# Как реструктурировали госдолг в Англии и России

**Сергей ПАХОМОВ,**
Д. Э. Н.

В истории госдолга различных стран периодически происходил процесс, известный под разными терминами: реструктуризация, новация, конверсия, консолидация, рефинансирование. Суть его сводилась к замене одних долговых инструментов другими с целью упорядочить структуру госдолга и улучшить условия его обслуживания и погашения, снизив процентные ставки и увеличив сроки обращения.

Английские государственные деятели пришли к выводу, что в стране и за рубежом имеется спрос на долгосрочные гособлигации с низкими процентными ставками

## «ШТЫКАМИ И КАРТЕЧЬЮ». ЭКСПОРТ «ФИНАНСОВОЙ РЕВОЛЮЦИИ»

Английская «финансовая революция» последовала за так называемой Славной революцией 1688–1697 годов. «Реставрированный на троне» король Англии Яков II Стюарт был католиком и начал проводить последовательную политику гонений на политических лидеров протестантов и англиканское протестантское духовенство. Ущемленная протестантская политическая и экономическая элита составила заговор против короля и тайно пригласила на престол Англии штатгальтера Нидерландов принца Вильгельма III Оранского, внука английского короля Карла I по материнской линии, оказавшегося по совместительству еще племянником и зятем Якова II. Приглашение было принято, и 15 ноября 1688 года Вильгельм высадился в Англии с протестантской армией в 40 тысяч пехотинцев и 5 тысяч кавалеристов, состоявшей из голландцев, англичан и их прусских союзников. Переворот активно поддержали горожане, купцы, протестантские парламентские лидеры, министры правительства, на сторону Вильгельма перешли ведущие английские военачальники. Король Яков II бежал из страны, и в январе 1689 года парламент Англии провозгласил Вильгельма III Оранского королем Англии. Вильгельм при полной поддержке парламента провел принципиально важные политические и экономические реформы, заложившие основы конституционной монархии, сильной парламентской власти и быстрого капиталистического развития.

Решение Вильгельма в 1689 году начать войну с королем Франции Людовиком XIV потребовало новых чрезвычайных военных расходов. Это, в свою очередь, привело к необходимости создания системы долгосрочного и фондируемого за счет целевых налогов госдолга по отработанной в Голландии модели. «Финансовая революция»

началась в 1693 году с реструктуризации имевшихся в тот момент на рынке государственных рентных бумаг. У Англии был значительный госдолг, который состоял из бессистемно привлекаемых через выпуск рент краткосрочных займов под высокие проценты. Общественное мнение страны резко отрицательно относилось к перспективе дальнейшего увеличения долга. Задачей «революции», возможно вначале и не осознанной до конца ее творцами, было создание госдолга, прочно основанного на долгосрочных или на «вечных» инструментах, по которым в срок и в полном объеме неукоснительно выплачиваются проценты. Созданная на основе голландского опыта эмпирическим путем схема впоследствии неожиданно оказалась финансовым шедевром, во многом обеспечившим финансовое здоровье страны в целом и ее экономики в частности. Будущие военные, экономические и политические победы Англии обеспечивались именно национальным долгом, который позволял Британии получать доступ к огромным финансовым средствам именно в тот момент, когда она в них нуждалась.

Реструктуризация происходила по схеме, хорошо отработанной в Нидерландах в предыдущие 200 лет. Государственные ренты были реструктурированы в так называемый заем в миллион фунтов стерлингов, оформленный как пожизненный аннуитет, ликвидируемый в случае смерти держателя, по которому выплачивалась ставка в 14 % годовых. Он фондировался за счет введения акцизов на пиво, яблочное вино, уксус и бренди. Дальнейшие займы фондировались за счет таможенных платежей и новых акцизов. Затем в 1684–1697 годах последовал выпуск Банком Англии «вечного» займа правительству в форме рент в 1.2 млн фунтов стерлингов под 8 % годовых, который финансировался за счет продажи инвесторам своих акций. Создание Банка Англии за счет госдолга стало одной из основ английской «финансовой революции». С 1704 года казначейство Англии стало выпускать пожизненные аннуитеты сроком на 99 лет под 6.6 % годовых. Произошла и конвертация в госдолг 14 млн фунтов стерлингов краткосрочного долга обанкротившейся Компании Южных морей.

Английские государственные деятели пришли к выводу, что в стране и за рубежом имеется спрос на долгосрочные гособлигации с низкими процентными ставками. Были выработаны первые научно обоснованные стандарты управления долгом и введено правило, что общий объем госдолга не должен превышать трети от государственных налоговых доходов, что являлось очень консервативным показателем долговой нагрузки. Соблюдалось также определенное соотношение между объемом краткосрочных и долгосрочных обязательств.

Последующие выпуски гособлигаций в Англии происходили по все более низким процентным ставкам (4 %, 3.5 %, 3 % годовых). Наконец, в 1749–1752 годах министр финансов Англии Генри Пелхэм завершил этот «революционный процесс» и провел конвертацию всего госдолга страны (за исключением долга Банка Англии, Ост-Индской компании и Компании Южных морей) в единые облигации с доходом в 3 % годовых. Они получили название «Консолидированного долга нации» (Consolidated Stock of the Nation), в просторечии — «consols». Эти гособлигации свободно обращались на Лондонской и Амстердамской биржах, их можно было легко продать и купить, перевод прав владения с одного держателя бумаг на другого производился без ограничений. Так возникли знаменитые постоянно обращающиеся гособлигации с фиксированным процентным доходом — «консоли», ставшие образцом для гособлигаций многих стран. Правительству Англии путем такой постепенной реструктуризации и конвертации госдолга в единообразные, свободно обращающиеся высоколиквидные рыночные ценные бумаги с фиксированным доходом удалось значительно снизить стоимость его обслуживания (с 14 % до 3 %) и создать постоянно действующий механизм рыночного долгового финансирования государственных расходов. Вместе с облигациями Банка Англии гособлигации стали основными ценными бумагами, торговавшимися на Лондонской фондовой бирже вплоть до конца XIX века и использовавшимися в качестве основного залогового инструмента для банковского кредитования проектов «промышленной революции». Инвесторами, приобретавшими английские гособлигации, были имущие классы Англии: банкиры, крупные торговцы, аристократия. Среди иностранных инвесторов ведущую роль играли голландские, французские и швейцарские банкиры и рантье, которых привлекали более высокие процентные ставки и безналоговый статус английских гособлигаций.

Создание развитого рынка госдолга, состоящего из долгосрочных или бессрочных облигаций, позволило Англии развить банковскую и финансовую систему

Среди иностранных инвесторов ведущую роль играли голландские, французские и швейцарские банкиры и рантье

страны, обеспечить бесперебойное поступление денежных ресурсов со всей Европы в британскую казну, благодаря чему были успешно выиграны многие войны, в том числе с таким мощным соперником, как Наполеон Бонапарт, и осуществлено успешное финансирование проектов промышленной революции. Как писал в XVIII веке амстердамский банкир и публицист Исаак де Пинто, «безупречная точность и скрупулезность, с которой платились проценты по национальному долгу, идея гарантий парламента подняли кредитоспособность Англии на такую высоту, что она получала займы, которые удивляли и изумляли всю остальную Европу».

## РОССИЯ ЭПОХИ ПРЕОБРАЗОВАНИЙ: ГОСДОЛГ КАК ИНСТРУМЕНТ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

Россия последней трети XIX века прошла свой путь успешной реструктуризации и консолидации госдолга. После катастрофической Крымской войны основные усилия всех министров финансов были направлены на стабилизацию госдолга и повышение эффективности его использования для финансирования государственных расходов, направленных на стимулирование экономического развития. Огромные расходы на войну с Турцией 1877–1878 годов и на проведение реформы по отмене крепостного права привели в последние годы царствования Александра II к резкому росту долга и стоимости его обслуживания. К 1880 году расходы по обслуживанию госдолга России достигли 239 млн рублей в год и составили треть всех государственных расходов. Как писал соратник Александра III С. Ю. Витте, «последняя турецкая война совершенно расстроила наши финансы, отдалила возможность установить правильную денежную систему, и потребовалось опять более 20 лет для того, чтобы поправить финансы». Задачей принципиально новой политики государства стала стабилизация национальной валюты, и в этих целях все министры финансов следующего императора Александра III активно использовали систему государственного кредита.

Революционным достижением стал переход к конверсии госдолга через выпуск гособлигаций, обеспеченных золотым запасом страны — так называемые золотые займы, которые предназначались для рынков Европы, США и собственно Российской империи. Часть новых займов использовалась для конверсии и консолидации ранее выпущенных облигаций дорогих внешних и внутренних займов, а часть использовалась для финансирования дефицита бюджета и получения иностранной валюты, конвертируемой в золото для пополнения золотого запаса России. Российское правительство перешло к прямому размещению гособлигаций одного и того же займа на рынках разных государств, для чего на облигации указывалась ее номинальная стоимость одновременно в разных валютах стран размещения займа и в золотом рубле. Между валютами устанавливался паритет исходя из их золотого содержания. Хотя «золотой рубль», равнявшийся 1/10 золотого империала, в то время еще являлся абстрактной валютой и сделки на золото до 1895 года не разрешались, за исключением операций правительства по облигациям «золотых займов». Обозначение номинала облигации в твердых «золотых рублях» давало ее владельцу право на получение суммы долга и процентов в Государственном банке России, где выплаты осуществлялись либо золотой монетой, либо государственными кредитными билетами по рыночному курсу их обмена в золото. Таким образом, обеспечивалась защита «золотого займа» от инфляции кредитного рубля. Заключались агентские соглашения с иностранными банками в странах обращения облигаций для проведения выплат иностранным держателям в валюте каждой отдельной страны, для чего им Государственным банком России переводилось золото в соответствии с паритетом валют.

Параллельно устанавливалась свобода перемещения облигаций «золотых займов» между рынками. Граждане России могли приобретать их за рубежом и провозить в Россию, могли приобретать в России и вывозить за ее пределы. Иностранцы могли приобретать эти облигации как в своих странах, так и в России, свободно перемещая их через границы. Фактически различия между внутренним и внешним рынками российских гособлигаций стирались.

Было решено для начала рефинансировать госдолг путем выпуска 6 %-ной «золотой ренты». В связи с низким вексельным курсом кредитного рубля рентные облигации были размещены в металлической валюте. Высокая процентная ставка была вызвана стремлением министерства финансов разместить заем как можно ближе к номиналу и получить максимально возможное количество наличных денег. В дальнейшем планировалось при улучшении

Революционным достижением стал переход к конверсии госдолга через выпуск гособлигаций, обеспеченных золотым запасом страны

финансового положения страны прибегнуть к досрочному выкупу этих рентных облигаций и замене их более дешевыми займами. Заем в 50 млн рублей золотом был успешно размещен 11 ноября 1883 года по цене 98 % от номинала, и выручка в кредитной валюте составила 76 млн рублей. Средства были переданы Центральному банку на погашение ранее выпущенных кредитных билетов. В дальнейшем право выпуска «золотой ренты» уже в 5 % годовых для удобства было передано министерством финансов Центральному банку. В 1885 году было размещено ренты на 25 млн кредитных и 20 млн золотых рублей.

## КОНВЕРСИЯ ВНЕШНЕГО ДОЛГА РОССИИ

Основную роль «золотые займы» сыграли в успешной конверсии внешнего долга России. К 1888 году для России сложилась благоприятная ситуация на международных рынках капитала. Произошло снижение ссудного процента, вырос авторитет российского государственного кредита за счет роста государственных доходов и поступления иностранного капитала в страну. Политический союз с Францией вызвал приток средств французских инвесторов в российский госдолг. Министр финансов И. А. Вышнеградский принял решение о проведении ряда масштабных операций по конверсии российского внешнего госдолга для снижения стоимости его обслуживания. В 1889–1896 годах российское правительство выпустило шестью траншами 4 %-ный золотой заем на сумму 332 млн золотых рублей. Для начала конверсии был выбран военный 5 %-ный заем 1877 года, заключенный на очень тяжелых условиях. К этому моменту в обращении осталось 263 млн 814 тысяч немецких марок этого займа, который было решено обменять на 4 %-ный заем в 75 млн рублей золотом. Заем был успешно размещен по цене 91.4 % от номинала. Затем последовала консолидация и реструктуризация ряда внешних займов, размещенных железнодорожными обществами, которые были национализированы с принятием в казну их долгов. В 1889 году был проведен ряд успешных операций по конверсии всех выпусков 5 %-ных консолидированных железнодорожных займов в 4 %-ные займы общим объемом 585.5 млн рублей золотом.

В 1891 году за счет свободных средств казначейства был произведен досрочный выкуп ряда внешних госзаймов на сумму в 20.35 млн голландских флоринов и 4.68 млн фунтов стерлингов. В августе 1893 года подошел срок досрочного выкупа 6 %-ной «золотой ренты» 1883 года. Эти облигации были конвертированы в 4 %-ный золотой заем объемом в 44 млн 509 тысяч рублей. Следующая конверсионная операция была связана с национализацией и принятием на себя государством долгов Центрального банка русского поземельного кредита. Для этого был размещен 3 %-ный заем в интересах владельцев закладных листов этого банка на сумму в 41 млн 625 тысяч рублей золотом.

## КОНВЕРСИЯ И КОНСОЛИДАЦИЯ ВНУТРЕННЕГО ДОЛГА

В 1891 году началась активная конверсия внутренних займов. В единообразные 4 %-ные облигации были конвертированы 5.5 %-ные выкупные свидетельства, 5 %-ные билеты Государственного банка всех выпусков, первый Восточный заем. Всего в 1891 году для этих целей было размещено конверсионных займов на 354 млн кредитных рублей. В 1894 году правительство и министерство финансов, возглавляемое уже С. Ю. Витте, приступили к конверсии всех оставшихся 5 %-ных облигаций внутреннего долга в единую 4 %-ную ренту. Всего было реализовано и добровольно конвертировано рентных облигаций на сумму 1 млрд 120 млн рублей. Выпуском 4 %-ной ренты на сумму свыше 1 млрд рублей было положено начало объединению русского госдолга. С тех пор 4 %-ная рента стала основной русской государственной ценной бумагой, активно размещаемой как внутри страны, так и на международных рынках капитала. За этот период было конвертировано дорогих займов номинальной стоимостью 2 млрд 644 млн рублей, выпущено в целях конвертации новых займов номиналом 2 млрд 940 млн рублей. В номинальном выражении в ходе этих операций российский государственный долг увеличился всего на 256 млн рублей с одновременным снижением на 20 % стоимости его обслуживания.

Основную роль «золотые займы» сыграли в успешной конверсии внешнего долга России


**Источники**

Braudel F. Civilization & Capitalism 15th–18th Century. Vol. 2. The Wheels of Commerce. London, 2002. P. 525–528; Vol. 3. The Perspective of the World. London, 2002. P. 375–379.

Витте С. Ю. Воспоминания. Т. 1. М., 1994. С. 398.

Министерство финансов 1802–1902. Ч. II, СПб., 1902. С. 81–97, 390.

Таранков В. И. Ценные бумаги Государства Российского. М.–Тольятти, 1992. С. 82–94.