

# Рост суверенного долга: плюсы и минусы

Как будет решать проблему  
министерство финансов

Официальный показатель внешнего долга России, на первый взгляд, выглядит не самым худшим образом. Однако в нем не учитываются долги российских корпораций, аффилированных с государством. Предполагаемый выпуск государственных евробондов РФ с одной стороны вызывает у некоторых экспертов опасения в связи с возвратом к практике ощутимых внешних заимствований, но в то же время может благоприятно сказаться на отечественном финансовом секторе за счет улучшения условий, как субординированного кредитования банков, так и расширения кредитования на беззалоговых аукционах ЦБ РФ. Соответственно, может улучшиться и финансирование банками реального сектора по условиям и расширению спектра от крупных корпоративных заемщиков до сегмента среднего бизнеса. В свою очередь регуляторы становятся в большей степени замотивированы на расширение финансового инструментария и более углубленную работу с внешними обязательствами, а также диверсификацию резервов.

*The official rate of external debt of Russia, at first glance, does not look bad. However, it does not include the debts of Russian corporations affiliated with the state. Estimated issue of government Eurobond RF on the one hand shows for some expert fears of a return to tangible external borrowing, but at the same time can have a beneficial effect on the domestic financial sector by improving the environment, as subordinated loans of banks and expand unsecured loan auctions of Central Bank of Russia. So, the banks financing of the real sector conditions could improve and expand the range of large corporate borrowers to medium business segment. In their turn, regulators become more motivated on the expansion of financial tools and more in-depth work with external obligations, as well as diversification of reserves.*

*For full English version of the Article pls. contact MediaBusiness International Publishing House.*

ДФ

Долги —  
инструмент  
политиков.  
Политика —  
искусство  
одалживать.

Роберт Бруксберг

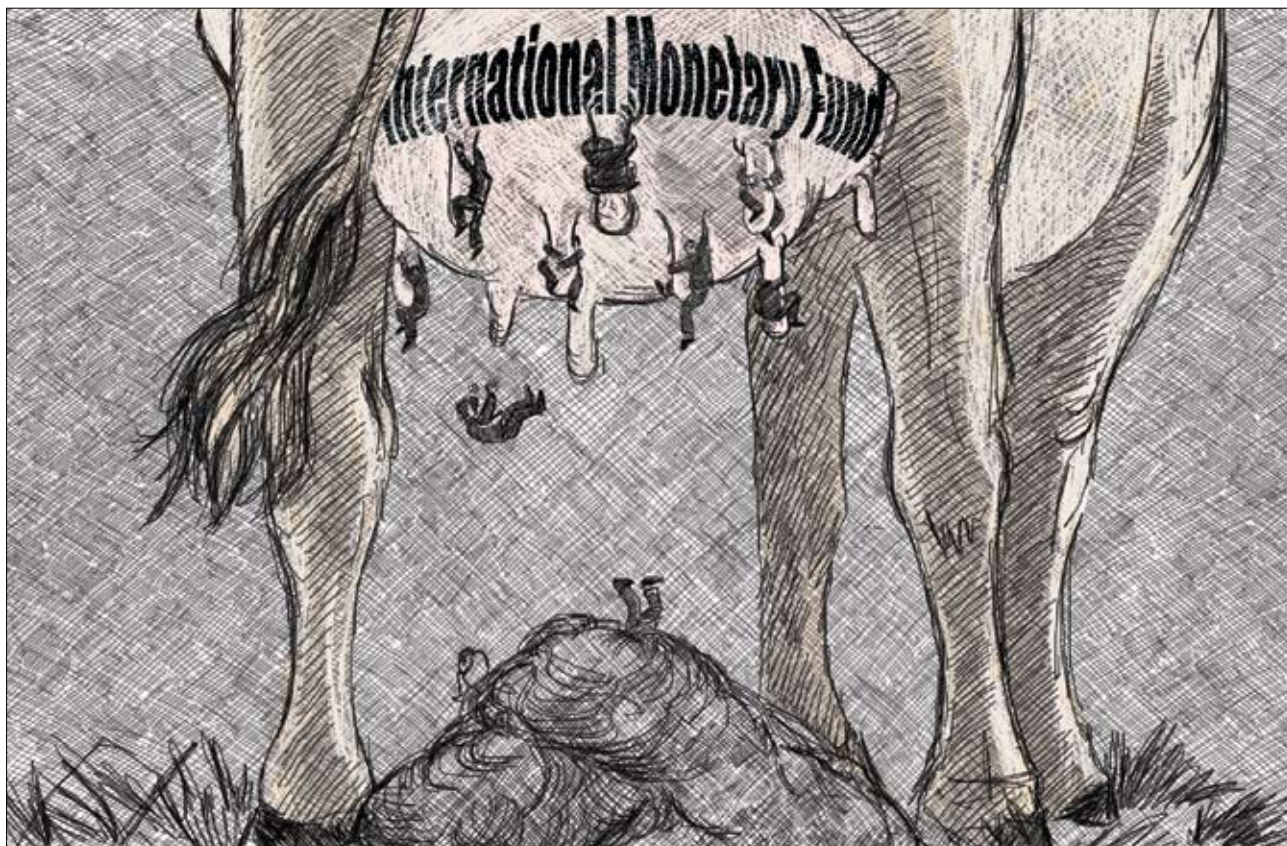
Несмотря на то что Россия в настоящий момент замыкает двадцатку крупнейших стран-должников, следует учесть, что сам по себе показатель суверенного долга не вполне объективно отражает ситуацию в отечественной экономике. В макро-экономике, как правило, принято сопоставлять объем внешнего долга с ВВП, а также с международными резервами государства в части золотовалютного запаса. Именно такое соотношение позволяет увидеть, насколько внешние заимствования критичны для той или иной страны. И в этом смысле у РФ, по сравнению со многими другими как развитыми, так и развивающимися экономиками, положение чуть ли не одно из самых благоприятных. Даже если не принимать во внимание такие отдельные критические случаи, как Греция или Исландия, экономическое положение которых уже окончательно дефолтное, отношение внешнего долга к ВВП, превышающее 60%, наблюдается у большинства стран Евросоюза. Кроме того, специфика централизованного общеевропейского регулирования такова, что далеко не всегда представляется возмож-

ным определить реальные объемы золотовалютных резервов (ЗВР) по каждой из стран ЕС. Не в полной мере прозрачна такая информация и по США, которые традиционно возглавляют «хит-парад» суверенных должников.

В то же время данные по внешним обязательствам Японии, являющейся, казалось бы, одной из лидирующих мировых экономик, вызывают серьезные опасения. Суверенный долг по отношению к ВВП этой страны уверенно приближается к 200%, а ЗВР не обеспечивают даже половину долгов. На этом фоне прямо противоположно выглядят показатели Китая, отношение внешних заимствований которого к ВВП, хоть и уступает аналогичному показателю России, при этом более чем в шесть раз покрывается резервами.

Но следует отметить, что экономика России регулируется в значительно менее жестких формах, чем китайская. Следовательно, обеспечение внешних долгов путем максимального резервирования изначально не вполне характерна для современной отечественной экономики, развитие которой в большей степени направлено на





интеграцию с мировыми рынками. Такой отчасти либеральный курс, с одной стороны, позволяет Минфину РФ сдерживать макроэкономические показатели на приемлемом уровне за счет определенной самостоятельности корпораций с государственным участием в капитале (и это, в свою очередь, снижает риски самого государства). При этом регуляторы прибегают к решениям, зачастую имеющим и негативный эффект как минимум психологического свойства.

Так, например, неоднозначные оценки вызвала инициатива Минфина по возвращению к практике после двенадцатилетнего перерыва внешних заимствований путем выпуска государственных евробондов. Буря негодования у ряда экспертов уже имеет место, даже несмотря на то, что до сих пор окончательно не определены условия таких размещений, общий их объем, а также соотношение направления средств на динамическое оздоровление экономики и покрытие уже реально существующего дефицита бюджета. Министром финансов РФ Алексеем Кудриным пока лишь озвучен планируемый объем заимствований на 2010 год – \$17,8 млрд. При этом Минфин

не отрицает необходимости значительных по размерам размещений в следующем году, связанной с увеличением дефицита бюджета. Кроме того, не окончательно определились и в самом Евросоюзе с тем, что именно сегодня более приоритетно – помочь заимствованиями России или же, например, спасти уступающую в кризисе Грецию.

Ключевой аргумент «за» суверенные облигации – перспектива «подтягивания» вслед за размещениями российских корпоративных эмитентов в целом. Вероятность роста спрэдов корпоративных российских евробондов действительно велика. К тому же появляется возможность значительно расширить присутствие отечественных компаний на европейском рынке. Однако не следует забывать и о том, что взаимоотношения крупнейших корпораций как с государством, так и с реальным и финансовым секторами среднего сегмента все же нуждаются в куда большей оптимизации. Судя по продолжающемуся оттоку капитала из страны, энтузиазм большого российского бизнеса в части развития отечественной экономики по-прежнему невысок. **DF**

*Александр Минаичев*

## Крупнейшие суверенные должники

	Страна	Сумма внешнего долга (млрд \$)	Отношение внешнего долга к ВВП, %	Объем золотовалютных резервов (млрд \$)	Дата информации
1	США	13 450	40	н/д	30.06.2009
2	Великобритания	9 088	69	н/д	30.06.2009
3	Германия	5 208	77	н/д	30.06.2009
4	Франция	5 021	80	н/д	30.06.2009
5	Нидерланды	2 452	62	н/д	30.06.2009
6	Испания	2 410	60	н/д	30.06.2009
7	Ирландия	2 387	64	н/д	30.06.2009
8	Япония	2 132	192	1 050	30.06.2009
9	Люксембург	1 994	15	н/д	30.06.2009
10	Швейцария	1 339	44	н/д	30.06.2009
11	Австралия	920	19	45	31.12.2009
12	Канада	834	72	н/д	30.06.2009
13	Австрия	832	68	н/д	30.06.2009
14	Швеция	669	43	н/д	30.06.2009
15	Гонконг	631	18	206	30.06.2009
16	Дания	607	38	н/д	30.06.2009
17	Норвегия	548	60	н/д	30.06.2009
18	Португалия	507	75	н/д	30.06.2009
<b>19</b>	<b>Россия</b>	<b>470</b>	<b>10</b>	<b>441</b>	<b>31.12.2009</b>
20	Греция	420	124	н/д	31.12.2009
21	Финляндия	365	47	8	30.06.2009
22	Китай	347	18	2 206	31.12.2009
23	Южная Корея	334	28	246	31.12.2009
24	Турция	253	49	73	31.12.2009
25	Индия	233	60	282	31.12.2009
26	Бразилия	216	47	238	31.12.2009
27	Польша	201	48	67	31.12.2009
28	Мексика	177	43	90	31.12.2009
29	Индонезия	151	30	63	31.12.2009
30	Венгрия	150	72	42	31.12.2009

## Крупнейшие суверенные должники (продолжение)

	Страна	Сумма внешнего долга (млрд \$)	Отношение внешнего долга к ВВП, %	Объем золотовалютных резервов (млрд \$)	Дата информации
31	ОАЭ	129	47	34	31.12.2009
32	Аргентина	109	49	8	31.12.2009
33	Исландия	100	850	н/д	31.03.2009
34	Румыния	96	20	34	31.12.2009
35	Казахстан	93	14	18	31.12.2009
36	Украина	89	21	24	31.12.2009
37	Израиль	85	84	57	31.12.2009
38	Тайвань	83	35	341	31.12.2009
39	Чехия	77	33	39	31.12.2009
40	ЮАР	74	36	37	30.06.2009
41	Саудовская Аравия	73	20	40	31.12.2009
42	Катар	63	7	17	31.12.2009
43	Филиппины	63	62	43	31.12.2009
44	Чили	61	9	25	31.12.2009
45	Тайланд	61	49	129	31.12.2009
46	Новая Зеландия	59	29	13	31.12.2009
47	Хорватия	56	48	12	31.12.2009
48	Словения	53	31	4	30.06.2009
49	Пакистан	52	45	16	31.12.2009
50	Ирак	50	н/д	47	31.12.2009
51	Болгария	49	21	17	31.12.2009
52	Малайзия	48	48	98	31.12.2009
53	Колумбия	47	46	25	31.12.2009
54	Венесуэла	43	19	26	31.12.2009
55	Латвия	38	33	5	31.12.2009
56	Литва	36	31	6	31.12.2009
57	Судан	36	105	1	31.12.2009
58	Ливан	35	160	34	31.12.2009
59	Кувейт	34	8	14	31.12.2009
60	Перу	30	26	30	31.12.2009

Источник: По данным национальных банков и министерств



**Дмитрий РЯБИХ,**  
генеральный директор  
группы компаний «Альт-Инвест»

Государственный внешний долг России составляет примерно 10% от суммы золотовалютных резервов. Запланированный заем, если он будет реализован, приведет к увеличению долга до 15% от резервов. Это мало меняет ситуацию. То есть само по себе государство пока стабильно, и дефолт ему не грозит. С учетом долгов банков и корпораций получается немного хуже. Внешний долг банков и корпораций несколько меняет картину: суммарная задолженность государства и всех компаний составляла на 1 января 2010 года около \$470 млрд – чуть больше, чем резервы ЦБ. Но при оценке этого показателя надо учитывать две вещи. Во-первых, некорректно сравнивать внешние долги всех участников внешнего рынка с резервами только государства. Нужно учитывать и резервы самих должников, и тогда картина будет значительно лучше. Во-вторых, надо понимать, что речь идет о долгосрочных долгах и их редко кто старается покрыть наличными запасами. Представьте себе человека, который беспокоится из-за того, что сумма наличных средств у него на счете покрывает только 90% взятого им в прошлом ипотечного кредита. Это было бы странно, потому что его финансовая ситуация явно стабильная. Вот примерно такая же картина наблюдается и в нашем случае. Другое дело, что при оценке финансовой стабильности надо учитывать не только резервы, но и способность в будущем получать доходы для восполнения этих резервов. А вот с этим у России большая проблема: доходы на внешнем рынке почти полностью (более чем на 60%) зависят от очень нестабильных цен на нефть. Причем в текущей ситуации экономика России убыточна и постепенно теряет свои запасы. И вот это как раз и есть основной фактор риска. Но в текущей ликвидности он себя пока не проявляет, так что \$17 млрд, которые планирует занять Минфин РФ, – это вполне нормальное использование финансовых инструментов. Такие заимствования будут всегда.



**Степан ЖУЛИН,**  
руководитель службы рейтингов  
корпоративного управления  
рейтингового агентства  
«Эксперт РА»

Внешних долгов у России могло быть и поменьше, ведь наш экспорт стабильно и намного превышает импорт. Сальдо торгового баланса в 2009 году было выше \$100 млрд и в 2010 очевидно превысит эту сумму. За 1999–2009 годы сальдо торгового баланса РФ превысило \$1 трлн, поэтому дополнительно изыскивать валюту в макроэкономическом плане – чистое безумие. Аппетиты отдельных госкомпаний к зарубежным заимствованиям следует померить на политическом уровне. Это первоочередная задача собственника – государства. Но следует признать, что существующие внешние долги крупнейшие госкомпании могут обслуживать без особенных проблем. Постоянный поиск денег Минфином РФ – скорее хороший сигнал от «хитрейшего» ведомства России. Министр финансов Алексей Кудрин, как скупой отец семейства, постоянно делает вид, что денег-то впритык, занимать, дескать, опять придется. На самом деле, резервы есть, налогов при дорогой нефти собирается много, а внешние заимствования бессмысленны и их, скорее всего, не будет. Зато бюджетополучателям объяснят, что их сиюминутные прихоти обременяют будущие поколения россиян долгами.