

МЕРЫ ПО СОВЕРШЕНСТВОВАНИЮ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ВНУТРЕННИМ ДОЛГОМ

MEASURES TO IMPROVE THE MANAGEMENT OF PUBLIC DOMESTIC DEBT

A. Sidorovich

Master of ESAP, Moscow State University, MSU

sidorovich-ar@mail.ru

Сидорович Анастасия Романовна
Магистрант ВШШГА
МГУ им. М.В.Ломоносова

Материалы международной научно-практической конференции "Экономика и управление в XXI веке: теория, методология, практика", г.Москва, 30 ноября 2012 года.

Система управления государственным внутренним долгом выполняет весомую функцию в государственной финансовой политике, формируя дополнительные денежные ресурсы в условиях значительного увеличения объемов государственных заимствований, обусловленных существенным сокращением размеров Резервного фонда и объективной необходимостью финансирования процветающего дефицита государственного бюджета.

По прогнозам Минфина дефицит федерального бюджета сохранится на протяжении 2012–2014гг., увеличиваясь в абсолютном выражении в 2012–2013гг. и снижаясь в 2014г.

Существенная дефицитность бюджета повлекла значительный рост стоимости заимствований и увеличение расходов на обслуживание и погашение госдолга – ориентировочно с 300 млрд. руб. в 2010г. до свыше 500 млрд. руб. в 2013г.

В предстоящий период объем государственного внутреннего долга будет ежегодно возрастать с 4 423 590, 095 млн. руб. (по состоянию на 1 августа 2012г., Минфин) до 7,87 трлн. руб. в 2013г., а в 2014г. – 9,22 трлн. руб. согласно Закону о федеральном бюджете на 2012–2014гг. [7, с. 2]

Стремительное наращивание заимствований и неэффективное их использование оказывают негативное влияние:

1. направление значительного объема денежных средств в финансовый сектор ведет к наращиванию виртуальной экономики в ущерб инвестициям;

2. за счет заимствований не будет создана производственная база. Они будут использованы для обслужива-

ния и погашения накопленной задолженности;

3. возникновение экономических потерь за счет дополнительного налогообложения;

4. снижение величины национального дохода;

5. дополнительная причина экономической нестабильности;

6. стимулирование возникновения бюджетного, финансового и экономического кризиса;

7. сдерживание социально-экономического развития страны.

В 2009–2011гг. дефицит государственного бюджета покрывался, главным образом, за счет средств Резервного фонда, Фонда национального благосостояния. В 2012–2014гг. поступления финансовых средств в данные фонды не планируется. Средства Фонда национального благосостояния могут быть использованы только при наступлении неблагоприятных условий развития экономики и будут направлены на обеспечение безусловного исполнения обязательств Российской Федерацией, прежде всего в сфере пенсионного обеспечения граждан [6, с. 24]. Поэтому в 2012–2014гг. основная нагрузка на финансирование дефицита бюджета ложится на средства, поступающие от приватизации федеральной собственности, государственные внешние и внутренние заимствования. Согласно прогнозам Минфина на 2013–2014гг. 83,5% средств, необходимых для финансирования дефицита государственного бюджета, будут получены в результате государственных внутренних заимствований, объем валового привлечения по которым составит свыше 2 трлн. руб. ежегодно. [7, с. 6]

Государственные внутренние заимствования являются более эффективным источником финансирования, поскольку не зависят от курсовых колебаний, состояния

платежного баланса, являются менее инфляционным источником формирования дополнительных денежных ресурсов в сравнении с денежной эмиссией и повышением налогов, и поэтому более предпочтительны в сопоставлении с внешними источниками финансирования. Соответственно, существует объективная необходимость в развитии национального финансового рынка и использовании внутренних источников финансирования. Однако надо признать, что на настоящий момент средства от внутренних заимствований поступают исключительно на обслуживание существующих долговых обязательств и погашение дефицита государственного бюджета, а не на финансирование экономически эффективных инфраструктурных проектов с целью модернизации современной российской экономики.

Данные тенденции и проблемы требуют рационализации системы по управлению государственным внутренним долгом, а значит разработки и перехода к более взвешенным и действенным мерам привлечения и использования заимствований, направленным на решение не только текущих проблем, но и предопределенным необходимостью выхода экономики России на более высокий уровень развития.

Мировой опыт свидетельствует о том, что процесс управления госдолгом требует системного подхода и четких формулировок в данной области. Вместе с тем, действующее российское законодательство, касающееся регулирования государственного долга и реализации долговой политики характеризуется недостаточной законодательной разработанностью отдельных вопросов и не позволяет осуществить необходимые меры в долговой сфере в соответствии с принятыми в мировой практике принципами управления.

В настоящий момент в российском законодательстве отсутствует всеобъемлющий правовой документ, которым регулировалась бы сфера управления государственным долгом, закреплялось распределение полномочий и ответственности организаций и должностных лиц за принятие решений, связанных с управлением суверенной задолженностью. основополагающим нормативно-правовым актом в области государственного долга РФ является Бюджетный кодекс РФ. В то же время в нем не раскрывается ряд базовых понятий, определяющих политику государства в данной сфере. В частности, статья 101 БК РФ законодательно закрепляет, что управление госдолгом осуществляется Правительством РФ либо уполномоченным им Министерством финансов, однако определения понятия "управление государственным долгом" не содержит. Фактически указанная статья БК РФ ограничивается только организационным аспектом управления государственным долгом. Поскольку указанное понятие широко применяется на практике, отсутствие его определения в бюджетном законодательстве осложняет правовое регулирование и применение.

В действующем законодательстве отсутствует система ответственности за эффективность принимаемых решений при осуществлении государственной политики заимствований и управления государственным долгом и, соответственно, пределы полномочий и ответственность Правительства РФ, органов федеральной исполнительной власти, Банка России и других банков-агентов Правительства. Вне рамок действующего законодательства остаются вопросы координации действий Правительства и Банка России в проведении текущей долговой и денежно-кредитной политики.

Еще одним существенным недостатком действующего законодательства в области государственного долга является неоправданное ограничение допустимых целей заимствований. В соответствии со статьей 103 Бюджетного кодекса РФ к целям государственных внутренних заимствований относятся: "финансирование дефицита федерального бюджета, а также погашение долговых обязательств". В то же время в большинстве развитых стран в рамках управления государственным внутренним долгом государственные внутренние займы используются в качестве дополнительного источника финансовых средств для обеспечения экономического роста страны. Принимая во внимание необходимость осуществления крупных инвестиционных проектов с целью модернизации реального сектора экономики, целесообразно, чтобы потребность в долгосрочных финансовых ресурсах хотя бы частично покрывалась за счет заемных средств, аккумулируемых в результате государственных заимствований. С целью устранения данного неоправданного ограничения требуется дополнить статью 103 БК РФ, указав в качестве одной из целей заимствований "реализацию приоритетных государственных инвестиционных проектов в различных секторах экономики".

В связи с приостановлением до 1 января 2015 года действия пункта 3 статьи 94 Бюджетного кодекса РФ, предусматривающего ограничение общего объема источников финансирования дефицита федерального бюджета, не связанных с использованием средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, в размере не более 1% от ВВП, в настоящее время полностью отсутствуют законодательно утвержденные количественные ограничения предельных объемов государственных заимствований. Данная ситуация требует установления законодательного ограничения предельного объема долга РФ, используя применяемые в международной практике показатели:

- ◆ отношение объема госдолга к ВВП;
- ◆ отношение объем заимствований, необходимых для финансирования дефицита бюджета, к ВВП;
- ◆ отношение процентных расходов на обслуживание госдолга к расходам федерального бюджета.

Наряду с долговыми индикаторами важное место в оценке долговой устойчивости занимает оценка долго-

вых рисков. В нормативно-правовых документах, регулирующих вопросы госдолга, не обозначена необходимость проведения соответствующей оценки и управления рисками, возникающими в процессе управления госдолгом. Соответственно отсутствуют утвержденные в установленном порядке ограничения по допустимым объемам рисков при управлении госдолгом, которые являлись бы основанием для принятия грамотных решений.

В мировой практике оценка рисков проводится с помощью стресс-тестов, которые представляют собой процедуру моделирования будущих ситуаций, при которых значения показателей, влияющих на величину рисков, искусственно принимаются равными наихудшим из возможных ожидаемых значений. В соответствии с международным опытом оценки и минимизации рисков в долгой сфере, который отражен в рекомендациях МВФ, МБРР, Рабочей группы ИНТОСАИ по госдолгу, при управлении госдолгом признано целесообразным осуществлять:

- ◆ расчет в стоимостном выражении рисков будущих расходов по обслуживанию долга, анализ результатов стресс-тестов, составленных на основе учета возможных кризисных экономических и финансовых процессов. При этом риски по сложившейся практике измеряются потенциальным ростом расходов по обслуживанию;
- ◆ составление характеристик структуры долга, включающих ключевые показатели риска по существующему и прогнозируемому портфелю долговых обязательств на охватываемую прогнозом перспективу;
- ◆ составление сводок издержек и рисков альтернативных стратегий управления государственным портфелем долговых обязательств.

Рабочая группа ИНТОСАИ по госдолгу в качестве мер по минимизации рисков выделяет: повышение прозрачности в оценке рисков со стороны правительств; создание механизмов прямого контроля и ограничения рисков; разработка систем управления рисками.

В Концепции единой системы управления государственным долгом РФ отмечается, что система анализа и управления рисками должна в обязательном порядке предусматривать управление такими рисками, как: риск ликвидности, процентный риск, риск возникновения "пиков" платежей за счет средств государственного бюджета на обслуживание и погашение госдолга, риск ограниченного доступа эмитента ГЦБ к финансовым рынкам. В то же время эксперты Международного валютного фонда к числу основных рисков в области государственного внутреннего долга также относят рыночный риск, риск ликвидности, риск пролонгации, кредитный, операционный и расчетный риски.

Разработка полноценной и эффективной системы управления рисками в сфере государственных внутренних заимствований невозможна без пересмотра основных принципов функционирования самой системы управления долгом. На основании мировой практики очевидно, что минимизация расходов на обслуживание долга при заданном уровне риска может быть обеспечена исключительно в случае перехода к управлению государственным долгом как единым портфелем долговых обязательств. Учитывая международный опыт необходимо построить "оптимальный" портфель госбумаг, с которым в дальнейшем можно будет сопоставлять различные реальные показатели. С целью анализа основных характеристик данного портфеля на регулярной основе должно проводиться стресс-тестирование путем изменения различных параметров, например, путем изменения доли краткосрочных инструментов в портфеле, анализируя, как меняются при этом показатели портфеля.

В рамках проведения работ по анализу и управлению рисками при переходе к управлению долгом, как портфелем долговых обязательств, следующим этапом должна стать корректировка структуры портфеля ценных бумаг с целью снижения уровня риска.

Корректировка существующего портфеля долговых обязательств и обязательный для этого непрерывный анализ основных параметров, определяющих процесс государственных заимствований, остро ставит вопрос о создании единой автоматизированной информационно-аналитической системы управления государственным внутренним долгом. Такая система позволит осуществлять количественную и качественную оценку эволюции госдолга, моделировать тенденции его изменения в зависимости от принятой в данный момент стратегии развития страны. Ее создание приведет к повышению уверенности инвесторов в способности правительства контролировать динамику изменения объема и рисков государственных заимствований.

Другим важным результатом разработки единой информационно-аналитической системы должно стать повышение информационной открытости и прозрачности политики по управлению государственным внутренним долгом РФ в части операций, осуществляемых на рынке ГЦБ. Существующая в настоящий момент система отчетности о госдолге отличается высокой степенью закрытости, прежде всего для участников финансовых рынков. Отсутствие единой базы данных по операциям, осуществляемым на рынке ГЦБ, приводит к тому, что данные агентов правительства нередко расходятся с данными Министерства финансов, не обладающего достаточно оперативной информацией об объемах и структуре долговых обязательств. Данная ситуация подрывает доверие кредиторов и инвесторов к ГЦБ, что, в свою очередь, вызывает снижение эффективности заимствований и приводит к повышению стоимости обслуживания госдолга.

Отказ Минфина в 2009–2010 гг. от объявления годового графика аукционов по размещению государственных облигаций и переход с начала 2011 года на публикацию графиков исключительно на ближайший квартал без уточнения планов на наступающий год способствовал снижению предсказуемости и прозрачности операций эмитента, затрудняя формирование инвестиционных планов инвесторов на текущий финансовый год. С целью решения данной проблемы необходимо внести поправки в законодательство, обязывающие компетентные органы регулярно публиковать информацию об объеме и структуре своего долга и финансовых активов, в т.ч. о структуре сроков их погашения и процентных ставок, а также утвержденные планы проведения аукционов по продаже ГЦБ на ближайший год.

Значительная часть проблем, возникающих в сфере управления госдолгом, наличие существенных противоречий в представляемых различными органами сведениях объясняется недостаточной проработанностью вопроса распределения полномочий. Основными структурами, отвечающими в настоящий момент за управление госдолгом, являются Министерство финансов и Центральный банк.

Министерство финансов концентрируется на решении оперативных задач, главным образом, связанных с распределением имеющихся финансовых средств. Соответственно политика Минфина подчиняется текущим потребностям, не решая стратегических задач по управлению госдолгом.

Деятельность ЦБ в качестве крупнейшего оператора на этом рынке подчиняется задачам, имеющим приоритет для данного органа: контролю над денежной массой, защите режима обменного курса рубля, поддержке банковской системы страны. Такие приоритеты монетарной власти делают малоэффективным использование рыночных механизмов для обеспечения функций по управлению долгом.

С учетом наличия потенциального конфликта между задачами бюджетного финансирования, целями монетарной политики и управлением долгом для эффективного осуществления политики государственных заимствований и координации усилий других государственных органов в этой области целесообразно создание единого исполнительного органа, осуществляющего управление как внутренним, так и внешним долгом. В качестве данного органа может выступить специальное Агентство по управлению государственным долгом. Создание данного агентства означает необходимость передачи ему полномочий по управлению всеми долговыми обязательствами государства независимо от формы их выпуска и валюты номинирования. В этом случае возникает необходимость предусмотреть разделение функций и механизм сотрудничества Агентства с Минфином, Центральным банком и

другими ведомствами.

Основываясь на зарубежном опыте функционирования аналогичных агентств, можно отметить следующие его первоочередные функции:

- ◆ установление норм и правил, регулирующих рынков инструментов долга;
- ◆ определение первичных дилеров;
- ◆ подготовка предложений по установлению объемов госдолга, его увеличения (выплат процентов);
- ◆ активные действия на внутреннем рынке ГЦБ, создание вторичного рынка [5, с. 11].

В организационном плане агентство может состоять из трех ключевых операционных звеньев: фронт-офиса, мидл-офиса и бэк-офиса. В основе такого деления – признанная мировой практикой необходимость разделения в процессе управления суверенной задолженностью, в целях обеспечения эффективности этого процесса, функций оперативного и стратегического управления долгом.

Фронт-офис выполняет функции стратегического планирования и управления долгом, осуществляя разработку долговой стратегии, в т.ч. программ заимствований, проведение переговоров с кредиторами и инвесторами, оформление кредитной документации, формирование графиков и планирования платежей по долгу.

К функциям мидл-офиса относятся прежде всего риск-менеджмент, прогнозирование динамики валютных курсов и процентных ставок, мониторинг задолженности, анализ структуры долгового портфеля, моделирование долговых ситуаций, анализ вариантов заимствований и сравнение их последствий с т.н. стратегическим портфелем-ориентиром, подготовка аналитической отчетности. Иными словами, мидл-офис занимается аналитической работой, которая является основой для принятия решений во фронт-офисе.

В бэк-офисе – учетном подразделении системы – происходит собственно исполнение тех решений, которые приняты во фронт-офисе. Здесь осуществляются платежи, которые регистрируются в базе данных по долгу (ведется учет задолженности). Данные о платежах проверяются группой внутреннего финансового контроля, готовящей соответствующую отчетность. Группа информационных технологий поддерживает существующие информационные системы и разрабатывает новые. Возможно наличие юридической группы, проверяющей кредитную документацию [3, с. 367 – 369].

Одной из основных функциональных задач создаваемого агентства должен стать контроль над графиком долговых платежей. Сложившийся в последние годы фактический платежный график иллюстрирует существенное превышение объемов выплат в ближайшие 5–7

лет над более длительным периодом. С целью снижения нагрузки на федеральный бюджет в краткосрочной перспективе и увеличения сроков погашения ценных бумаг, целесообразен выпуск средне- и долгосрочных облигаций фиксированной длины 5, 10, 15 и 30 лет. Кроме того, с целью сглаживания имеющихся пиков платежей по погашению гособлигаций, а также снижения стоимости обслуживания и оптимизации структуры госдолга, необходимо осуществлять активное управление долговыми обязательствами с помощью инструментов досрочного выкупа и обмена ценных бумаг, что будет приводить к повышению процентных ставок на других сегментах финансового рынка.

Ликвидация пиков платежей, активное проведение операций с ценными бумагами остро ставит вопрос о необходимости восстановления института первичных дилеров на рынке ГЦБ. Первичные дилеры представляют собой группу назначаемых официальными органами специализированных посредников между официальными органами и инвесторами, торгующих ГЦБ. Им предоставляются привилегии при подаче заявок на первичных аукционах по ГЦБ в обмен на согласие обеспечивать подачу заявок на весь объем ценных бумаг, выставленных на аукцион, выполнять функции маркет-мейкеров на вторичном рынке.

Введение данного института создает ряд преимуществ для эмитента ГЦБ:

- ◆ участие первичных дилеров в проводимых Минфином аукционах будет гарантировать размещение необходимого объема госбумаг независимо от текущей рыночной конъюнктуры, что, в свою очередь, будет оказывать положительное воздействие на уровень ликвидности рынка госбумаг;
- ◆ у Минфина будет возможность получать от первичных дилеров оперативную рыночную информацию, а также рекомендации о том, какие государственные облигации, с какими параметрами и по какой доходности могут быть предложены на рынке госдолга для размещения;
- ◆ эмитент минимизирует свое участие на вторичном рынке в связи с наличием гарантированной возможности размещения госбумаг на первичном рынке.

В настоящий момент одной из наиболее существенных проблем рынка ГЦБ является его высокая волатильность. За последние 3 года стандартное отклонение российских государственных облигаций составило 1,37%, что превышает стандартное отклонение казначейских облигаций США более чем в 3 раза [7, 16]. Существенные колебания цен на ГЦБ, которые в большинстве стран являются наименее рискованным активом, снижают их инвестиционную привлекательность, т.к. не позволяют инвесторам с достаточной точностью прогнозировать свои

доходы. В результате инвесторы готовы приобретать ГЦБ только с более высоким уровнем доходности, что способствует переходу от инвестиционного к спекулятивному обращению ценных бумаг.

Одной из причин высокой волатильности рынка ГЦБ является недостаточное развитие инструментов хеджирования рисков, к которым относятся производные финансовые инструменты. Основными из них являются форвардные и фьючерские контракты, свопы и опционы. Все параметры фьючерских контрактов стандартизованы, кроме цены, зависящей от текущих рыночных котировок. Форвардные контракты основываются практически на полной договоренности двух сторон, что обеспечивает их рыночную мобильность и ликвидность. Опцион фактически предполагает возможность выбора времени принятия решения или варианта действий.

Существуют объективные предпосылки для создания рынка производных финансовых инструментов на государственные облигации:

- ◆ регулярная публикация Минфином ежегодных и ежеквартальных графиков размещения ОФЗ, а также ориентировочных показателей их доходности;
- ◆ существенные объемы находящихся в обращении выпусков ГЦБ;
- ◆ доходность государственных облигаций является индикатором процентных ставок для других сегментов рынка.

С февраля 2011 года на РТС, а с марта 2011 года на ММВБ была начата торговля фьючерсными контрактами на корзину облигаций федерального займа. Однако объем торгов на рынке производных финансовых инструментов на ГЦБ составляет менее 1% от объема их вторичной торговли. Отсутствие возможности страховать изменение процентных ставок по государственным облигациям является недостатком рынка ГЦБ. Рынок деривативов обеспечивает возможности страхования процентного риска.

Для повышения инвестиционной привлекательности рынка ГЦБ, наряду с созданием производных финансовых инструментов, требуется повышение ликвидности уже существующих бумаг. С данной целью необходимо проведение следующих практических мер:

- ◆ размещение крупных эталонных выпусков государственных облигаций для концентрации в них ликвидности;
- ◆ увеличение объемов выпусков госбумаг, находящихся в обращении, в т.ч. за счет размещения дополнительных выпусков облигаций;
- ◆ выведение из обращения наименее ликвидных мелких выпусков ГЦБ путем их выкупа до наступления

даты погашения или обмена на более крупные выпуски.

Для снижения стоимости обслуживания и оптимизации структуры государственного внутреннего долга необходимо активное управление долговыми обязательствами с помощью новых финансовых инструментов – СТРИПов. Под ними подразумеваются облигации с фиксированной процентной ставкой, от которой отделены купоны. В таком случае сами облигации и купоны по ним предназначаются для различных категорий инвесторов: те, кто стремится получить текущий доход, приобретают купоны, а инвесторы, настроенные на долгосрочное вложение денег, покупают облигации. Наличие данных инструментов позволит участникам рынка осуществлять более гибкое управление ликвидностью своего инвестиционного портфеля. У эмитента ГЦБ при помощи данного инструмента появится возможность предлагать участникам рынка пользующиеся спросом краткосрочные финансовые инструменты, не меняя при этом политику средне- и долгосрочных заимствований.

Таким образом, проведение операций стрипования приведет к формированию нового краткосрочного сегмента рынка гособлигаций, при этом не влияя на дюрацию рыночного портфеля ГЦБ. Более того, СТРИПы будут представлять собой рыночный ориентир стоимости краткосрочных финансовых инструментов, что будет способствовать повышению активности участников и ликвидности рынка ГЦБ в целом.

В условиях финансовой нестабильности и необходи-

мости преодоления последствий экономического кризиса государственный внутренний долг должен стать не только источником безусловного финансирования дефицита федерального бюджета, но и средством обеспечения нынешней российской экономики долгосрочными финансовыми ресурсами за счет осуществления государственных инвестиций, обеспечивая эволюцию финансового рынка, повышение инвестиционной активности, конкурентоспособности реального сектора экономики.

Данная задача требует привлечения значительных финансовых ресурсов, основным источником которых станут государственные внутренние заимствования. Объемы возможного предложения ГЦБ могут составить на внутреннем облигационном рынке беспрецедентные размеры для современной России – на уровне 2 трлн.руб. заимствований ежегодно. В то же время в условиях неподготовленного внутреннего долгового рынка рост потребностей федерального бюджета может привести к шоковой реакции инвесторов, увеличению стоимости заимствований, в макроэкономическом отношении к финансовой нестабильности страны. Поэтому данные проблемы требуют подготовленности внутреннего долгового рынка, его либерализации и модернизации: повышения ликвидности рыночной части государственного внутреннего долга, расширения круга инвесторов и стимулирования инвестиционного спроса, что свидетельствует об очевидности и необходимости скорейшей реализации комплекса вышеуказанных практических мер по повышению привлекательности рынка государственных ценных бумаг.

ЛИТЕРАТУРА

1. Гайдаржи С.И. Долговая политика: мировой опыт и российская практика. – М.: Финансовый университет, 2011 – 159с.
2. Дмитриев В.А. Долговая политика России: история, современность, перспективы. – М.: Дружба народов, 2005 – 456с.
3. Макаренко И.В. Совершенствование управления государственным внутренним долгом РФ: Дис. к.э.н. – М. 2010 – 182с.
4. Нагапетян Д.Р. Построение системы управления государственным внутренним долгом. – М.: МАКС-Пресс, 2002. – 26с.
5. Основные направления бюджетной политики на 2012 год и плановый период 2013 и 2014 годов – Информационно-правовой портал "Гарант", <http://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/12088755/>.
6. Основные направления государственной долговой политики РФ на 2012–2014гг. – Информационный портал Министерства финансов Российской Федерации, http://www1.minfin.ru/ru/public_debt/policy/.
7. Основные результаты и направления бюджетной политики на 2012 год и период до 2014 года. – Информационный портал Министерства финансов Российской Федерации, <http://www1.minfin.ru/ru/budget/policy/>.