

## ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА В СИСТЕМЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

© 2014

**Н.Н. Шаш**, доктор экономических наук, профессор кафедры государственных финансов  
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва (Россия)

**Я.М. Афанасьев**, аспирант

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва (Россия)

**Аннотация:** В статье исследуется отрицательное и положительное влияние государственного долга на макроэкономическое развитие. Дана характеристика структуры долговых обязательств Российской Федерации, сформулированы предложения о необходимости проведения постоянного мониторинга его состояния с учетом потенциальных внешних вызовов и угроз, направленные на повышение эффективности управления государственным долгом Российской Федерации.

**Ключевые слова:** государственный долг, дефицит, федеральный бюджет, государственные долговые обязательства, государственные облигации, ОФЗ, управление государственным долгом.

*Концепции оценки влияния государственного долга на макроэкономическое развитие.* Обсуждение проблемы государственного долга, последствий его наращивания для экономики страны, в особенности для экономического роста, приобретает все большую остроту и свидетельствует о важности данной проблемы в экономической и финансовой политике многих стран.

Последствия влияния государственного долга и дефицита бюджета на макроэкономику и на социально-экономическое развитие страны комплексно исследованы в рамках различных научных школ экономической теории. Так, например, представители классического направления считали наличие государственного долга как негативное явление, то в соответствии с принципами долговой политики страны, сформулированными еще в конце XIX А. Вагнером, дефицитное финансирование государственного бюджета следует рассматривать как вполне закономерный и прогрессивный процесс [1, с. 39]. Эту идею поддерживал Дж. М. Кейнс, который утверждал, что в определенные периоды экономического развития государству необходимо наращивать расходы для поддержания совокупного спроса, а образующийся в результате этого дефицит бюджета следует финансировать за счет государственных заимствований [2, с. 29-47].

Существенный вклад в разработку проблем государственных долговых обязательств и формирования эффективной долговой политики внесли такие признанные авторитеты в этой области, как Г. Мэнкью, Д. Эльмендорф, Р. Барро, Р. Масгрейв. Можно также вспомнить исследования В. Moore, Г. Сент-Паула, К. Патилло, Л. Риччи, Х. Пуарсона, П. Дьямонда, Ф. Модильяни, [3, 4, 5], в которых отражены результаты, согласно которым государственный долг влияет на экономическое развитие как положительно, так и отрицательно, однако экономистами не указывается пороговое значение государственного долга, при превышении которого изменяется направление влияния.

Наличие нелинейной формы взаимозависимости между государственным долгом и темпами экономического развития выявлено и рассчитаны пороговые значения государственного долга в работах Б. Ндулу, Д. Смит и Й. Хсинг (они исследовали вопрос влияния государственного долга на экономический рост на примере США), И. Элбадауи, К. Патилло, Л. Риччи, Х. Пуарсона. В основном исследования по данной проблематике исследовались на примере развивающихся и развитых стран в работах таких экономистов, как Д. Мохд, Дж. Подвинский, К. Чечерита, Н. Сити, П. Мисстал [6, 7]. Можно выделить несколько работ, в которых анализируется взаимозависимость между государственным долгом и темпами экономического роста в странах с развивающимся рынком, К. Рогофф и К. Рейнхарт [8], А. Шкларек [9], М. Каннер, Т. Греннес, Ф. Кохлер-Гейб.

Вопрос влияния государственного долга на темпы роста экономики исследованы в работах К. Рогоффа и

К. Рейнхарт, М. Канера-Т. Греннеса-Ф. Кохлер-Гейба, М. Кумара и Дж. Ву [10]. Большое количество научных исследований посвящено вопросу влияния непосредственно государственного внешнего долга на темпы экономического роста, А. Саввидес А. Шкларек, Дж. Пресбитеро, Дж. Грин и Д. Виллануева, К. Патилло, Т. Корделла. Вопросу влияния государственного внутреннего долга на экономическое развитие страны посвящены работы А. Абасса, О. Джанне – А. Гуськина, Дж. Христиансена, Н. Кутивадзе.

Также в работах зарубежных авторов можно найти исследования о наличии влияния непосредственно темпов роста экономики на государственный долг. К числу таких авторов относятся В. Изэстерли, П. Кругман [11, 12].

Работы всех этих ученых-экономистов рассматривают проблему влияния государственного долга на экономику с точки зрения различных аспектов. В то же время сложность этой проблемы, увеличение ее актуальности для современной российской экономики в условиях замедления темпов экономического роста требует необходимости проведения дальнейших исследований в этой области. Наибольший акцент в исследованиях, посвященных изучению воздействия государственного долга на экономику страны, в частности на темпы ее экономического роста, сделан на вопросе влияния высокого объема государственного долга на темпы экономического роста в развитых странах [7] (еще большую актуальность этот вопрос приобрел за последние годы в связи с развитием долгового кризиса в Европе и усилением турбулентных явлений в глобальной экономике) и вопросе о роли государственного внешнего долга в развивающихся странах [6].

Н. Кутивадзе считает, что: «Можно выделить две основные точки зрения по поводу влияния государственного долга на экономический рост, которые сформировались в научной среде за последние тридцать лет [13]:

1. государственный долг играет важную роль в ускорении темпов экономического роста, например, путем аккумуляции фондов денежных средств с целью инвестирования в инфраструктуру и в человеческий капитал. Осуществляя заимствования, государство может поддержать финансовую систему страны через предоставление дополнительных средств с целью увеличения объемов кредитования либо самостоятельно осуществлять эти операции и даже может помочь выжить финансовой системе в кризисный период;

2. излишний объем государственного долга может привести к негативному влиянию на процесс формирования капитала в стране вследствие увеличения долгосрочных процентных ставок [14], ускорению темпов инфляции [7], а также к возникновению «эффекта вытеснения» частных инвестиций, что в свою очередь замедлит темпы роста производительности. Высокая долговая нагрузка может также оказать отрицательное воздействие на фискальную устойчивость в стране и

значительно сократить темпы развития экономики и роста национального благосостояния».

Такие экономисты, как П. Дьямонд и Ф. Модильяни, указывают на то, что увеличение государственного долга всегда оказывает влияние на экономический рост [4, 5]. К. Патилло, Х. Пуарсон и Л. Риччи сделали вывод о том, что при невысоком уровне государственный долг оказывает положительное влияние на экономический рост, в то время как высокий его уровень негативно влияет на темпы роста ВВП [3].

Более того, результаты исследования группы стран, включающей как развитые, так и развивающиеся страны, проведенного М. Кумаром и Дж. Ву, показали, что взаимосвязь между объемом основного государственного долга и экономическим ростом в период с 1970-2007 гг. является отрицательной [10]. В работе было показано, что увеличение показателя отношения государственного долга к ВВП на 10 п.п. вызывает ежегодное снижение показателя реального ВВП на душу населения на 0,2 п.п. А. Шкларек, анализируя 59 развивающихся и 25 развитых стран, утверждал, что в развивающихся странах между совокупным долгом государства и экономическим ростом всегда существует отрицательная взаимосвязь, что касается развитых стран, то какая-либо существенная взаимосвязь между этими показателями отсутствует [9].

Также существуют предположения о том, что именно темпы роста экономики оказывают влияние на темпы роста государственного долга и на его состояние, а не наоборот. Например, В. Изстерли считает, что именно замедление темпов роста экономики во всем мире после 1975 г. привело к возникновению долгового кризиса в тех странах, для которых в 80-х годах прошлого века был характерен средний уровень доходов, а также для тех, где в 80-е и 90-е годы XX столетия уровень доходов оставался на низком уровне [11]. Данная точка зрения поддерживается и П. Кругманом, по мнению которого, не с ростом происходит нечто плохое, когда растет госдолг, а, наоборот, плохое происходит с долгом, когда темпы роста снижаются [12].

Таким образом, анализ концепций влияния государственного долга на экономический рост позволяет сделать вывод, что страны с развивающимися рынками должны тщательно следить за размером государственного долга, его структурой и использовать наиболее эффективные механизмы его финансирования.

*Инструменты финансирования государственного долга и долговая политика России.* В условиях экономической рецессии многие страны сталкиваются с проблемой увеличения государственного долга и необходимостью его финансирования. Как известно, существуют три основных механизма финансирования государственного долга: механизм эмиссии, налоговый механизм, механизм государственных долговых обязательств. При этом следует отметить, что последний может рассматриваться, как менее болезненный и более управляемый, однако, между представителями различных экономических школ нет согласия по отношению к применению данного механизма.

Так, представители современного монетаризма (например, М. Фридмен [15], Ф. Кейтен) полагают, что финансирование государственных потребностей за счет займов на рынке капитала закономерно приводит к увеличению процентных ставок, сокращению частных инвестиций и перекладыванию долгового бремени на будущие поколения, вынужденные расплачиваться по долгам государства. В то время, как кейнсианцы придерживаются того мнения, что государственные заимствования позволяют распределить долговую нагрузку во времени и поскольку будущие поколения также будут пользоваться результатами этих заимствований, они должны нести бремя по их возмещению.

Таким образом, характеризуя воздействие государственных долговых обязательств на экономическую ситуацию в стране можно выделить следующие положи-

тельные и отрицательные стороны (рисунок 1).

<b>Специфика воздействия государственных долговых обязательств на национальную экономику</b>	
<b>положительные стороны</b>	<b>отрицательные стороны</b>
безэмиссионное пополнение доходов бюджета; сохранение нормального денежного обращения; превышение предельно допустимого уровня инвестиционной активности; увеличение налоговых поступлений.	увеличение расходов на обслуживание государственных долговых обязательств; превышение предельно допустимого уровня задолженности; зависимость отечественных финансов от состояния международных финансов.

Рисунок 1 – Специфика воздействия государственных долговых обязательств на национальную экономику

При этом в условиях экономической рецессии многие страны прибегают к долговому методу финансирования своих расходов и покрытия дефицита бюджета. В отличие от эмиссии и роста налогов использования инструмента государственных долговых обязательств для финансирования государственного долга имеет явные преимущества, поскольку наличие достаточно длительного срока между займом и его последствиями (погашением) предоставляет большую свободу маневра. Именно это и обуславливает важную роль государственных долговых обязательств в системе финансирования государственного долга.

Особый научный интерес к проблемам долговых обязательств в системе финансирования государственного долга обусловлен необходимостью поиска перспективных механизмов воздействия на экономику, более эффективных источников покрытия дефицита бюджета, а также разработки новых моделей оптимизации и реструктуризации государственного долга.

И поскольку государственные долговые обязательства имеют гораздо меньшие негативные последствия по сравнению с дополнительной эмиссией, или увеличением налогового бремени, их следует рассматривать как наиболее эффективный механизм мобилизации дополнительных ресурсов и увеличения финансовых возможностей государства, что послужило причиной их широкого распространения в большинстве стран мира [16]. Не является исключением и Россия, которая на протяжении всей своей новейшей истории активно использовала этот механизм в реализации своей долговой политики, которая претерпела существенные изменения, начиная с 2008-2009 гг. Этот период ознаменовался наращиванием государственного долга, который по некоторым прогнозам, сделанным в те годы, мог к 2014 году достигнуть 17% ВВП, что 3,8% больше чем запланировано в бюджете на 2014 год и плановый период 2015-2016 гг. Причем долговая стратегия избрана в соответствии с классической теорией А. Вагнера [1, 17] – приоритет отдан внутреннему долгу (рисунок 2), который за это время увеличился более чем в 6,5 раза.

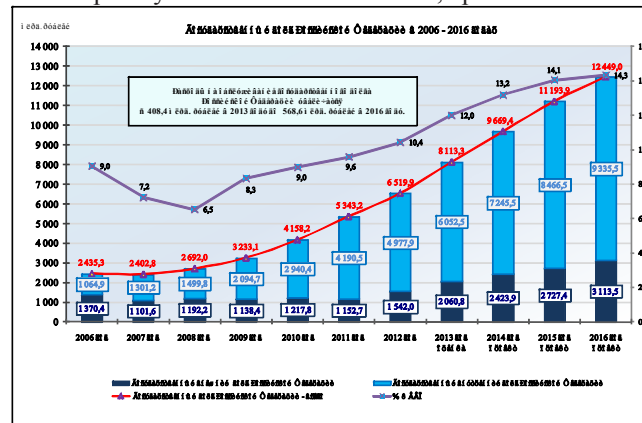


Рисунок 2 – Динамика изменения объема государственного долга Российской Федерации в 2006-2016 годах

Как видно, внешний долг планируется сохранить на стабильно невысоком уровне, практически без ежегодного прироста (с учетом инфляции). В связи с чем подобную политику можно определить как рациональную с учетом сложившейся в России макроэкономической ситуации и прогноза мировой конъюнктуры. При этом следует отметить, что наша страна по показателям государственного долга в положительную сторону отличается от большинства стран мира, как с развитыми, так и формирующимися рынками.

Более того, параметры, содержащиеся в соответствующих прогнозах экономического развития, позволяют сделать вывод, что при осуществлении объемов заимствования в запланированном объеме показатели долговой устойчивости страны сохранятся «вне опасных зон» (таблица 1).

Таблица 1 - Показатели долговой устойчивости Российской Федерации, %

Наименование показателя	2010 год	2011 год	2012 год	2013 год оценка	2014 год (прогноз)	2015 год (прогноз)	2016 год (прогноз)	Критерий (оптимальные значения)
Государственный долг Российской Федерации, % ВВП	9,3	9,8	10,4	12,0	13,2	14,1	14,3	< 50 %
Доля государственного внутреннего долга в общем объеме государственного долга Российской Федерации, %	70,7	78,4	76,3	74,6	74,9	75,6	75,0	> 50 %
Доля расходов на обслуживание государственного долга в общем объеме расходов федерального бюджета, %	1,9	2,4	2,5	3,0	3,2	3,4	3,7	< 10 %
Отношение годовой суммы платежей по погашению и обслуживанию государственного долга к доходам федерального бюджета, %	7,6	6,1	6,1	9,7	6,3	7,6	7,0	< 10 %
Отношение государственного долга Российской Федерации к доходам федерального бюджета, %	50,1	47	50,7	62,9	71,3	76,9	78,3	< 250 %
Отношение государственного внешнего долга Российской Федерации к годовому объему экспорта товаров и услуг, %	10,1	7	8,4	11,3	12,4	13,4	14,5	< 220 %
Отношение годовой суммы платежей по погашению и обслуживанию государственного внешнего долга к годовому объему экспорта товаров и услуг, %	1,3	1,2	0,8	0,9	0,9	1,2	0,8	< 25 %

При этом следует отметить, что наличие данного «запаса прочности» не может гарантировать необходимую долговую устойчивость. Это связано с тем, что темп роста самого государственного долга (и, безусловно, расходов на обслуживание) достаточно высоки по сравнению с основными показателями макроэкономического развития, показывающими нулевой экономический рост. Кроме того, в условиях усиления политической нестабильности и увеличением (вследствие этого) проблем в экономике страны возникают опасения, что эти параметры окажутся выше запланированных.

Ситуация складывается таким образом, что политика России в сфере управления государственным долгом в ближайшие годы будет направлена на финансирование государственного долга посредством привлечения ресурсов, как на отечественном, так и на международном рынках капитала на условиях, которые будут обеспечивать оптимальное соотношение дюрации и доходности суверенных долговых обязательств. В качестве основного источника финансирования предполагается использовать государственные заимствования, общий объем которых составит 1,4 трлн. рублей в 2013, 1,1 трлн. рублей в 2014 и 1,4 трлн. рублей в 2015 году (таблица 2).

Таблица 2 - Источники финансирования дефицита федерального бюджета в 2012-2016 гг., млрд. руб.\*

Показатель	2012	2013	2014	2015	2016
Дефицит федерального бюджета	- 68,1	- 480,9	- 389,6	- 796,6	- 486,5
Государственные заимствования, всего	842,1	584,4	652,1	786,2	39,7
в том числе					
Государственные внутренние заимствования РФ	709,8	433,0	485,0	676,6	745,5
привлечение	1 519,9	1 097,6	808,7	1 147,5	1 240,4
погашение	- 677,8	- 664,6	- 323,7	- 470,9	- 494,9
Государственные внешние заимствования РФ	132,3	151,4	167,4	109,6	194,2
привлечение	209,7	229,1	241,8	247,4	251,1
погашение	- 77,4	- 77,7	- 74,7	- 137,8	- 56,9

\* Источник: сайт Минфина России (www.minfin.ru)

Таким образом, основным источником финансирования (особенно в условиях реализации неблагоприятного сценария падения цен на нефть) станут государственные заимствования, причем речь идет о заимствованиях на

внутреннем рынке. Однако их рост говорит об увеличении бюджетных рисков, обусловленных в том числе высокой волатильностью финансового рынка, ухудшением условий заимствований. Более того, в условиях угрозы применения экономических и финансовых санкций может возникнуть ситуация, не позволяющая привлечь на приемлемых условиях необходимые заемные средства.

Общая характеристика государственных долговых обязательств Российской Федерации. Как известно, долговые обязательства составляют подавляющую часть государственного долга, поскольку эти они не только позволяют на не инфляционной основе финансировать дефицит государственного бюджета, реализацию приоритетных инвестиционных программ, но и участвуют в регулировании экономики, например, оказывают влияние на денежную массу, цены, инфляцию [18].

Популярность государственных долговых обязательств имеет целый ряд преимуществ по сравнению с другими ценными бумагами, в числе которых наиболее важными являются: самый высокий относительный уровень надежности и наиболее льготное налогообложение. В связи с чем они получили широкое распространения в долговой практике всех стран мира. Что касается России, то в настоящее время наибольшее распространение в России получили облигации федерального займа (ОФЗ). Пунктом 1 статьи 15 Федерального закона от 3 декабря 2012 г. №216-ФЗ «О федеральном бюджете на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов» (далее – Федеральный закон) утверждена Программа государственных внутренних заимствований Российской Федерации на 2013 год (далее – Программа), в соответствии с которой объем чистых заимствований, осуществляемых в 2013 году путем выпуска государственных ценных бумаг, номинальная стоимость которых указана в валюте Российской Федерации, составит до 448,6 млрд рублей (привлечение – 1213,2 млрд рублей, погашение – 764,6 млрд рублей).

В 2012 г. Россия разместила евробонды на всю сумму, предусмотренную программой заимствований на год. Проданы пяти- и десятилетние облигации по \$2 млрд на каждый транш и тридцатилетние облигации на \$3 млрд. Сейчас Россия должна по еврооблигациям \$34,91 млрд (26,998 млрд евро). Задолженность по облигациям внутреннего государственного валютного займа составляет \$10,7 млн (8,3 млн евро). По гарантиям России в иностранной валюте долг к началу ноября составил \$970,7 млн (750,7 млн евро).

В рамках верхнего предела государственного внешнего долга, установленного Законом о федеральном бюджете на 2013 г. и на плановый период 2014 и 2015 гг. Минфином России 16 сентября 2013 г. были выпущены облигации внешних облигационных займов России, которые являются государственными именными ценными бумагами, выпускаются в документарной форме, подлежат централизованному хранению и предоставляют их владельцам право получить номинальную стоимость, а также проценты. Эмиссия состоит из 1 выпуска, объеме 7 500 шт. по номинальной стоимости – 200 тыс. долл. США, который по номинальной стоимости составляет 1,5 млрд долл. США. Эмитентом от имени Российской Федерации выступает Минфин России, срок погашения 16 сентября 2043 г. Цена размещения одной облигации – 97,187% от ее номинальной стоимости. Ставка купонного дохода по первому - шестидесятому купонам составляет 5,875% годовых каждая, а его размер – 5 875 долл. США. Определены даты выплаты купонного дохода. Потенциальными владельцами могут стать юридические и физические лица, резиденты и нерезиденты. Процесс формирования и обслуживания государственных долговых обязательств, предполагая соответствующую «нагрузку» на бюджет страны, требует специального государственного регулирования, в ходе осуществления которого в экономику вливаются дополнительные финансовые ресурсы, что (как уже отмечалось)

может оказывать и отрицательное и положительное воздействие, как стимулировать, так и замедлять экономический рост. В связи с чем в целях повышения эффективности управления государственным долгом целесообразно предложить следующие меры:

– четко определить пределы объемов заимствований с последующим уменьшением размера долговых обязательств в т.ч. посредством отказа от новых займов и оптимизации объема и реструктуризации внешних и внутренних заимствований;

– тщательно выбирать потенциальные источники внешних и внутренних заимствований на основе анализа расчета графиков по погашению и обслуживанию долговых обязательств для достижения сбалансированности структуры заимствований и равномерности сроков и размеров выплат;

– в текущем бюджетном цикле сохранить умеренную долговую нагрузку с последующим постепенным формированием национального рынка капитала и его превращением в важный источник финансирования дефицита федерального бюджета.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Wagner, A. *Traité de la science des finances*. Vol. 1. Paris, 1909. 121 p.
2. Кейнс Дж.М. *Общая теория занятости, процента и денег*. М.: Гелиос АРВ, 2002. 352 с.
3. Patillo C., Poirson H., and Ricci L. What are the channels through which external debt affects growth? // *International Monetary Fund Working Paper*. 2004. № 04/15. P. 1-33.
4. Diamond P. National debt in a neoclassical growth model // *American Economic Review*. 1965. № 55. P. 1126-1150.
5. Modigliani F. Long-run implications of alternative fiscal policies and the burden of the national debt // *Economic Journal*. 1961. № 71. P. 730-755.
6. Siti N., Mohd D., Podivinsky J. Revisiting the role of

external debt in economic growth of developing countries // *Journal of Business Economics and Management*. 2013. № 3. P. 968-993.

7. Checherita C. and Rother P. The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth. An Empirical Investigation for the Euro Area // *European Central Bank WP*. 2010. № 1237. P. 1-40.

8. Reinhart C., Rogoff K. From Financial Crisis to Debt Crisis // *American Economic Review*. 2011. Vol. 101. NO.5. P. 1676-1706.

9. Schclarek A. Debt and economic growth in developing and industrial countries // *Lund University Working Papers*. 2005. № 34. P. 1-39.

10. Kumar M., Woo J. Public Debt and Growth // *IMF WP*. 2010. № 10/174. P. 1-46.

11. Easterly W. Growth Implosions and Debt Explosions: Do Growth Slowdowns Cause Public Debt Crises? // *Contributions to Macroeconomics*. 2001. Vol. 1. № 1. P. 1-24.

12. Krugman P. Nobody understands debt // *NYTimes*. 2012. January 1 // <http://www.nytimes.com/2012/01/02/>

13. Kutivadze N. Public debt, domestic and external financing, and economic growth // *Departmental WP*. 2012. № 12. P. 1-35.

14. Gale W., Orszag P. The Economic Effects of Long-term Fiscal Discipline // *Urban-Brookings Tax Policy Center Discussion Paper*. 2003. № 8. P. 1-30.

15. Фридмен М. Свобода выбирать. Наша позиция / Пер с англ. М.: Новое издательство, 2007. 356 с.

16. Масгрейв Р., Масгрейв П. Государственные финансы: теория и практика. М.: Бизнес-Атлас, 2009. 475 с.

17. Афанасьев М.П., Афанасьев Я.М. Методологические и теоретические основы формулировки закона А. Вагнера. Подходы к его тестированию // *Вопросы государственного и муниципального управления*. 2009. № 3. С. 47-70.

18. Вавилов А. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. М.: Городец-Издат, 2010. 400 с.

#### THE STATE DEBT INSTRUMENTS IN SYSTEM OF FINANCING OF THE PUBLIC DEBT

© 2014

*N.N. Shash*, doctor of economical science, professor of the chair “Public Finances”  
*National Research University “Higher School of Economics”, Moscow (Russia)*

*Y.M. Afanasiev*, post-graduate student

*Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow (Russia)*

*Annotation:* In article we research negative and positive influence of a public debt on macroeconomic development. The characteristic of structure of debts of the Russian Federation is given, offers directed on need of carrying out continuous monitoring of its state taking into account potential external calls and the threats and increase of management efficiency by a public debt of the Russian Federation are formulated.

*Keywords:* public debt, deficit, federal budget, state debt instruments, state bonds, federal loan bond, management of a public debt.