

0719605-1

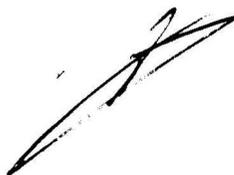
На правах рукописи

ВЕДИХИН Андрей Викторович

**ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ КАК ФАКТОР
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ**

08.00.01 – политическая экономия

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук



КАЗАНЬ - 2000

Работа выполнена на кафедре экономики Казанского государственного университета

Научный руководитель	кандидат экономических наук, доцент Балашова Е.Я. (Казань)
Официальные оппоненты	доктор экономических наук, профессор Андреев С.И. (Казань) кандидат экономических наук, доцент Евстратов А.А. (Казань)
Ведущая организация	Самарская государственная экономическая академия

Защита состоится 18 декабря 2000 г. в 13 часов на заседании диссертационного совета К.053.29.10 при Казанском государственном университете им. В.И. Ульянова-Ленина по адресу: 420008, г.Казань, ул. Кремлевская, 18, корп. 2, ауд. 312.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке Казанского государственного университета им. В.И. Ульянова-Ленина.

Автореферат разослан 17 ноября 2000 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета
кандидат экономических наук,

доцент

М. Халилова

М.Х.Халилова

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



870061

0719605-1

ПРОВЕРЕН
2008 г.

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ.

Актуальность темы исследования. Глубокие перемены, происходящие в настоящее время в российской экономике, ставят перед экономической наукой все новые задачи, среди которых важное место занимают вопросы бюджетного дефицита и его влияния на динамику основных макроэкономических показателей.

В современном мире широко используется долговой метод финансирования государственных расходов, но, несмотря на это дискуссии о государственном долге, о его оправданности и влиянии на состояние экономики страны продолжаются. Для России в силу сложившейся ситуации вопросы, касающиеся государственной задолженности, имеют важное значение. Особую остроту данная проблема приобрела в связи с финансовым кризисом 1998 года, который негативно отразился на экономике в целом и привел к отказу государства от выполнения своих обязательств по долгу и его принудительной реструктуризации.

В процессе развития финансового кризиса вскрылось ряд противоречий в управлении государственным долгом. Именно неспособность разрешить такие противоречия привела к возникновению макроэкономической нестабильности.

Все это придает исследованию теории государственного долга и механизма его регулирования в российской практике особую актуальность.

Степень разработанности проблемы. В современной экономической литературе до начала 90-х годов XX-го столетия тема государственного долга и бюджетного дефицита полностью игнорировалась. Эти явления рассматривались как крайне негативные. Отсутствие серьезных и глубоких научных исследований в области теории и практики государственных заимствований и особенно недостаточная разработанность теоретических аспектов государственной задолженности и ее влияния на макроэкономическую стабильность привели к тому, что отечественная экономическая наука оказалась не в состоянии сформулировать научно-обоснованную стратегию решения бюджетных проблем.

Изучению проблемы экономического роста посвящены многие работы классиков политической экономии и современных экономистов. Значительный вклад в разработку теории экономического роста внесли представители кейнсианства (Дж.Кейнс, Р.Харрод, А.Лернер, С.Вейнтрауб, Дж.Робинсон, Н.Калдор, Л.Пазинетти), кейнсианско-неоклассического синтеза (П.Самуэльсон, Р.Солоу, Дж.Хикс, Дж.Тобин, Д.Патinkin), монетаристской доктрины (М.Фридмен, К.Уорбертон, Д.Мейзельман,

А.Шварц, К.Бруннер, Ф.Кейген, Г.Джонсон, Р.Манделл), экономики предложения (А.Лаффер, П.Робертсом, Дж.Ванниси, М.Майлз, Л.Саммерс), теории рациональных ожиданий (Д.Мут, Р.Лукас, Сарджент, Р.Барро, Уоллас).

Впервые в истории российской экономической мысли проблема государственного долга была поставлена еще в начале XVIII века и в дальнейшем уже не оставалась без внимания и нашла свое отражение в работах Н.Тургенева, М.Орлова, Ю.Крижанича, И.Т. Посошкова, А.Л.Ордын-Нащокина, В.Н.Татищева, И.А.Третьякова, С.Е.Десницкого, А.Н.Радищева, Х.А.Шлецера, А.К.Шторха, А.И.Бутовского, К.Ф.Шмелева, А.А.Богданова, И.И.Степанова и др.

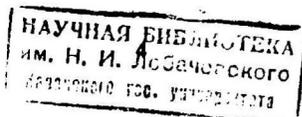
В последние 5-6 лет появилось значительное количество публикаций, посвященных вопросам государственных финансов, государственного долга. Итак, эти вопросы нашли отражение в трудах: А. Илларионова, Л.Абалкина, Е.Гайдара, С.Глазьева, С.Шаталина, Г.Явлинского, Р. Энтова, С. Синельникова, С. Дробышевского., Трофимова и др.

Однако в отечественной экономической литературе проблема государственной задолженности остается недостаточно разработанной. Прежде всего, отсутствует комплексное политэкономическое исследование данной проблемы, в трудах ученых представлен преимущественно финансовый анализ долговых проблем, за пределами научного исследования оставался макроэкономический анализ государственной задолженности.

Цель и задачи исследования. Цель диссертационного исследования состоит в том, чтобы на основании имеющихся теоретических разработок, анализа различных научных подходов и изучения современного практического опыта исследовать основные направления влияния величины и структуры государственного долга на процесс макроэкономической стабилизации в российской экономики.

В соответствии с названной целью основными задачами исследования являются:

- изучить и обобщить теоретические и методологические подходы к исследованию государственного долга;
- исследовать бюджетный дефицит как основной фактор образования и наращивания государственного долга;
- учитывая мировой опыт разрешения долговых кризисов, выявить оптимальные способы управления государственным долгом на современном этапе;



- выявить и классифицировать систему противоречий в управлении государственным долгом, разработать эффективные способы их разрешения;
- сформулировать систему индикаторов-предвестников долгового кризиса и проверить ее на основе анализа финансового кризиса 1998 г. Отобрав наиболее эффективные для российской экономики индикаторы, провести исследование текущей ситуации в экономике на наличие предпосылок долгового кризиса. Провести анализ динамики доверия инвесторов к способности государства выполнять свои обязательства в полном объеме;
- разработать способы дефицитного финансирования бюджета на длительном временном интервале в условиях неинфляционной политики государства и определить величину профицита государственного бюджета и оптимальную структуру государственного долга, позволяющую стабилизировать государственный долг России;
- провести анализ влияния структуры государственного долга на макроэкономическую стабилизацию. Изучить взаимосвязь дюрации государственного долга и расходов на его обслуживание, положительные и отрицательные последствия либерализации допуска нерезидентов на рынок государственных обязательств;
- исследовать влияние взаимосвязи государственного долга и платежного баланса на макроэкономическую стабилизацию;

Предмет исследования - государственный долг как фактор макроэкономического развития.

Объектом исследования выступили вопросы теории и практики внутренних и внешних государственных заимствований и их влияние на состояние российской экономики.

Теоретической базой исследования являются принципы общенаучной методологии, включающие комплексный системный подход к решению поставленной проблемы, применение метода единства логического и исторического анализа, а также труды отечественных и зарубежных ученых по исследуемой теме.

Информационную базу составляют статистические данные Госкомстата РФ и РТ, Минфина РФ, а также данные периодической печати.

Научная новизна диссертационной работы определяется существующим дефицитом углубленных исследований по данной проблеме. Данная работа представляет собой одно из первых в современной экономической науке исследований политэкономических аспектов государственного долга и его влияния на макроэкономическое развитие.

В процессе исследования получены следующие результаты, характеризующие научную новизну диссертационной работы:

- дополнено содержание экономической категории «государственный долг», как результата кредитных отношений, которые возникают в связи с перемещением временно свободных денежных ресурсов из частного сектора в государственный бюджет на основе принципов заимствований;
- разработана и классифицирована система противоречий в управлении государственным долгом, предложены методы их разрешения;
- сформирована система индикаторов-предвестников долгового кризиса. На основе анализа ситуации августа 1998 г. отобраны наиболее эффективные для российской экономики индикаторы: размер золотовалютных резервов, величина экспорта, индекс цен на нефть, spread между внутренней и внешней ставкой процента, реальная ставка внутреннего процента, индекс промышленного производства. Проведенное на их основе исследование текущей ситуации в российской экономике показывает, что повторение долгового кризиса маловероятно;
- выявлены способы дефицитного финансирования бюджета на длительном временном интервале в условиях неинфляционной политики государства;
- определены величина профицита государственного бюджета и оптимальная структура государственного долга, позволяющая стабилизировать государственный долг России;
- проведен анализ влияния структуры государственного долга на макроэкономическую стабилизацию. Выявлена взаимосвязь дюрации государственного долга и расходов на его обслуживание, положительные и отрицательные последствия либерализации допуска нерезидентов на рынок государственных обязательств;
- на основании изученного мирового опыта разрешения долговых кризисов сформулированы способы управления государственным долгом на современном этапе:

- достижение 3,5-4% величины профицита государственного бюджета, что позволит платить проценты и основную часть задолженности в срок и в полном объеме (в результате величина долга расти не будет);
- отказ от новых внешних заимствований;
- реструктуризация задолженности (выпуск облигаций типа Brady);
- выпуск внутреннего валютного займа в объемах, требуемых для последовательного покрытия выплат по внешнему долгу;
- введение специального налога на оплату внешнего долга для экспортеров.

Теоретическая и практическая значимость работы заключается в раскрытии влияния величины и структуры государственного долга на макроэкономическое развитие страны. Выводы данной работы могут применяться при практической разработке государственной экономической политики. Приведенные рекомендации могут быть использованы в процессе формирования государственной стабилизационной политики, а общетеоретические выводы – в учебном процессе при разработке курсов «Экономическая теория», «Макроэкономика», «Государственное регулирование экономики» для студентов и слушателей экономических специальностей.

Апробация и реализация результатов исследования. Основные выводы и результаты диссертационного исследования докладывались на ежегодных итоговых научно-практических конференциях, нашли свое отражение в четырех публикациях автора.

Структура работы. Диссертационное исследование состоит из введения, двух глав, содержащих 6 параграфов, списка литературы и табличных приложений.

II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ.

Методологические вопросы анализа государственного долга

Проведенный в диссертационном исследовании анализ теории государственного долга позволил соискателю определить государственный долг как результат кредитных отношений, которые возникают в связи с перемещением временно свободных денежных ресурсов из частного сектора в государственный бюджет на основе принципов заимствований.

На основе такого определения исследуются ситуации, когда привлечение денежных средств в государственный бюджет необходимо, т.е. неизбежно увеличение государственной задолженности. В работе исследованы основные теоретические подходы государственного управления: классическая и кейнсианская школы, неоклассический синтез Хикса, монетаризм, экономика предложения и теория рациональных ожиданий. Для каждого из них выявлены критерии, определяющие необходимость привлечения средств в государственный бюджет, т.е. детерминанты возникновения и увеличения государственного долга.

В процессе исследования автор рассматривает бюджетный дефицит и государственный долг как основные причины макроэкономической нестабильности экономики. Анализируется влияние бюджетного дефицита и государственного долга на макроэкономическое развитие страны.

Показано, что основной причиной роста государственного долга послужил хронический дефицит государственного бюджета. В первые три года проводимых реформ государство способствовало воссозданию в новых условиях механизма мягких бюджетных ограничений для предприятий. В дальнейшем это привело к обострению кризиса фискальной системы России.

Высокий уровень бюджетного дефицита был связан с трудностями резкого сокращения расходов бюджета, которые были вызваны факторами, как объективного (экономического), так и политического характера. Инфляция обесценивала расходы государственного бюджета. Реальные доходы социально незащищенных слоев населения стремительно падали, росло недовольство проводимыми трансформационными реформами. Для смягчения социальных последствий преобразования российской экономики был необходим рост государственных социальных расходов, который практически всегда было невозможно профинансировать за счет доходной составляющей бюджета. Кроме социально оправданных решений по дополнительному финансированию экономики, также принималось огромное количество популистических, пролоббированных, экономически неэффективных решений. Финансирование дополнительных расходов осуществлялось на первых порах за счет эмиссионной накачки экономики денежными средствами (что приводило к уменьшению реального объема выплат), а далее – за счет государственных заимствований на внешнем и внутреннем рынках.

Тенденция снижения налоговых поступлений в бюджетную систему, постепенно нарастая в течение 1993-1995 гг., в дальнейшем предопределила переход бюджетного кризиса в новую фазу,

характеризующуюся низкими доходами, не позволяющими поддерживать расходы бюджета на социально приемлемом уровне. В результате постоянно увеличивался разрыв между обязательствами бюджета и фактическим исполнением его расходной части.

В первые годы реформ финансирование дефицита государственного бюджета осуществлялось в основном за счет зарубежных займов и кредитов Центрального Банка России. С конца 1994 г. было уменьшено использование прямых кредитов Центробанка для финансирования бюджетного дефицита, покрытие дефицита бюджета в рублевой части стало осуществляться за счет продажи государственных ценных бумаг.

Начиная с лета 1993 г. и вплоть до середины 1994 г. происходил процесс стремительного роста объема недоимок, когда с уровня примерно 6% месячного ВВП он увеличился до 21% месячного ВВП в июне 1994 г. Далее, относительная стабильность доли недоимок в ВВП наблюдалась вплоть до начала 1996 г. Существенный рост недоимок по налогам начался в январе 1996 г. Причины этого, на наш взгляд, были связаны со следующими факторами:

1. Политическая нестабильность в связи с предстоящими президентскими выборами;
2. Росли недоимки по налогам;
3. Увеличивались масштабы противозаконного уклонения от налогов самыми разными способами, в т.ч. за счет осуществления хозяйственных операций наличными деньгами, не отражаемыми в бухгалтерской отчетности.
4. Серьезный рост дебиторской задолженности привел к снижению облагаемой базы налога на прибыль и НДС. Кроме того, ему способствовал введенный в начале года запрет на отключение подачи электроэнергии потребителям в случае возникновения с их стороны неплатежей энергосистемам.
5. Нарастающая бартеризация экономики, быстрое распространение многоходовых схем безденежных взаимозачетов долгов между поставщиками и их клиентами затрудняли решение проблемы роста недоимок в бюджет, т.к. это привело к осуществлению хозяйственной деятельности многими предприятиями при минимальных объемах денежных средств, к отсутствию необходимых средств на расчетных счетах. Кроме того, этому процессу в 1996 г. способствовала политика Минфина России, который ввел в обращение казначейские обязательства. налоговые освобождения и т.п. Следует отметить и снижение налоговой базы из-за искажения цен, используемых при осуществлении зачетов

между налогоплательщиками, бюджетом и получателями бюджетных средств.

При этом было отдано предпочтение наращиванию государственного долга, а не налоговой реформе, проведение которой могло бы увеличить доходы государственного бюджета.

Одновременно перед началом финансового кризиса развивался и ряд положительных тенденций: инфляция была подавлена до уровня, приемлемого для производственных инвестиций, снизилась доходность ГКО, наметилась позитивная динамика ряда социальных показателей. Но в то же время в результате подавления инфляции и исчезновения инфляционного налога развернулся бюджетный кризис: наблюдался кризис государственных расходов; урезание государственных расходов оказало отрицательное воздействие на систему социальной защиты населения, отрасли непроизводственной сферы и армию; рост неплатежей; сокращение доли "живых денег" в бюджетных доходах из-за практики зачетов, в т.ч. налогов. Развертыванию бюджетного кризиса 1997 г. способствовало принятие абсолютно нереалистичного и невыполнимого бюджета на этот год.

В течение 1997 г. произошло сокращение текущих налоговых платежей и ускорение роста недоимок. Причиной этому были:

- отсутствие сколько-нибудь жестких действий по отношению к недоимщикам, не желавшим реструктурировать свои долги;
- мягкая схема зачета долгов бюджета (с учетом долга бюджетных организаций) и налоговых недоимок в ТЭКе;
- прощение недоимок по штрафам и пени и др.

Зачет налоговых недоимок и бюджетных обязательств как инструмент исполнения бюджета и нечеткая организация процесса зачетов постоянно приводили к снижению налоговой дисциплины, когда налогоплательщики в ожидании проведения зачета стремились увеличить недоимку, сокращая текущие платежи налогов.

Анализ проводимой бюджетно-налоговой и кредитно-денежной политики позволил нам сделать вывод, что причинами кризиса 1998 года явились:

- хронический дефицит государственного бюджета и высокие реальные ставки доходности ГКО, которые приводили к значительному увеличению государственного долга;
- либерализация допуска нерезидентов привела к увеличению зависимости России от международных событий (кризис в Юго-Восточной Азии), что привело к усилению давления на валютном рынке:

- отклонение пакета антикризисных законопроектов Государственной Думой в июле 1998 г. вследствие недостижимости политического консенсуса;
- небольшая дурация государственного долга;
- ухудшение конъюнктуры на мировых финансовых рынках;
- сезонное снижение доли рискованных активов в портфелях крупных институциональных инвесторов, осуществляемое накануне отпусков;
- обострение банковского кризиса, спровоцированное ухудшением ситуации на мировых финансовых рынках на фоне жесткой денежной политики первого полугодия 1998 г., падением котировок российских государственных валютных ценных бумаг, служивших обеспечением кредитов, выданных российским банком зарубежными банками.

В результате Правительство страны столкнулось с противоречиями в управлении государственным долгом. Проанализированы условия возникновения противоречий, стороны противоречий, способы их разрешения.

На протяжении практически всей экономической истории России существовало противоречие между структурой и величиной доходов государственного бюджета и структурой и величиной расходной части. Превышение расходов государства над доходами было устойчивым и воспроизводилось из года в год. Невозможность покрытия расходов за счет налоговых поступлений делало необходимым эмиссионное финансирование дефицита (до 1995 года) и наращивание заимствований средств на внутреннем и внешнем финансовых рынках, что значительно повышало уязвимость национальной экономики. Механизмом воспроизводства бюджетного дефицита было постоянное сокращение налоговых поступлений на фоне высоких расходных обязательств государства.

Можно выделить три группы причин, обуславливавших возникновение противоречия:

1. Сохранение политической нестабильности в стране, ограничивавшее готовность и способность власти собирать налоги. Наиболее резкие скачки налоговых недоимок происходили как раз в моменты резкого ослабления политических позиций федеральной исполнительной власти, а улучшение сбора налогов происходило тогда, когда власть временно консолидировалась.

2. Угнетающее воздействие несбалансированности бюджета на состояние налоговой базы. Несбалансированность бюджета приводила к росту долгов федерального бюджета, что, в свою очередь, обуславливало

быстрый рост в экономике общего уровня неплатежей, в том числе и налоговых.

3. Принципиальная ограниченность возможности государства собирать налоги сверх определенного уровня.

Сложившаяся структура расходов государства не способна была обеспечивать ни условий экономического роста, ни поддержания достаточного уровня социально-политической стабильности. В то же время в краткосрочной перспективе большая часть конкретных видов расходов не поддавалась дальнейшему сжатию. Существовали серьезные ограничения, связанные с привычным уровнем государственной поддержки населения, сложившейся при социализме. Кроме того, поддержка населением проводимых экономических преобразований в значительной степени определяется динамикой социальных расходов государства. Важно учитывать и то обстоятельство, что расходы государства, обеспечивающие поддержание высокого образовательного уровня населения (а сюда входит целый ряд бюджетных расходов, связанных с финансированием социальной сферы) являются одним из важных факторов, обеспечивающих возможности экономического роста. Тем не менее, резервы такого сокращения существуют и заключаются в переориентации всей системы социальной помощи населения на адресную поддержку, при которой происходит концентрация финансовых ресурсов на поддержке социально незащищенных групп населения.

Способами разрешения такого противоречия на протяжении 1992-1994 гг. были монетизация дефицита государственного бюджета и финансирование за счет внешних займов. Начиная с 1995 г. разница между расходной и доходной составляющими бюджета покрывалась за счет эмиссии государственных ценных бумаг.

Разрешение такого противоречия возможно тремя способами:

- сокращение социальных расходов, что нежелательно, вследствие возможных социальных издержек;
- увеличение налоговых поступлений, посредством отказа от практики зачетов, ужесточением контроля за проведением внебалансовых операций наличными денежными средствами, искоренением практики бартерных расчетов и т.д.
- увеличение государственного долга и эффективное управление им.

Первый способ приводит к росту социальной напряженности, к снижению доверия населения к проводимой экономической политике, поэтому он нежелателен.

Эффект увеличения налоговых поступлений лимитирован такими факторами, как:

- структура экономики;

- образовательный уровень населения, позволяющий использовать развитое налоговое законодательство и соответствующие правила бухгалтерского учета;
- уровень развития налоговой администрации;
- общий уровень законопослушности граждан и складывающиеся в обществе традиции уплаты налогов.

Наиболее перспективным не только в России, но и во всем мире, является третий путь разрешения противоречия между расходными обязательствами государства, не соответствующими доходным поступлениям, - управление государственной задолженностью страны. Между тем разрешение противоречия приводило к появлению новых противоречий в процессе управления государственным долгом.

Эмиссионное финансирование дефицита государственного бюджета порождало новое противоречие между неплатежами государства работникам бюджетной сферы, пенсионерам и др. и потребностью в макроэкономической стабилизации страны.

Слишком большие расходные обязательства страны приводят к тому, что налоговых доходов государства не хватает для их финансирования. Монетизация разрыва между расходами и доходами ведет к повышению темпов роста потребительских цен, к инфляции. В инфляционной экономике невероятно тяжело достичь макроэкономической стабилизации, особенно в реальном секторе экономики. Наличие высоких номинальных процентных ставок приводит к резкому снижению привлекательности инвестиционных проектов. Кредитование производства прекращается. Экономический рост, на наш взгляд, практически невозможен. С другой стороны, неполное исполнение обязательств государства перед населением ведет к росту государственной задолженности перед работниками бюджетной сферы, пенсионерами и т.д. Рано или поздно необходимо будет погасить накопленную задолженность, хотя бы для сохранения лояльности населения курсу экономических преобразований страны. В работе показан инфляционно-депрессивный потенциал просроченных государственных выплат. Приведены оценки изменения макроэкономических параметров в случае монетизации государственной задолженности. Выявлены способы смягчения отрицательных последствий погашения государственного долга по заработной плате, пенсиям и т.д., но в любом случае в создавшейся ситуации социальные издержки оказываются неизбежными.

Финансирование дефицита государственного бюджета путем эмиссии государственных ценных бумаг также рождает ряд противоречий, требующих обязательного разрешения.

Возникает необходимость оценить эффективность управления государственным долгом. В случае неэффективного управления задолженностью вероятно возникновение кризисных ситуаций в экономике, примером такого регулирования стал финансовый кризис 1998 г. Эффективная политика государственного регулирования задолженности способна стать основой макроэкономической стабилизации. Оценку ее целесообразно проводить на основе анализа динамики следующих показателей:

1) показатели, связанные с внешним сектором экономики и состоянием платежного баланса: золотовалютные резервы, экспорт, импорт, условия торговли (отношение цен экспорта к ценам импорта), реальный курс национальной валюты;

2) показатели финансовых рынков: спрэд между внутренней и внешней процентными ставками, реальный процент на внутреннем рынке, отношение ставок по кредитам к ставкам по депозитам, темп роста банковских депозитов (в реальном выражении), индекс фондового рынка;

3) показатели денежно-кредитной сферы: «избыточное» предложение реальных денег, денежный мультипликатор, отношение денежной массы к ВВП, отношение широких денег к золотовалютным резервам;

4) показатели реального сектора: индекс промышленного производства;

5) индекс давления на валютный рынок.

С помощью этой системы индикаторов-предвестников долгового кризиса в работе исследована предкризисная ситуация 1998 г., выявлены наиболее эффективные для России индикаторы, такие как фундаментальные индикаторы, связанные с реальным сектором экономики, (включая внешнеэкономический сектор), платежным балансом, а также показатели состояния финансовых рынков. В тоже время наименее информативными оказались показатели денежно-кредитной политики, ситуации в банковской системе и импорта.

С помощью отобранных наиболее эффективных индикаторов – предвестников долговых проблем автором проанализирована экономическая ситуация, сложившаяся в мае 2000 года. Динамика индикаторов показала достижение макроэкономической стабилизации, в том числе и вследствие эффективного управления государственным долгом.

Таким образом, на наш взгляд, представляется важным противоречие между предсказательной способностью индикаторов – предвестников долговых кризисов, описывающих реальный сектор экономики, и

предсказательной способностью индикаторов – предвестников долговых кризисов, описывающих денежно-кредитный сектор.

Причинами возникновения такого противоречия являются недостаточное развитие реального сектора по сравнению с финансовыми рынками, антикризисная направленность денежно-кредитной политики, наличие нерешенных проблем в бюджетной сфере.

На наш взгляд, единственным способом разрешения такого противоречия может стать устранение разрыва между реальным и финансовым секторами в экономике.

Не менее важным в управлении государственным долгом является противоречие между величиной государственного долга и возможностью макроэкономической стабилизации. В работе показано, что величина государственного долга в августе 1998 г. не была такой, что отсутствовала возможность ее стабилизировать. Распространено мнение относительно долговой политики в 1993-1998 г., отождествляющее ее со схемой финансовой пирамиды. Эта точка зрения особенно укрепилась после дефолта, объявленного в августе 1998 г.

В диссертации обосновано, что нельзя говорить о том, что в 1993-1998 гг. Российские фискальные власти пытались реализовать финансовую пирамиду на макро-уровне.

Финансирование государственного долга за счет новых займов возможно при сохраняющемся первичном дефиците, если темп прироста ВВП устойчиво превышает величину реального процента. В данном случае долг растет медленнее доходов населения, т.е. всегда имеется источник для привлечения новых займов. Иначе рано или поздно наступит момент, когда внутренние финансовые ресурсы в экономике будут исчерпаны. Это верно и для открытой экономики, поскольку существует довольно тесная связь между размерами инвестиций и внутренних сбережений.

Кроме того, если экспансия долга позволяет сконцентрировать государственные вложения в направлениях, стимулирующих долговременный рост экономики, то такая схема рефинансирования задолженности имеет самоподдерживающийся характер. Дополнительная эмиссия государственного долга влечет увеличение ВВП, что позволяет откладывать погашение обязательств на неопределенное будущее. Вышесказанное применимо в странах с эффективным общественным сектором и устойчиво высокими темпами экономического роста.

В трансформационных экономиках реальный процент, как правило, существенно превышает темп роста ВВП. При этом общественный сектор не способствует экономическому росту. В этих условиях рефинансирование задолженности за счет размещения новых займов не дает долговременного выигрыша. Достаточно быстро возникает дефицит внутренних ресурсов,

привлекаются иностранные инвестиции. повышается зависимость экономики страны от международных финансовых потоков. Именно приток иностранных кредитных ресурсов решающим образом способствовал выходу из долгового кризиса весны-лета 1996 года.

Номинальная предельная стоимость долга, при превышении которой начинался неконтролируемый экспоненциальный рост государственной задолженности, в ценах августа 1998 г. составляла 668,1 млрд. руб. Для сравнения, к концу мая 1998 г. номинальная стоимость ГКО-ОФЗ в обращении достигла максимального значения 483,6 млрд. руб. или 72,4% от предельной величины долга. Таким образом, к началу кризиса на рынке государственных бумаг ни о каком перенакоплении внутреннего долга речи не шло. Более того, из-за снижения реальных процентных ставок, и как следствие, уменьшения скорости накопления долга, наступала стабилизация государственного долга.

Таким образом, в случае устранения разрыва между оздоровительными мерами в денежно-кредитной сфере и слабой налогово-бюджетной политикой до начала мирового финансового кризиса наращивание государственного долга должно было, по всей видимости, прекратиться.

Кроме рассмотренных противоречий необходимо проанализировать и пути разрешения противоречия между доверием инвесторов к способности государства выполнять свои обязательства в полном объеме и долей выплат по государственному долгу к доходам бюджета.

Предположим, что кредиторы сохраняют доверие к государственным обязательствам до тех пор, пока отношение выплат по государственному долгу к доходам бюджета не превысит критической величины k^* :

$$D_t - D_0 e^{i_t t} < k^* \cdot f_t \cdot Y_t$$

где: i_t - эффективная ставка совокупного налогового обложения в период t ;

D_t - задолженность государства к концу периода t ($t = 0, 1, 2, \dots$);

D_0 - сумма исходного дефицита, финансируемого путем размещения правительственных обязательств;

r - номинальная ставка процента, выплачиваемого по этим обязательствам;

Y_t - величина (номинального) дохода в период t ;

s - средние темпы ежегодного прироста задолженности вследствие накопления дефицитов первичного бюджета.

В этом случае государство может не прибегать к расходованию средств первичного бюджета на обслуживание своей задолженности.

Очень важным представляется динамика соотношения $1+r / 1+g$, (где g - темпы роста номинального совокупного дохода). Дело в том, что, по

мнению автора, от величины реального процента зависит темп роста государственной задолженности, а от g зависит величина номинального совокупного дохода на следующий период. Чем меньше такое соотношение, тем больше вероятность недостижения критической величины k^* (в терминах игр Понци это называется выигрышем государства, а в случае достижения k^* - проигрышем государства).

Неожиданная активизация инфляционных процессов сводит на нет реальную процентную ставку по государственным обязательствам. В этом случае вероятность выигрыша государства увеличивается, несмотря на то, что растет реальная ставка процента. Дело в том, что неожиданная инфляция обеспечивает существенные выгоды заемщику. Противоречивость такого способа решения проблем доверия инвесторов в том, что развертывание инфляционного процесса негативно сказывается на макроэкономической стабилизации.

К тому же процесс рыночных преобразований также очень часто сопровождается падением уровня ВВП, что приводит к уменьшению вероятности выигрыша государства.

В случае, когда осуществляется не только рефинансирование накопленной задолженности, но и ее нарастание за счет финансирования хронических дефицитов государственного бюджета за счет новых заимствований, тогда приобретает важное значение соотношение $(1+c)^i(1+r)/(1+g)$, характеризующее вероятность проигрыша государства. В этом случае вероятность выигрыша государства падает. В условиях трансформационной экономики происходит кумулятивное нарастание множителя $(1+c)^i$. Практика рыночных реформ во многих трансформационных экономиках показывает, что политически очень сложно сбалансировать государственные бюджеты.

В реальности величина критического уровня k^* не является константой. Оценки риска кредиторов, которые отражаются в уровне k^* , могут постепенно снижаться (например, после изменения в худшую сторону долговых рейтингов страны такими агентствами, как Standard & Poors Corp., Moody's Investor Services и IBCA).

Вследствие ряда причин норма сбережения в переходной экономике обнаруживает тенденцию к значительному снижению. Рано или поздно наступает момент, когда внутренних сбережений перестает хватать для рефинансирования накопленной государственной задолженности и дефицитов первичных бюджетов. В результате обнаруживается тенденция к ускоренному росту процентных ставок.

В случае своего проигрыша государство должно увеличить налоговые поступления. Между тем главным источником расстройств всей системы государственных финансов в трансформационной

экономике, оказывается как раз кризис налоговой системы, значит, нет возможности увеличить налоговые поступления.

Понижительная динамика f_t в свою очередь усугубляет долговой кризис. Так в России отношение налоговых поступлений в федеральный бюджет к ВВП уменьшилось с 17,4% в 1992 году до 10% к 1998 году.

В первом квартале 1994 г. соотношения между суммой ГКО-ОФЗ в обращении и месячной суммой налоговых доходов федерального бюджета было равно 0,1, уже к ноябрю 1994 г. оно достигло единицы, а во втором квартале 1998 г. оно составило 26,1. Погашение обязательств государства из текущих доходов было невозможно, т.к. преобладающая часть задолженности носила краткосрочный характер. К лету 1998 г. лишь по ГКО-ОФЗ сумма ежемесячно погашаемых обязательств в два с лишним раза превышала месячный объем федеральных налоговых доходов.

В этих условиях приходилось принимать условия кредиторов в полном объеме, какими бы они невыгодными не были. Вследствие неконтролируемого роста государственного долга в 1998 г. увеличивалась премия за риск, что неизбежно приводило к росту процентных ставок на рынке государственных обязательств.

Возникло противоречие: правительство далее не могло занимать по столь высоким процентным ставкам, не рискуя потерять контроль за динамикой государственного долга, и одновременно не могло не занимать, т.к. погашение задолженности из первичных доходов бюджета было невозможно.

Практически на всем протяжении функционирования рынка ГКО-ОФЗ существовало противоречие между попытками увеличения дюрации внутреннего долга с целью уменьшения расходов на обслуживание задолженности и ростом процентных ставок вследствие увеличения дюрации с сопутствующим увеличением расходов на обслуживание задолженности.

Известно, что величина расходов на обслуживание государственного долга обратно пропорционально зависит от его дюрации. Таким образом, в случае удлинения дюрации ГКО-ОФЗ удалось бы значительно сократить расходы на обслуживание государственного долга. Однако политика удлинения дюрации долга вступала в конфликт с задачей снижения затрат на обслуживание внутреннего долга. Происходил рост процентных ставок, т.к. спрос на длинные ценные бумаги предъявлялся в основном со стороны нерезидентов, допуск которых на рынок ГКО-ОФЗ до 1 января 1998 г. лимитировался. В то же время азиатский кризис и укрепившееся недоверие к развивающимся рынкам не позволили привлечь в 1998 г. надолго значительные денежные ресурсы со стороны иностранных держателей облигаций. По этой причине существенного увеличения дюрации

внутреннего долга так и не произошло.

Такое противоречие разрешилось в результате реструктуризации ГКО-ОФЗ после дефолта 17 августа 1998 г. Административные решения по новации привели к значительному росту дурации внутреннего долга. К тому же отсутствие на рынке коротких инструментов (не считая облигаций Банка России) привело к увеличению спроса на длинные государственные бумаги и к снижению их доходности.

В ходе экономических реформ было не устранено несоответствие между реально достижимым и необходимым уровнем профицита государственного бюджета, позволяющего стабилизировать государственную задолженность России в рыночных инструментах в долях ВВП.

Расчеты, сделанные в работах предшественников, показывают, что уровень бюджетного профицита, необходимого для стабилизации задолженности в рыночных инструментах – ГКО-ОФЗ и еврооблигаций – был весьма высок и чисто практически (а тем более политически) недостижим. Он определялся в 1-2% ВВП в 1995-начале 1996 года и достиг 14,5% ВВП в период президентских выборов, далее он снизился к середине 1997 года до 2% ВВП, затем поднялся до 4% ВВП. С мая 1998 года вновь произошел его рост до 10,5% ВВП. Следовательно, в 1998 г. возможность стабилизации государственной задолженности практически отсутствовала – для этого пришлось бы сократить расходы федерального бюджета почти в два раза.

Высокая доходность и краткосрочность долга были отчасти следствием неоптимальной политики в области валютной структуры долга. Постоянно существовало противоречие между увеличением или внутренней части долга, или внешней его составляющей.

Агрессивно наращивался внутренний долг при высокой доходности (и рублевой, и долларовой), и практически не размещались еврооблигации по приемлемым доходностям. Доходность по рублевым инструментам была существенно выше рыночного уровня. Пятикратный разрыв между доходностью по внутренним и внешним обязательствам заранее говорил инвесторам о том, что их оценка рискованности рублевых инвестиций оправдана.

Доходность внутренних обязательств также значительно превосходила и любые ориентиры, принятые в мировой экономике. Например, доходность внутренних обязательств во все годы проведения реформ превосходила темпы инфляции, хотя ни на одном из развивающихся рынков на протяжении более или менее длительного периода не наблюдалось превышения доходности внутренних обязательств над темпами инфляции в полтора раза. Так в середине 1995 года разрыв

эффективной доходности ГКО по сравнению с темпами инфляции составлял 3,4 раза, а уже к середине 1996 этот разрыв вырос до 11 раз. В течение 1998 года именно доходность ГКО превосходила темпы инфляции от 15 до 45 раз.

Такой уровень доходности позволил действительно привлечь на внутренний рынок рублевых обязательств достаточно крупные финансовые ресурсы. Однако впоследствии проводимая финансовая политика привела к более глубокому долговому кризису.

При более эффективной политике в области валютной структуры долга, скорее всего, можно было бы добиться стабилизации долга в долях ВВП. Так, гипотетический первичный профицит бюджета, не увеличивающий задолженность в рыночных инструментах в долях ВВП, оказывался существенно меньше полученной ранее оценки, так в мае 1998 он составлял 8,44% ВВП, а в случае полной замены эмиссии ГКО-ОФЗ с января 1997 г. по апрель 1998 г. выпуском еврооблигаций, он составил бы 1,68% ВВП. Если бы эта замена осуществлялась с ноября 1997 г. по апрель 1998 г., то был бы необходим профицит 2,11% ВВП.

Не менее важным отличием рынка российских государственных бумаг от рынка облигаций в развитых странах являлось абсолютное доминирование на нем бескупонных облигаций. В развитых странах бескупонные бумаги составляют малую часть всего объема государственных облигаций. Выплата купонов имеет для эмитента облигаций, с одной стороны, дисциплинирующий эффект, не давая ему забыть, что он является должником и обязан в положенные сроки платить, с другой - позволяет ему лучше соразмерять свои финансовые возможности и, наконец, облегчает бремя окончательной выплаты. Бескупонные облигации являются наиболее волатильными и рискованными (из-за большей дюрации), в развитых странах их покупают или финансовые спекулянты, или долгосрочные инвесторы, которые просто держат их до погашения.

В общем объеме рынка государственных бумаг ГКО составляли на протяжении его существования от 100 до 80%. Это было необходимо на первых этапах, когда выпускались только 3-месячные ГКО, но когда появились 9- и 12-месячные ГКО, их преобладание могло расцениваться лишь как подспудное стремление максимально оттянуть расплату.

Неразрешенное противоречие между преобладанием рискованных инструментов и исторической надежностью рынка государственных обязательств привело к снижению доверия инвесторов к государственной долговой политике и к возникновению долговых проблем в 1998 г.

В то же время неразрешимым было и противоречие между развитием реального сектора экономики и развитием рынка государственных

долговых обязательств. Высокая доходность ГКО привела к вымыванию оборотных средств из реального сектора. Предприятия рассчитывались друг с другом по бартерным схемам, все живые деньги по мере возможности отправлялись на рынок ГКО. Ни один инвестиционный проект не мог иметь такой доходности, которая была у ГКО.

Существовала высочайшая степень корреляционной зависимости между приростом рынка ГКО и приростом взаимных неплатежей в экономике. При существовании такой альтернативы, как рынок ГКО, у финансовых институтов не было стимулов инвестировать в реальный сектор экономики.

На ранних этапах развития рынка ГКО-ОФЗ считалось, что экономический рост приведет к увеличению налоговых поступлений, что позволит снизить цену обслуживания, удержать рынок ГКО в разумных пределах и сделать его самоподдерживающимся, как в странах с развитым фондовым рынком. Однако государственный долг рос настолько быстро, что уже к 1996 г. вступил в противоречие с самой возможностью инвестирования денег в экономику.

Если бы произошел отток денежных средств с рынка ГКО-ОФЗ в реальный сектор экономики, доходов бюджета не хватило бы для погашения текущих платежей по долгу. Если бы банки перестали финансировать государственную задолженность, а стали выдавать кредиты, у правительства не хватило бы денежных средств для погашения ГКО. Если бы начался «подъем экономики», то бюджет оказался бы один на один с лавиной долгов гораздо раньше августа 1998 г.

Принципиально важным в становлении и развитии рынка государственных ценных бумаг было противоречие между возможностью либерализации допуска иностранных инвесторов на рынок ГКО-ОФЗ с целью компенсировать недостаточность внутренних сбережений и возможностью достижения макроэкономической стабилизации. Был ли необходим и экономически оправдан допуск нерезидентов на рынок государственной задолженности? Отрицательные стороны такого процесса в полной степени проявились в условиях азиатского кризиса, когда иностранные инвесторы предприняли массовый вывод денежных средств с развивающихся рынков, что привело к росту процентных ставок, к росту расходов на обслуживание государственной задолженности и к давлению на курс рубля к доллару.

Проводимое исследование влияния контроля за капиталом доказывает, что решения по либерализации российского рынка государственных ценных бумаг в 1996 – 1997 годах оказали наибольшее влияние на волатильность процента на рынке, но не на уровень доходности. Уровень доходности ГКО-ОФЗ определялся, главным

образом, фундаментальными факторами, такими как уровень инфляции, дефицит федерального бюджета, эффект ликвидности, политическая неопределенность, премия за риск девальвации рубля и дефолта по государственным обязательствам.

Таким образом, с одной стороны либерализация допуска нерезидентов на рынок государственных ценных бумаг не принесла положительного результата в виде снижения доходности ГКО-ОФЗ, с другой стороны преобладание иностранных портфельных инвестиций в структуре владельцев ГКО-ОФЗ привели к углублению финансового кризиса в результате падения доверия иностранных инвесторов к развивающимся рынкам.

Но без либерализации российского рынка ценных бумаг государство столкнулось бы с долговыми проблемами гораздо раньше августа 1998 г., т.к. национальных сбережений уже не хватало для рефинансирования государственной задолженности. В этом и заключалась противоречивость ситуации с допуском иностранных инвесторов на отечественный рынок ценных бумаг.

Влияние государственного долга на макроэкономическое развитие

На развивающихся рынках был 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.

В работе показано, что существует прямая связь между темпами экономического развития страны и тем, какую стратегию (конфронтации или сотрудничества) эта страна выбрала по отношению к своим заемщикам.

Проведенный в диссертации анализ международного опыта по привлечению денежных ресурсов субъектами страны показывает, что практически во всех рассматриваемых странах существовало ограничение на максимальный объем привлекаемых ресурсов. Такие ограничения накладываются, чтобы минимизировать риск невозврата субъектами страны заемных средств.

Анализ рынка субфедеральных ценных бумаг во втором параграфе второй главы показал, что основными методами, которые используются эмитентом для поддержания рынка своих облигаций в условиях долгового кризиса, были:

- временное воздержание от эмиссии с одновременным продолжением торгов; увеличение срока обращения бумаг;
- внесение текущих изменений в проспекты эмиссии в одностороннем порядке;
- введение частично неденежного погашения облигаций - до 40% (недвижимостью и земельными участками; налоговыми зачетами для юридических лиц (до 20%); ценными бумагами нового выпуска (до 10-20%);
- внебиржевое и биржевое размещение облигаций, диверсификация проводимых займов и целевое использование привлекаемых ресурсов.

На основании сделанных в работе выводов автором сформулированы основные принципы политики управления государственным долгом.

На наш взгляд, самый важный принцип связан с необходимостью планомерного снижения "веса" долга за счет отказа от новых внешних государственных заимствований. Необходимо прилагать все усилия, чтобы не только платить в срок, но и платить столько, чтобы долг не рос. Так, чтобы обеспечить это условие в 2000 г., в бюджете должен быть достигнут как минимум 4-процентный профицит ВВП. Кроме того, долг желательно удлинять и удешевлять его обслуживание путем реструктуризации или путем перекладки в другие бумаги. Например, на российские долги можно выпустить реструктурированные облигации типа Brady.

В диссертации показано, что наиболее сложным является вопрос поиска источников погашения долга. Конечно, не следует злоупотреблять кредитами ЦБ, эмиссией и выплатами из золотовалютных резервов. Безусловно, все зависит от доходов бюджета, но есть и возможность нестандартных решений. Так автором предлагается выпустить мобилизационный внутренний валютный заем в объемах, требуемых для последовательного покрытия выплат по внешнему долгу. Можно даже временно ввести специальный налог на оплату внешнего долга для

экспортеров, т.к. они больше всех заинтересованы в стабильном обслуживании государственного долга.

Глубинные причины девальваций, дефолтов и прочих кризисных явлений следует искать в государственной экономической политике, ведущей к определенному состоянию экономики той или иной страны. Монетаристская политика правительства, не ориентированная на инвестиции в промышленное, сельскохозяйственное производство и развитие экономической инфраструктуры, неизбежно ведет к истощению экономики и ее скату к депрессии.

Таким образом, макроэкономическое развитие страны напрямую зависит как от способов, так и от сроков решения проблемы обслуживания государственного долга.

Список опубликованных работ

1. Стоит ли спасать виртуальную экономику? // Актуальные проблемы жилищно-коммунального хозяйства и социальной сферы города: Материалы научно-практической конференции студентов и аспирантов 16-17 сентября 1999 г. – Казань, 1999. – С.29-30

2. Условие экономического роста в нерыночной экономике // Вестник Института экономики, управления и права. – Казань: Изд-во “Таглитат” ИЭУиП, 2000. – С.34-44.

3. Плюсы и минусы рыночных преобразований российской экономики // Социально-экономические проблемы современности: сборник работ молодых ученых экономического факультета КГУ.- Казань: Изд-во «Менеджмент», 2000. – С. 20-25.

4. Влияние величины и структуры рынка государственных ценных бумаг на макроэкономическое развитие страны // Социально-экономические проблемы современности: сборник работ молодых ученых экономического факультета КГУ.- Казань: Изд-во «Менеджмент», 2000. – С. 94-98.

Сдано в набор 13.11.00 г. Подписано в печать 13.11.00
Форм. бум. 60 x 84 1/16. Печ. л. 1. Тираж 100. Заказ 24

Лаборатория оперативной полиграфии КГУ
420045 Казань, Кр. Позиция, 2а