, при наихудших вариантах средств одного только резервного фонда может не хватить даже на весь 2010 г.

#### Плюсы и минусы новых займов

В пользу выпуска новых государственных облигационных займов говорит то, что на мировых финансовых рынках появились свободные ресурсы, а присутствие на них России благоприятно скажется на российских финансовых рынках. Вопрос заключается в масштабах, цене и формах этого присутствия. Бюджетные наметки правительства по внешним заимствованиям на ближайшие три года таковы: в 2010 г. – 16,3 млрд. долл.; в 2011 г. – 17,5 и в 2012 г. – 18,6 млрд. долл. (5; Приложение 21), что в целом составляет 52,4 млрд. долл. и практически не очень существенно (менее 10%) для современного российского ВВП. По критериям ЕС отношение государственного долга к ВВП не вызывает опасений, если не превышает 60%. При условии, конечно, что не станет стабильным повышение мировых цен на топливо и сырье, которое наблюдалось в сентябре-декабре 2009 г. Последнее позволило бы значительно уменьшить размеры заимствований или отказаться от них вообще.

В конце 2009 г. появились новые оценки. Как заявил заместитель министра экономического развития РФ А. Клепач, в 2010 г. Россия может сократить объем выпуска государственных облигаций почти вдвое по сравнению с намечавшимся ранее – до 8–10 млрд. долл. Это связано с тем,

что изначально в бюджете 2009 г. среднегодовая цена нефти была заложена в 41 долл. за баррель, летом ее повысили до 54 долл., а в начале осени – еще до 57 долл. В ноябре-декабре нефть торгуется выше отметки в 70 долл. По расчетам Минфина РФ, если цена нефти достигнет 100 долл. за баррель, то бюджет может быть бездефицитным. Однако есть и другие прогнозы, говорящие о возможном падении нефтяных цен в связи с новой волной кризиса (9).

Цена займов также пока невысока. Даже крупным корпорациям сейчас удастся организовать среднесрочные заимствования на уровне 6–7% годовых. Россия как суверен за пятилетние еврооблигации может рассчитывать на плату не более 6% годовых, а еще есть возможность получения более дешевых кредитов от МВФ. Кроме того, еврооблигационная форма заимствований позволяет проводить более гибкую политику управления внешним долгом.

Существенно возрастут и внутренние займы. За 2009 г. суверенный внутренний долг возрос почти на 0,5 трлн. руб., в том числе за счет значительного увеличения госгарантий. В 2010 г. с внутреннего рынка должны будут привлечены 568 млрд. руб., в 2011 г. – 749 млрд. руб. и в 2012 г. – 237 млрд. руб.

Реальная нагрузка на бюджет будет еще выше. Нужно учитывать, что Россия взяла на себя обязательства в размере 10 млрд. долл. для покупки облигаций МВФ, выручка от продажи которых пойдет в Международный антикризисный фонд для поддержки платежных балансов нуждающихся стран по линии Фонда. Были предоставлены кредиты ряду зарубежных стран – Беларуси, Кыргызстану, Армении, Кубе, Венесуэле и некоторым другим. Правда, многие из этих займов и кредитов несут политическую нагрузку или пойдут на финансирование российских предприятий, которые будут поставлять в счет данных кредитов экспортную продукцию. Однако в любом случае правительству необходимо будет объяснить обществу, почему наряду с кредитованием зарубежных стран мы прибегаем к внешним заимствованиям. Сейчас кредитная политика практически не объясняется, а Программа предоставления государственных финансовых кредитов из открытого приложения к Федеральному закону о бюджете стала в последние два года секретной. Например, совсем нелогичным представлялось возможное (но, к счастью, не состоявшееся) предоставление кредита в 4 млрд. долл. Исландии осенью 2008 г.

И очень серьезным является вопрос об использовании кредитов. Исходя из прежнего российского опыта, обеспечить действенный контроль за эффективностью долгового финансирования практически невозможно. Как планируется, новые кредитные ресурсы поступят в распоряжение бюджета. Поэтому вряд ли здесь можно ожидать серьезных изменений.

Тем более что сейчас ослаблена роль бюджетного кодекса и государственного контроля за исполнением бюджета и использованием средств на антикризисные мероприятия. Поэтому велика вероятность низкой эффективности новых займов. По большому счету, все упирается в смену модели развития и управления экономикой.

#### Груз корпоративной задолженности

Немаловажен и факт, что государственные заимствования будут вытеснять частные заимствования. Вместе с тем вопрос о рефинансировании корпоративной задолженности в настоящее время стоит очень остро: за 2001–2008 гг. она выросла практически в 15 раз, составив почти 500 млрд. долл., а на 1 января 2010 г. уменьшилась до 425,4 млрд., из которых 299,8 млрд. приходится на нефинансовый сектор, а 125,6 млрд. долл. – на банки (см. табл. 1).

Таблица 1

#### РОСТ КОРПОРАТИВНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ, МЛРД. ДОЛЛ.

	1.01. 2000 г.	1.01. 2002 г.	1.10 2004 г.	1.01. 2006 г.	1.01. 2007 г.	1.01. 2008 г.	1.10 2008 г.	1.01. 2009 г.	1.01. 2010 г.
<b>Совокупный внешний долг*</b>	<b>180,0</b>	<b>150,8</b>	<b>182,0</b>	<b>257,4</b>	<b>309,7</b>	<b>465,4</b>	<b>542,1</b>	<b>479,9</b>	<b>469,7</b>
Корпоративная задолженность, в том числе	29,3	37,6	75,1	175,2	260,7	419,0	498,3	447,7	425,4
Банковская система (без участия в капитале)**	8,2	13,6	24,8	50,2	101,2	163,7	197,9	166,3	125,6
Нефинансовые предприятия (без участия в капитале)***	21,1	24,0	50,3	125,0	159,5	255,3	301,4	281,4	299,8

\* Включает государственный, региональный и корпоративный внешний долг.

\*\* Включены обязательства ВЭБа. Внешняя суверенная задолженность, учитываемая ВЭБом как агентом Правительства РФ, отражается в обязательствах органов государственного управления.

\*\*\* Включается рыночная стоимость привилегированных акций, находящихся в собственности нерезидентов. Привилегированные акции классифицируются в качестве компонента внешнего долга в связи с обязательством эмитента выплачивать по ним дивиденды, при этом эмитент не принимает на себя обязательств по выкупу их по рыночной цене.

Источник: Хейфец Б.А. *Кредитная история России. Характеристика суверенного заемщика*. – М., 2003. – С. 267; данные Банка России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru))

Некоторые эксперты, занимающиеся проблемами государственного долга, предлагают считать корпоративную задолженность, прежде всего задолженность контролируемых государством корпораций и банков, условными (обусловленными) суверенными обязательствами (см. подробнее: 8, с. 251–253). За них государство при определенных обстоятельствах должно нести установленную ответственность в виду их угрозы для обеспечения стабильности экономического развития страны. Современный кризис показал справедливость этих утверждений, когда значительная государственная финансовая помощь была оказана корпорациям и банкам, испытывавшим острую нехватку ликвидности, во многих развитых странах.

Большую финансовую поддержку получил корпоративный сектор и в России, в частности целевую – на погашение внешней задолженности частных компаний. В самый острый период кризиса (октябрь 2008 г.) государство выделило ВЭБу 50 млрд. долл. для рефинансирования внешнего долга корпорациям, но выдало нескольким частным компаниям 11 млрд. долл. под льготные проценты (в основном, LIBOR+5%)<sup>3</sup>, тогда как на финансовых рынках деньги российским компаниям в сентябре-октябре 2008 г. можно было получить только под 20–25%. Однако вскоре правительство остановило эту акцию, т.е. фактически признало ошибочность такого преференциального подхода к отдельным финансовым группам.

Интересно, что после этого ничего катастрофического не произошло. Должники сами стали выкручиваться из критического положения – путем договоренностей с кредиторами и реструктуризации долга, продажи части активов, новых займов, банкротств и использования других, принятых в таких случаях форм управления.

Начались и прямые выплаты по задолженности из увеличившихся доходов компаний. Так, Evraz group в декабре 2009 г. досрочно погасил большую часть кредита, взятого у ВЭБа – 800 млн. долл. из 1,8 млрд. долл. «Альфа-групп» погасила 500 млн. долл. из кредита ВЭБа в 2 млрд. долл. Магнитогорский металлургический комбинат (ММК) досрочно погасил кредит в 5,8 млрд. руб. «Газпромбанку». «Роснефть» из китайского кредита в 25 млрд. долл. погасила 800 млн. долл. ВЭБу.

---

<sup>3</sup>. Среди «спасенных» госпомощью компаний были UC RUSAL (долг – 4,5 млрд. долл.), «Альфа-групп» (2 млрд. долл.), Evraz Group (1,8 млрд. долл.), «Роснефть» (800 млн. долл.), «Газпром нефть» (750 млн. долл.), ПИК (262 млн. долл.), «Ситроникс» (230 млн. долл.).

Даже самый крупный частный должник *УС RUSAL*, получив срочную помощь от госбанков (*ВЭБа*, *Сбербанка*, *Газпромбанка* на сумму примерно 6,5 млрд. долл.), после почти года переговоров с пулом частных кредиторов в декабре 2009 г. достиг договоренности о реструктуризации 7,4 млрд. долл. своих внешних обязательств перед ними. В конце концов кредиторы заинтересованы в возврате своих денежных средств, а не в банкротстве должника.

А некоторые должники, опасаясь перехода под контроль государства закладываемых «под помощь» своих акций, сами отказались от кредитов *ВЭБа*, найдя другие источники финансирования.

Российские банки и компании значительно активизировали собственную деятельность по снижению своего долгового бремени. Можно выделить следующие главные направления такой работы.

1. Прямое погашение или выкуп задолженности (об этом частично уже говорилось выше).

2. Реструктурирование задолженности перед конкретными кредиторами или группами кредиторов.

Кроме *УС RUSAL*, здесь очень характерен пример крупного девелопера «Группа ПИК», которая в связи с обвалом рынка недвижимости и сильной долговой нагрузкой попала в очень тяжелое экономическое положение. Тем не менее уже в декабре 2009 г. она объявила о реструктуризации 80% взятых ею кредитов, что наряду с получением госгарантий на 14,38 млрд. руб. позволило ей выполнить требование «Сбербанка» для получения от него нового кредита в 12,75 млрд. руб.

3. Замещение кредитов одних банков или облигационной задолженности кредитами других банков.

Так, «Металлоинвест» для погашения задолженности перед «Сбербанком» использовал кредит *ВТБ*. «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 (*ТМК*) заняла в *ЕБРР* 200 млн. долл. для погашения своих евробондов (3), а также кредиты в «Газпромбанке», «Сбербанке» и *ВТБ* на сумму 1750 млн. долл. для погашения коротких долгов. «Вымпелком» выкупил собственные еврооблигации на 320 млн. долл., заместив их привлеченным в сентябре 2009 г. кредитом «Сбербанка».

4. Эмиссия новых выпусков еврооблигаций.

В 2009 г. было осуществлено размещение пяти выпусков еврооблигаций нефинансовыми компаниями (за весь 2008 г. их было девять): «Газпром» разместил четыре выпуска долговых бумаг для рефинансирования своей

задолженности в размере – 500 млн. швейцарских франков, 5,5 млрд. евро и 850 млн. евро и 600 млн. долл.; «ЛУКОЙЛ» – один (1,5 млрд. долл.). При этом «Газпром» опробовал новый инструмент – еврокоммерческие бумаги, которые он размещал на короткий срок в три месяца всего под 3,4% годовых. Начали размещать еврооблигации и банки. Первым это сделал «Промсвязьбанк», разместивший в ноябре 2009 г. субординированные еврооблигации на 200 млн. долл. со ставкой 12,75% годовых на срок в пять с половиной лет. ТМГ запланировала четыре выпуска трехлетних биржевых облигаций – двух по 5 млрд. руб. и двух по 10 млрд. руб., которые будут размещаться не одновременно, а по мере необходимости для рефинансирования долга компании. Такие же планы и у Evraz Group, который хочет выпустить четыре серии десятилетних облигаций на 30 млрд. руб.

5. Размещение новых выпусков акций и депозитарных расписок.

ТМК обратилась с заявкой на регистрацию новых выпусков американских депозитарных расписок (ADR) на Нью-Йоркской бирже на сумму до 100 млн. долл. ВТБ в сентябре 2009 г. разместил в России дополнительную эмиссию акций на 60,5 млн. руб. UC Rusal готовится провести крупное размещение своих акций на бирже Гонконга: она намерена предложить инвесторам до 10% акций от нынешнего уставного капитала, которые могут принести ей 2–2,6 млрд. долл.

6. Продажа зарубежных и внутренних активов, прежде всего непрофильных.

АФК «Система» продала за 1 долл. 20% акций девелопера «Системы-галс» из 51%, заложенных в банке, но с условием продлить срок до начала погашения долга «Системы-галс» в размере 23,5 млрд. руб. Одна из крупнейших зерновых компаний России – «Настюша» отдала за долги «Россельхозбанку» десять из 13 своих зернохранилищ (4).

7. Личные финансовые «вливания» основных собственников.

А. Абрамов и Р. Абрамович вложили 400 млн. долл. личных средств в новый выпуск евробондов Evraz Group объемом 500 млн. долл., а облигации на остальные 100 млн. долл. так же как и глобальные депозитарные расписки (GDR) Evraz Group были размещены на свободном рынке; Е. Батурина для расплаты по задолженности «Интеко» продала принадлежавшие ей акции «Газпрома» и «Сбербанка».

Конечно, о прекращении господомощи в уменьшении долгового бремени российских компаний говорить пока нельзя. Однако эта помощь начала осуществляться в косвенных формах. Например, ее важнейшим элементом стали государственные гарантии под долговое финансирование, которого после получения таких гарантий уже добивались самостоятельно

российские компании. Суммарный объем государственных гарантий в 2009 г. был запланирован в размере до 300 млрд. руб., однако фактически было использовано гарантий на менее чем 200 млн. долл. В 2010 г. возможно увеличение рублевых госгарантий до 532,5 млрд. руб. (в том числе гарантии на 410 млрд. руб. с правом регрессного требования или с уступкой прав требования к лицу, по обязательствам которого предоставлена государственная гарантия РФ), а в 2011–2012 гг. они уменьшатся до 64,5 млрд. руб. и 53,5 млрд. руб. соответственно.

В то же время будут значительно увеличены гарантии в иностранной валюте, что значительно расширит возможности заимствований на зарубежных рынках российских корпораций. Согласно «Программе государственных гарантий Российской Федерации в иностранной валюте на 2010 год и на плановый период 2011 и 2012 годов», эти гарантии в 2010 г. могут составить до 8 млрд. долл., в 2011 г. – 4,4 млрд. долл. и в 2012 г. – 3 млрд. долл. (5; приложение 22).

Другой формой госпомощи стал выкуп части дополнительных эмиссий облигаций или акций. Так, значительную часть намеченных к выпуску в 2009–2010 гг. РЖД необеспеченных облигаций (200 млрд. руб.), вероятно будет выкуплена госбанками. Из планирующейся продажи 10% акций UC RUSAL ВЭБ может купить 3% акций (10).

Что касается одного из главных аргументов для оказания прямой государственной помощи осенью 2008 г. – «заложенные иностранным банкам при получении кредитов акции российских стратегических предприятий перейдут к иностранным собственникам» – то он недостаточно убедителен. Если здесь недостаточно Федерального закона «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и государства» (от 29 апреля 2008 г. № 57-ФЗ), то закон нужно дополнить соответствующими поправками, касающимися залога акций российских предприятий. Или необходимо разработать и принять с учетом таких обстоятельств новый закон о залоге. Сейчас залоговые правоотношения регулируются Законом РФ от 29 мая 1992 г. № 2872-1 «О залоге» (с изменениями от 26 июля 2006 г.) и ГК РФ, которые не учитывают современные глобальные реалии экономического развития России.

Так ли велика корпоративная задолженность?

Следует также тщательно разобраться с самой корпоративной задолженностью. Дело в том, что значительная ее часть сформировалась

за счет кредитов от компаний и банков из классических офшоров и стран, задействованных в офшорных финансовых схемах. В 2007 г. из 93 млрд. долл., на которые увеличилась задолженность нефинансовых структур, 70 млрд. пришлось на офшоры и связанные с ними юрисдикции (там обычно размещены головные компании холдингов). Во внешнем долге небанковских корпораций на 53,6 млрд. долл. за 2008 г. на Кипр пришлось 14,0 млрд., Великобританию – 7,0; Люксембург – 4,0; Британские Виргинские острова – 2,0 млрд. долл.

Конечно, это могут быть реальные кредиты от западных банков и корпораций и перекредитование через свои «дочки» – кредиторы предпочитают таким образом оформлять кредиты. Но есть основания предполагать, что частично это кредиты самим себе (страхование рисков ввиду особенностей инвестиционного климата в России). Иными словами, это обычные внутрикорпоративные финансовые проводки. Реальная внешняя задолженность российских компаний, по нашему мнению, может быть на 20–50% ниже.

Такой вывод подтверждают и данные Росстата по инвестициям: в поступивших в страну в 2008 г. 104 млрд. долл. инвестиций, на различные виды кредитов приходилось почти 84 млрд. (80%), а в прямых инвестициях доля кредитов, полученных от зарубежных совладельцев предприятий, – 36% (27 и 9,7 млрд. долл. соответственно).

В первом полугодии 2009 г. из 32,1 млрд. долл. инвестиций на различные виды кредитов приходилось более 27 млрд., или 84%, а в прямых инвестициях доля кредитов, полученных от зарубежных совладельцев предприятий, составила 39% (2,4 из 6,1 млрд. долл.). Сейчас ситуация немного начала меняться: корпорации рефинансируют ранее полученные кредиты в ВЭБ или получают новую помощь, оформляя ее на свои российские дочки, т.е. камуфлируя свою «офшорную изнанку».

Среди важных мер в этой области можно назвать создание долгового агентства, которое кроме вопросов активного управления суверенным долгом занималось бы мониторингом корпоративной задолженности. Такая идея была в начале 2000-х годов, но в силу различных причин не была реализована. Обсуждается идея о создании финансового агентства в форме открытого акционерного общества, которое будет управлять фондом национального благосостояния, свободными средствами бюджета и долгами.

В пользу создания специального органа говорит и то, что деятельность государственных представителей, равно как и независимых директоров в госкомпаниях, на которые приходится около 50% всего долга, оказалась нерезультативной с точки зрения управления корпоративной задолженностью.

Минфин, правда, планирует внедрить в начале 2010 г. новый механизм мониторинга корпоративной задолженности для компаний с государственным участием, пользующихся господдержкой и квазисуверенным рейтингом. Речь идет о неформальном совещательном органе, который следил бы за планами госимитентов и координировал их действия. Если же такой механизм не работает, то, как считает заместитель министра финансов Д. Панкин, придется вводить правила распоряжением или постановлением правительства (6).

Но до конца ясности в этом вопросе нет. Например, Минэкономразвития считает, что мониторинг внешних долгов должен коснуться не только государственных, но и частных компаний. Как отмечает глава ведомства Эльвира Набиуллина, «речь не идет об ограничении: вводить ограничения или запреты, наверное, нецелесообразно, но нужно понимать, что в этой сфере происходит, не доходим ли мы до какой-то опасной черты с корпоративным долгом» (9). Другой вопрос, какие эффективные меры могут предпринять госведомства, если ситуация окажется неблагоприятной? И прежде, без мониторинга, было ясно, что многие госкомпании игнорируют риски внешних займов.

Для ограничения роста корпоративной задолженности были предприняты попытки повышения нормы обязательного резервирования при осуществлении заграничных займов (2006). Некоторые эксперты предлагали замораживание внешних заимствований госпредприятий до утверждения правительством жестких правил таких операций вплоть до включения в программы государственных заимствований.

На наш взгляд, возможно включение в Бюджетный кодекс и закона о бюджете максимального уровня государственного внешнего и внутреннего долга в расширенном толковании, т.е. с учетом задолженностей контролируемых государством компаний. Но при этом необходимо обеспечить строгое соблюдение этих норм, что заставит Минфин РФ тщательнее отслеживать динамику корпоративной задолженности госкомпаний и принимать возможные даже в рамках действующего законодательства меры.

Банк России прорабатывает вопрос о резком снижении необлагаемой налогом ставки по валютным кредитам (до 3%), что станет экономическим обременением на привлечение капитала и снизит возможность использования платы за кредиты для минимизации налогообложения и вывоза капиталов. Предлагаются различные варианты ограничения внешних займов госкомпаний, в том числе с помощью увязки роста их внешней задолженности с другими экономическими показателями, прежде всего

ростом выручки. Для ограничения внешних займов финансовых предприятий в разное время выдвигались предложения об ограничении валютной позиции, лимите доли внешних займов в пассивах, более тесной связи заимствований с обязательными резервами банков и т.п. Планируется стимулировать привлечение финансовых ресурсов с внутреннего рынка, хотя его объем и стоимость ресурсов и раньше являлись существенным тормозом для долгового финансирования.

Таким образом, необходимо не только усиление внимания к отдельным, хотя и важным проблемам долговой политики, а комплексный подход к решению всех макроэкономических проблем, включая повышение доходов и эффективности расходов средств госбюджета. Что касается самой долговой политики, то наряду с внесением посткризисных коррективов в ее общую стратегию настало время для определенных институциональных изменений. Прежде всего, речь идет о создании механизма, который позволил бы осуществлять мониторинг и определенное регулирование корпоративной задолженности, которая в настоящее время таит наибольшие угрозы макроэкономической стабильности страны.

### **Литература**

1. Аналитический доклад по результатам анализа механизма учета и отчетности участников процесса управления государственным долгом Российской Федерации // Бюллетень Счетной палаты РФ. – 2009, № 5. – С. 196–203.
2. Ведомости. – М., 2009, 5 мая.
3. ЕБРР поможет // Ведомости. – М., 2009, 22 мая.
4. «Настюша» теряет активы // Ведомости. – М., 2009, 6 июля.
5. Федеральный закон от 2 декабря 2009 г. № 308-ФЗ «О федеральном бюджете на 2010 год и на плановый период 2011 и 2012 годов». Приложение № 21; Приложение № 22 // Парламентская газета. – М., 2009, 8 декабря 2009 г.
6. Письменная Е., Кравченко Е., Хуторных Е. Займы под контролем // Ведомости. – М., 2009, 24 декабря.
7. Степашин С. В долгу у самих себя // Российская газета. – М., 2009, 8 октября.
8. Сторчак С. Условные обязательства. – М., 2009. – 464 с.
9. Танас О. Правительство ограничит корпорации извне // <http://www.gazeta.ru/financial/2009/12/23/3303183.shtml>
10. Федоринова Ю., Письменная Е. Помощь Дерипаске // Ведомости. – М., 2009, 20 ноября.
11. Хейфец Б.А. Долговая политика России: актуальные проблемы. – М., 2007. – С. 37–51.
12. The independent. – L., 2008. – March 11.



