

Ключевые слова:

финансовая политика,
долговая политика,
ликвидность, внутренний долг,
управление долгом,
государственные ценные бумаги

Я. М. Афанасьев, мл. науч. сотр.

Центра информатизации управления финансами
НИФИ Государственного университета Минфина России (ГУМФ)
(e-mail: nro100@gmail.com)

Долговая политика России: новые тенденции

Рост расходной части федерального бюджета формирует перспективу его дефицита, покрытие которого в среднесрочном периоде должны обеспечить государственные заимствования на рынке капитала. Возможные объемы внутреннего займа могут составлять 2 трлн руб. ежегодно, что представляет собой весьма впечатляющую цифру.

Принципы долговой политики государства были сформулированы в конце XIX в. крупнейшим немецким экономистом, теоретиком государственных финансов А. Вагнером. Закон Вагнера в современной формулировке гласит, что общественное развитие вообще и индустриальный рост в частности должны сопровождаться неуклонным ростом доли государственных расходов в валовом национальном продукте¹. Экономическое процветание страны увеличивает потребление государственных услуг, таким образом, рост бюджетных затрат на образование, здравоохранение, развитие инфраструктуры — процесс закономерный и прогрессивный.

В развитие своего закона роста государственных расходов А. Вагнер дал развернутую классификацию бюджетных дефицитов и сформулировал принцип дефицитного финансирования государственного бюджета. Кроме того, он прямо указал на то, что именно дефицит бюджета является главным критерием для суждения о действительном положении всего государственного хозяйства². Современная долговая политика России во многом основывается на теоретических подходах А. Вагнера, которые сохраняют свою актуальность по сей день.

Долговая политика России на рубеже 2008–2009 гг. претерпела значительные изменения, что в первую очередь обусловлено мировым финансовым кризисом.

¹ 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.

² Выдающийся русский теоретик государственных финансов М. И. Боголепов активно критиковал данный тезис. См.: Боголепов М. И. Государственный долг. — СПб., 1910. — С. 425.

До 2008 г. шло общее снижение объемов государственного долга. За пять лет, с 2004 по 2008 гг., долг сократился в 3,5 раза до минимального в истории современной России уровня 6,5 % ВВП. В этот период происходило быстрое сокращение внешнего долга и поддержание на незначительном, но постоянном уровне внутреннего долга (с учетом инфляции). Это была высокоэффективная и продуманная политика.

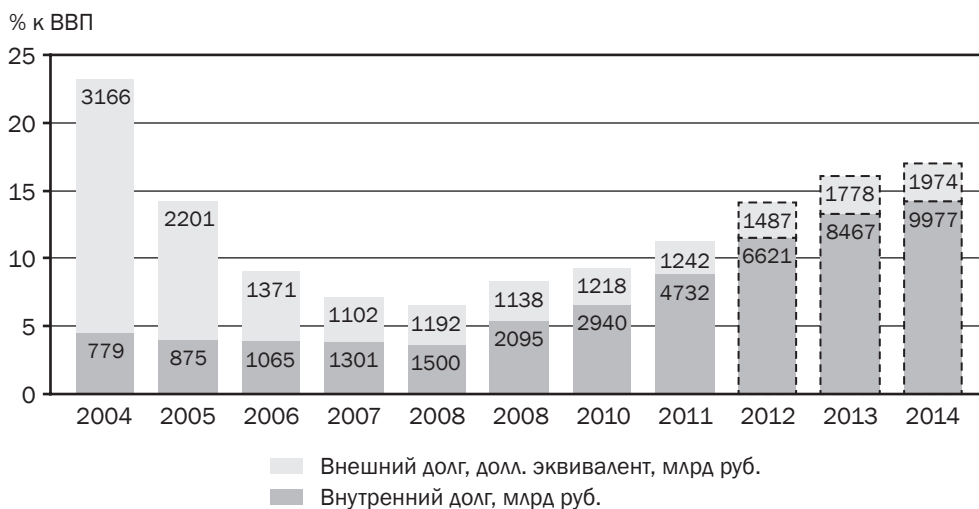
Однако после 2008 г. ситуация принципиально изменилась. В ближайшие 7 лет в 2,6 раза предполагается рост государственного долга, который к 2014 г. составит по оптимистическому прогнозу 17 % ВВП. Причем долговая стратегия избрана в соответствии с классической теорией А. Вагнера — приоритет отдан внутреннему долгу, который увеличится за 7-летний период более чем в 6,5 раза. Внешний долг планируется сохранить на стабильно невысоком уровне, практически без ежегодного прироста (с учетом инфляции). Здесь уместно определить такую политику как рациональную с учетом сложившейся в России макроэкономической ситуации и прогноза мировой конъюнктуры.

В настоящее время Минфин России планирует осуществление срочных мер, направленных на модернизацию рынка государственного долга: совершенствование инфраструктуры рынка государственных ценных бумаг, повышение ликвидности, расширение базы инвесторов, создание конкурентоспособных условий для различных инвесторских групп. Одновременно с этим будет совершенствоваться действующая система мониторинга внешних заимствований корпоративного сектора и внедряться новый механизм оперативного влияния на политику займов государственных корпораций.

По прогнозам Минфина России, дефицит бюджета сохранится на протяжении планового периода 2012–2014 гг., при этом к концу 2014 г. планируется его снижение до 2,3 % ВВП. Покрытие дефицита обеспечат на 90 % государственные внутренние заимствования. Объем государственного долга, предположительно, достигнет отметки в 12 трлн руб. (рис. 1).

Рисунок 1

Динамика объема государственного долга России в 2004–2014 гг.



Источник: официальный сайт Минфина России (<http://minfin.ru>).

Факторы, которые будут определять формы и масштабы государственных заимствований, – макроэкономические условия, уровень государственного долга и состояние внутреннего рынка капитала.

В соответствии с прогнозом социально-экономического развития России ожидаются ускоренный рост национальной экономики, постепенное снижение инфляции, возрастание цен на нефть и стабильность национальной валюты. При этом наша страна имеет низкий уровень госдолга, что выгодно отличает ее от большинства развитых и развивающихся стран мира. Однако кредитные рейтинги ведущих мировых агентств свидетельствуют о том, что кредитоспособность России по-прежнему недооценивается (рис. 2).

Рисунок 2



Примечание: последовательность рейтингов – Fitch, Moody's, Standard&Poor's.
 Источник: официальный сайт Минфина России (<http://minfin.ru>).

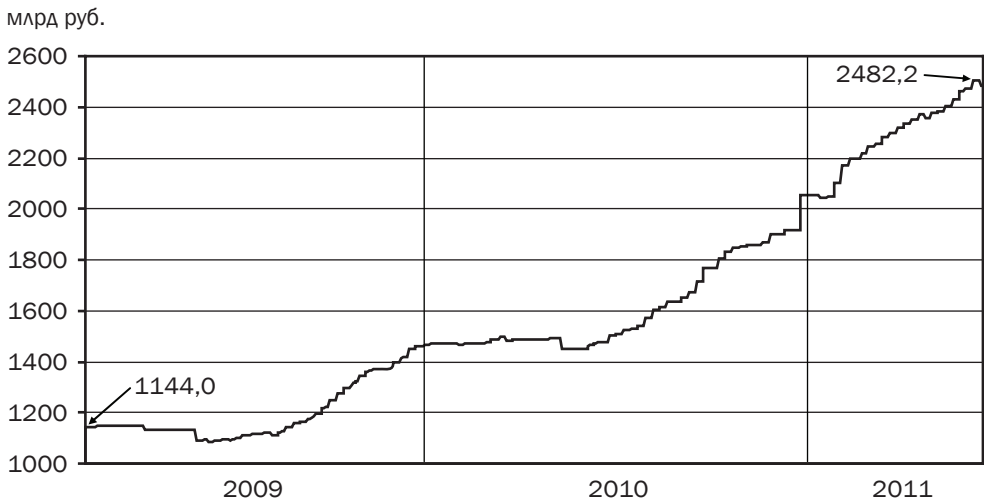
В период 2012–2014 гг. значения показателей долговой устойчивости России (прежде всего, отношение госдолга к ВВП) будут далеки от «опасных». Однако утверждать, что этот запас прочности неисчерпаем, невозможно по ряду причин. Во-первых, расходы на обслуживание государственного долга будут возрастать. Во-вторых, нельзя исключить ухудшение макроэкономической ситуации. Это связано, прежде всего, с нестабильностью цен на нефть. Возможен сценарий, при котором цена на нефть упадет, и Резервный фонд России будет не пополняться, а расходоваться. Это в свою очередь приведет к уязвимости государственного бюджета, росту стоимости заимствований и, соответственно, увеличению расходов на обслуживание государственного

долга. Согласно прогнозу Минфина России, при падении цен на нефть до \$60 за баррель дефицит бюджета превысит 5 %, что вынудит искать дополнительные источники его покрытия. Минфин предлагает использовать средства Фонда национального благосостояния, поступления от приватизации, доходы, полученные путем повышения налогов. Однако это далеко не самые безопасные для экономики России способы.

В этих условиях основным источником покрытия дефицита бюджета станут госзаимствования, причем речь идет о заимствованиях, прежде всего, на внутреннем рынке. До 2008 г. состояние внутреннего рынка капитала было таким, что облигации федерального займа (ОФЗ) выпускались с технической целью поддержания рынка, для создания безрисковой кривой доходности. Однако начиная с 2009 г. внутренний рынок стал рассматриваться как основной источник покрытия дефицита бюджета. За последние два с половиной года объем рынка ОФЗ вырос до 2,5 трлн руб. (рис. 3), а сами эти облигации получили статус эталона долгового рынка России, с которым сравнивают другие облигации. Инвесторы ориентируются на кривую доходности ОФЗ при операциях с рублевыми инструментами. С 2011 г. на ММВБ запущена торговля фьючерсными контрактами на корзину ОФЗ, что позволяет участникам рынка хеджировать процентные риски.

Рисунок 3

Объем рынка ОФЗ в 2009–2011 гг.

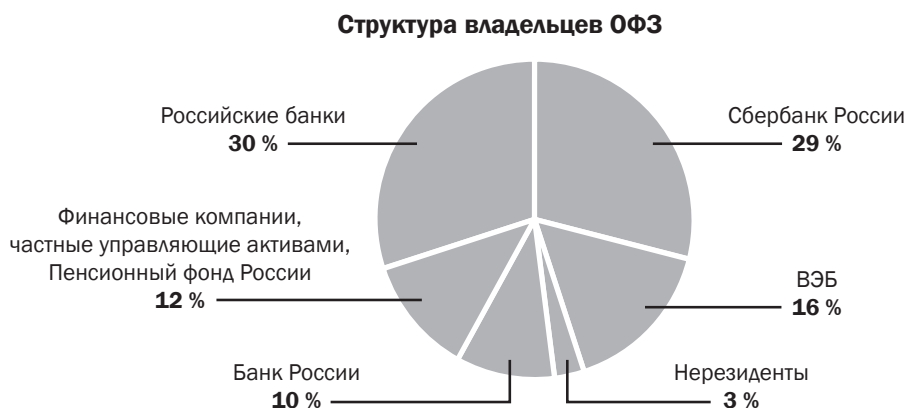


Источник: официальный сайт Минфина России (<http://minfin.ru>).

Особенность российского внутреннего долгового рынка — его высокая волатильность, нехарактерная для активов такого уровня, что влияет на его привлекательность. Ее причины: подверженность рынка изменениям ситуации на глобальных финансовых и товарных рынках, его зависимость от прогнозов динамики курса рубля, процентных ставок Банка России и т. д. Еще один недостаток — узкий круг потенциальных инвесторов. Основными инвесторами в настоящее время являются российские банки с государственным участием, а также коммерческие банки с иностранным участием.

Зарубежные инвесторы приобретают российские ОФЗ для реализации краткосрочных спекулятивных стратегий и для управления ликвидностью, часто заменяя подобным управлением банковские кредиты. Следует также выделить практически полное отсутствие институциональных инвесторов. К их числу можно отнести только Внешэкономбанк и, с большой натяжкой, Банк России, который поддерживает объем своего портфеля ОФЗ на постоянном уровне с 2008 г. Нерезиденты (в основном хедж-фонды и частные инвесторы) владеют портфелем ОФЗ на сумму около 64 млрд руб., т. е. около 3 % обращающегося долга (рис. 4).

Рисунок 4



Источник: официальный сайт Минфина России (<http://minfin.ru>).

Следствиями прихода нерезидентов на рынок ОФЗ Минфин России видит увеличение ликвидности внутреннего рынка и повышение прозрачности ценообразования на нем. Проблемы прихода иностранных инвесторов на внутренний рынок обусловлены необходимостью получения российской депозитарной лицензии, без которой нет доступа на биржу ЗАО «ММВБ», и запретом на внебиржевую торговлю ОФЗ.

К особенностям внутреннего рынка следует также отнести отсутствие центрального депозитария, удостоверяющего права на ценные бумаги. Это приводит к невозможности для иностранных частных и государственных фондов вести инвестиционную деятельность на нашем рынке из-за запрета зарубежных регуляторов, требующих наличия подобного института.

Государственные гарантии России — важный инструмент текущей экономической политики. Их наличие служит главным пунктом в привлечении финансирования многих федеральных целевых программ, проектов модернизации инфраструктуры и экономики страны. Стоит заметить, что государственные гарантии осложняют бюджетное планирование как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе по причине неопределенности условий сделок и проектов, по которым они предоставляются. Их объем вырос за последние два года в 3,5 раза и составил 892,7 млрд руб., а это 17,5 % от всех долговых обязательств Российской Федерации.

В целях повышения эффективности государственных гарантий и управления связанными с ними бюджетными рисками Минфин России намерен предоставлять их только на основании следующих принципов: единый подход исходя из «родовых

признаков» (отрасль, рынок, регион и т. п.); деление рисков между государством и участниками сделки (проекта); удовлетворительное финансовое состояние принципалов; обеспечение возврата средств, использованных на исполнение госгарантий; соблюдение ограничений получателем поддержки на период действия государственной гарантии.

Кроме того, Минфин России сохраняет условия использования банками и предприятиями зарубежных долговых рынков для фондирования своей деятельности. Основные причины — дефицит длинных денег, дешевизна внешних заимствований, доступность данного ресурса. В то же время Минфин обещает принять меры по дестимулированию притока в Россию финансовых средств в виде краткосрочных кредитов и займов. Таким образом, он будет осуществлять эффективный мониторинг долговой ситуации и поддерживать способности российских заемщиков привлекать финансирование на внутреннем и внешнем рынках.

За последние два года Минфин России провел ряд мероприятий по поддержанию ликвидности внутреннего рынка, среди которых стоит выделить публикацию квартальных графиков размещения ОФЗ и отмену требования на депонирование денежных средств в день аукциона. Кроме того, приняты поправки в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и в Налоговый кодекс России, нацеленные на упрощение порядка выплат по ценным бумагам с обязательным централизованным хранением.

По результатам данных действий произошли изменения на рынке. Во-первых, увеличилась ликвидность обращающихся выпусков, а их среднедневной оборот вырос в четыре раза по сравнению с 2009 г. — до 3 млрд руб. Во-вторых, вырос объем выпуска в обращении до 83 млрд руб. В-третьих, объемы размещения на аукционах увеличились в среднем до 20 млрд руб. В-четвертых, выросло количество участников аукционов по размещению ОФЗ.

В планируемом периоде 2012–2014 гг. эмиссия среднесрочных и долгосрочных государственных ценных бумаг будет приоритетным направлением деятельности Минфина России. Дюрацию (средний срок выплат) портфеля ОФЗ планируется поддерживать на уровне пяти лет. Выпуск краткосрочных бумаг будет осуществляться только в случае невозможности фондирования за счет эмиссии средне- и долгосрочных бумаг. Минфин планирует выпустить ОФЗ с постоянной ставкой купонного дохода.

Продолжится выпуск «эталонных» облигаций с целью обеспечения инвесторов возможностью хеджировать процентные и валютные риски. Также стоит отметить продолжение практики размещения ГСО для поддержания спроса со стороны институциональных инвесторов, размещения средств пенсионных накоплений.

Также Минфин России предполагает решить ряд задач, связанных с совершенствованием рыночной инфраструктуры:

- создать предпосылки для расчетов по сделкам с ОФЗ с помощью международных депозитарно-клиринговых систем;
- допустить ОФЗ к обращению на фондовой бирже, обеспечить возможность их внебиржевого обращения;
- ввести институт централизованного учета прав собственности на ценные бумаги;
- унифицировать налоговые ставки по ОФЗ и корпоративным облигациям.

Все это позволит увеличить спрос на государственные ценные бумаги и будет способствовать росту внутреннего рынка капитала.

В 2010–2011 гг. постепенно восстанавливалась мировая экономика и, как следствие, росло доверие инвесторов к эмитентам. В связи с неопределенностью ситуации в зоне евро и макроэкономическими проблемами в США Минфину России удалось успешно разместить три выпуска еврооблигаций Российской Федерации на \$5,5 млрд и впервые — основной и дополнительный выпуск в рублях на 40 и 50 млрд руб. соответственно сроком обращения 7 лет и доходностью в 7,85 % годовых по основному и 7 % по дополнительному.

Минфин планирует в 2012–2014 гг. разместить еврооблигации в объемах имеющегося спроса, сформировать репрезентативную кривую доходности в долларах США и евро, ограничить размещение на международном рынке капиталов еврооблигаций в рублях, создать предпосылки для привлечения различных категорий инвесторов.

Таким образом, можно определить общие цели долговой политики России на период 2012–2014 гг. Это:

- сохранение высокой степени долговой устойчивости при сбалансированности федерального бюджета;
- создание предпосылок для повышения рейтингов страны международными агентствами и поддержание текущего уровня кредитных рейтингов;
- развитие рынка государственных ценных бумаг;
- минимизирование издержек и обеспечение доступа российских заемщиков к внутреннему и внешнему источникам заемного капитала на приемлемых условиях;
- ограничение притока спекулятивного капитала³.

Переход к активному управлению государственным долгом будет осуществляться государственным специализированным рыночным институтом ОАО «Российское финансовое агентство» (РФА). Его задачи — взаимодействие с инвесторами и другими участниками рынка и поддержание адекватного восприятия заинтересованными лицами кредитного риска России. Планируется, что впоследствии РФА получит статус основного консультанта Минфина России по вопросам минимизации процентных и валютных рисков федерального бюджета, оптимизации погашения и обслуживания госдолга.

В соответствии с планами Минфина России РФА будет осуществлять от имени России внешние и внутренние государственные займы, а также проводить операции на вторичном рынке с этими ценными бумагами с целью оптимизации структуры государственного долгового портфеля. Также РФА сможет инвестировать часть средств российских суверенных фондов.

В новых экономических реалиях руководство страны в лице своего финансового органа — Минфина России — подвергло значительному пересмотру основы своей долговой политики. Планируется, что в ближайшей перспективе бюджет будет дефицитным. Следует подчеркнуть, что, согласно закону А. Вагнера, рост государственных

³ Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2012–2014 гг. / Официальный сайт Минфина России (http://minfin.ru/common/img/uploaded/library/2011/08/Dolgovaya_politika_na_sayt_SSHA1.pdf).

расходов и дефицит бюджета — неотъемлемая характеристика экономически развитого государства. При этом обязательное условие — мониторинг показателей долговой нагрузки, которые должны оставаться на относительно безопасных уровнях. В целях сохранения устойчивого развития экономики акцент будет сделан на внутренние заимствования и рост внутреннего рынка капитала. При этом приоритетными направлениями останутся как финансирование задач социально-экономического развития России, так и обеспечение надежности и сбалансированности бюджета страны, ее платежеспособности.

Библиография

1. 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.
2. Афанасьев, М. П., Беленчук, А. А., Кривоногов, И. А. Бюджет и бюджетная система. — 2 изд. — М.: Юрайт, 2011.
3. Вавилов, А. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. — М.: Городец-издат, 2001.
4. Боголепов, М. И. Государственный долг. Типологический очерк. — СПб.: Изд. Поповой, 1910.
5. Кудрин, А. Л. Эффективная финансовая политика. — М.: Академия бюджета и казначейства Минфина России, 2006.
6. Масгрейв, Р., Масгрейв, П. Государственные финансы: теория и практика. — М.: Бизнес Атлас, 2009.
7. Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2012–2014 гг. [Электронный ресурс] / Официальный сайт Минфина России. — Режим доступа: http://minfin.ru/common/img/uploaded/library/2011/08/Dolgovaya_politika_na_sayt_SSHA1.pdf.
8. Djankov, S., Hart, O., McLiesh, C., Shleifer, A. Debt Enforcement around the World // Journal of Political Economy. — 2008. — Vol. 116, No. 6 (December). — P. 1105–1149.
9. Dornbusch, R., Draghi, M. Public debt management: theory and history. — Cambridge University Press, 1990.
10. Reinhart, C., Rogoff, K. From Financial Crash to Debt Crisis // American Economic Review. — 2011. — Vol. 101, No. 5. — P. 1676–1706.
11. Wagner, A. Traité de la science des finances, Vol. 1. — Paris, 1909.