

Министерство финансов Российской Федерации

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ
ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ НА 2012-2014 гг.**

2011 г.

Оглавление

Введение	3
1. Основные факторы, определяющие характер и направления долговой политики Российской Федерации на 2012-2014 гг.	4
Фактор 1. Макроэкономические условия реализации долговой политики	4
Фактор 2. Низкий уровень государственного долга	6
Фактор 3. Состояние внутреннего рынка капитала	12
Фактор 4. Государственные гарантии Российской Федерации	21
Фактор 5. Сохранение потребности в привлечении зарубежного заемного капитала со стороны корпоративного сектора	25
2. Приоритеты и инструменты долговой политики	26
2.1. Долговая политика на внутреннем рынке капитала	27
2.2. Долговая политика на международных рынках капитала	32
2.3. Государственная гарантийная поддержка	34
2.4. Политика в области заимствований субъектов Российской Федерации	35
2.5. Взаимодействие с многосторонними банками развития	39
2.6. Мониторинг внешних долговых обязательств корпоративного сектора	42
2.7. Переход к активному управлению государственным долгом	44
2.8. О компенсационных выплатах по «дореформенным» сбережениям граждан	46
Заключение	47

Введение

Высокий уровень мировых цен на энергоносители обуславливает относительно высокий уровень прогнозируемых доходов федерального бюджета в ближайшие годы. Вместе с тем, опережающий рост расходной части бюджета формирует перспективу его устойчивого дефицита, не позволяя вернуться к практике накопления суверенных фондов в существенных объемах. Государственные заимствования на рынках капитала выступят в среднесрочной перспективе основным источником финансирования дефицита федерального бюджета. При этом объемы возможного предложения государственных ценных бумаг, прежде всего, на внутреннем облигационном рынке, могут составить беспрецедентные для современной России величины – на уровне двух триллионов рублей заимствований ежегодно.

Реализация подобного рода весьма амбициозных планов объективно невозможна на неподготовленном долговом рынке, все еще имеющем «родовые пятна» переходного периода. Без осуществления комплекса срочных мер, направленных на кардинальную модернизацию и либерализацию внутреннего рынка госдолга, рост потребностей федерального бюджета может привести к «шоковой» реакции инвесторов, существенному увеличению стоимости государственных заимствований, негативным последствиям для макроэкономической и финансовой стабильности страны.

В этой связи развитие национального долгового рынка рассматривается в качестве абсолютного приоритета государственной долговой политики на среднесрочный период. Ключевыми задачами на этом направлении являются совершенствование инфраструктуры рынка государственных ценных бумаг, повышение его ликвидности, расширение инвесторской базы, создание комфортных и конкурентоспособных условий для участников рынка из числа различных групп инвесторов.

Государственная долговая политика в 2012-2014 гг. будет направлена на обеспечение финансирования дефицита федерального бюджета путем привлечения ресурсов на российском и международных рынках капитала на

благоприятных условиях, обеспечение оптимального соотношения дюрации и доходности суверенных долговых обязательств, поддержание высокого уровня кредитных рейтингов страны, формирование адекватных ориентиров по уровню кредитного риска для российских корпоративных заемщиков. Одновременно будет решаться задача по совершенствованию системы мониторинга внешних заимствований корпоративного сектора, созданию механизма оперативного влияния на заемную политику российских корпораций и банков с крупной долей государственного участия.

1. Основные факторы, определяющие характер и направления долговой политики Российской Федерации на 2012-2014 гг.

В планируемом периоде одновременно несколько факторов будут определять формы и масштабы государственных заимствований.

Фактор 1. Макроэкономические условия реализации долговой политики

В соответствии со сценарными условиями и основными параметрами прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на 2012-2014 гг. реализация долговой политики в предстоящий период будет осуществляться в условиях ускорения темпов роста национальной экономики, постепенного снижения инфляции, умеренного роста цен на нефть и относительной стабильности курса рубля (Таблица 1).

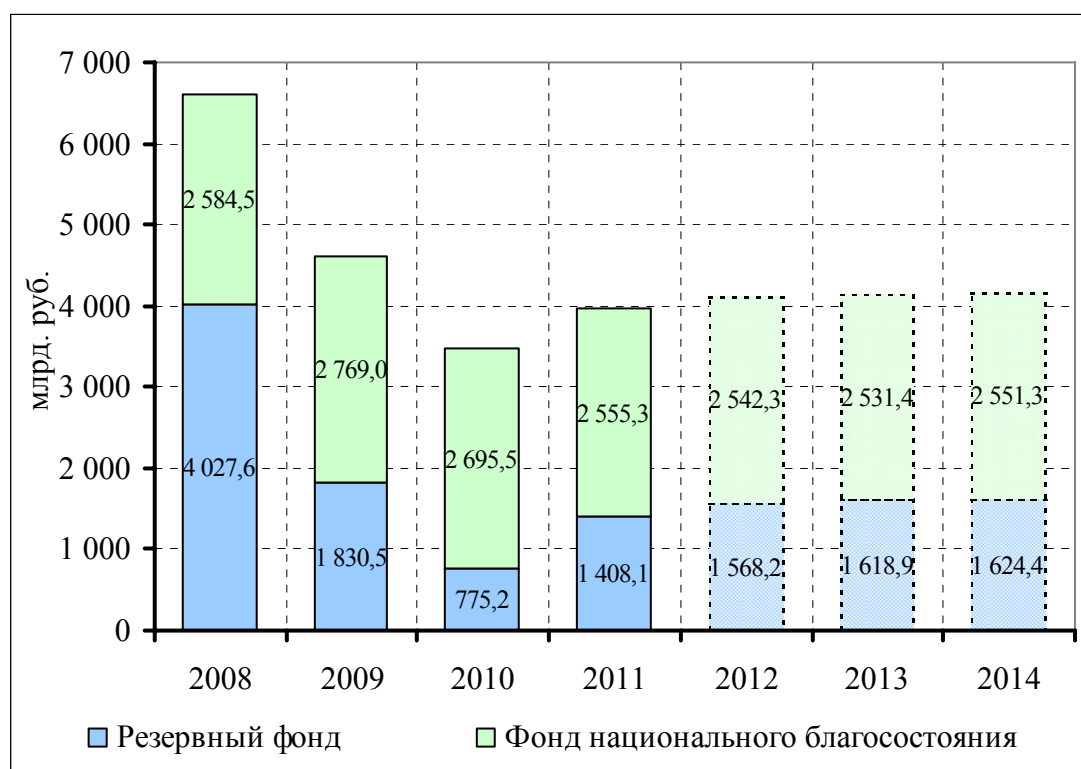
Таблица 1. Основные макроэкономические показатели в 2012-2014 гг.¹

Показатель	2012	2013	2014
ВВП (млрд. руб.)	57 532,0	63 436,0	70 409,0
Темпы роста ВВП к предыдущему году (%)	+3,5	+4,2	+4,6
Цена на нефть (долл./барр.)	93,0	95,0	97,0
Инфляция (%)	6,0	5,5	5,0
Курс руб./долл. США	27,9	27,9	28,0

¹ Здесь и далее в таблицах и графиках данные приведены по состоянию на конец периода.

Подавляющую часть нефтегазовых доходов бюджета планируется направлять на финансирование расходов и лишь незначительную долю – на пополнение Резервного фонда: в 2012 г. – 3,3%, в 2013 г. – 1,0%, в 2014 г. – 0%. Пополнение Фонда национального благосостояния (ФНБ) в предстоящий период не планируется. Динамика объемов суверенных фондов представлена на Графике 1.

График 1. Объем Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, млрд. руб.



Дефицит федерального бюджета сохранится на протяжении всего планового периода, увеличиваясь в абсолютном выражении в 2012-2013 гг. и снижаясь в 2014 г. В относительном выражении в первые два года дефицит составит 2,7% ВВП, а в 2014 г. снизится до уровня 2,3% ВВП.

Основным источником финансирования дефицита федерального бюджета в 2012-2014 гг. выступят государственные заимствования. При этом

планируется, что в среднем на 90% дефицит будет покрываться за счет государственных внутренних заимствований, объем валового привлечения по которым составит свыше 2 трлн. руб. ежегодно (Таблица 2).

Таблица 2. Источники финансирования дефицита федерального бюджета в 2012-2014 гг., млрд. руб.

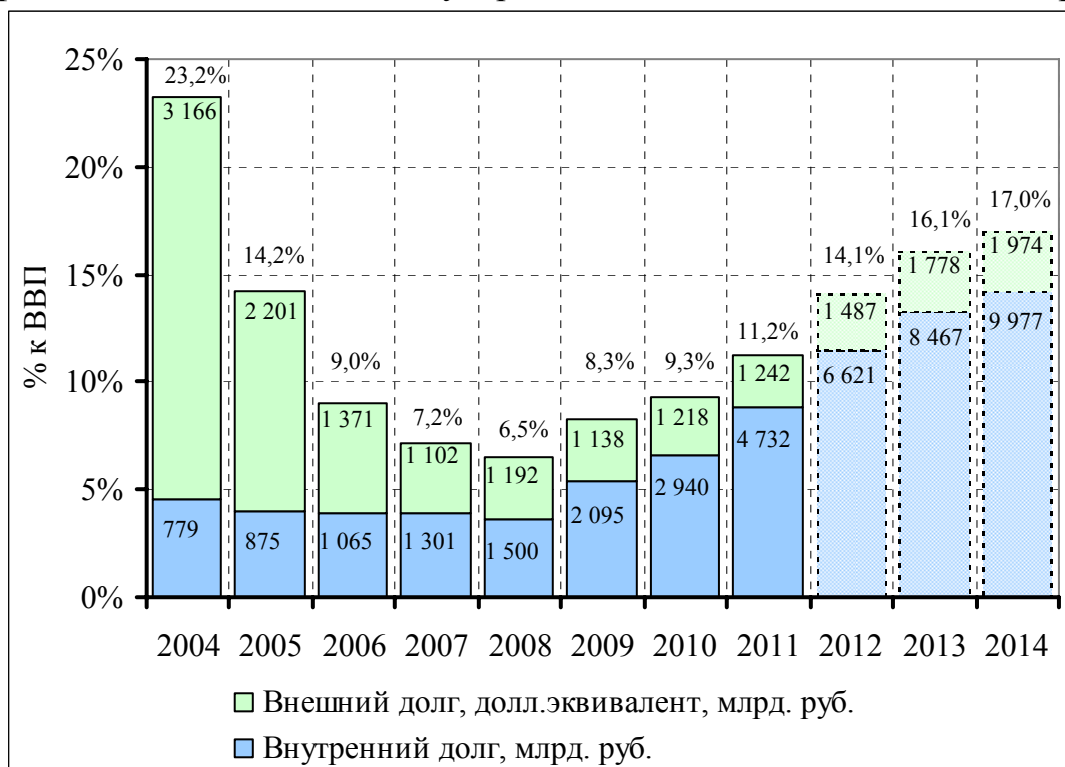
Показатель	2012	2013	2014
Дефицит федерального бюджета	1 570,5	1 744,3	1 648,4
Государственные заимствования, в том числе:	1 592,3	1 601,7	1 626,1
привлечение	2 181,7	2 284,0	2 474,1
погашение	-589,4	-682,3	-848,0
Государственные внутренние заимствования, в том числе:	1 459,0	1 465,7	1 486,2
привлечение	1977,9	2082,2	2273,6
погашение	-518,9	-616,5	-787,4
Государственные внешние заимствования, в том числе:	133,3	136,0	139,9
привлечение	203,8	201,8	200,5
погашение	-70,5	-65,8	-60,6
Использование Резервного фонда	-164,0	-51,4	0,0
Использование ФНБ	7,5	10,0	10,0
Приватизация	276,1	309,4	300,0
Исполнение государственных гарантий Российской Федерации	-120,2	-85,8	-248,7

Фактор 2. Низкий уровень государственного долга

По состоянию на 1 июля 2011 г. объем государственного долга Российской Федерации составил 4,6 трлн. руб., в том числе государственный внутренний долг – 3,6 трлн. руб., государственный внешний долг – 36,8 млрд. долл. США (эквивалентно 1,0 трлн. руб.). В предстоящий период объем государственного долга будет ежегодно возрастать, достигнув к концу 2014 года уровня 12 трлн. руб. или 17% ВВП. При этом объем внешних

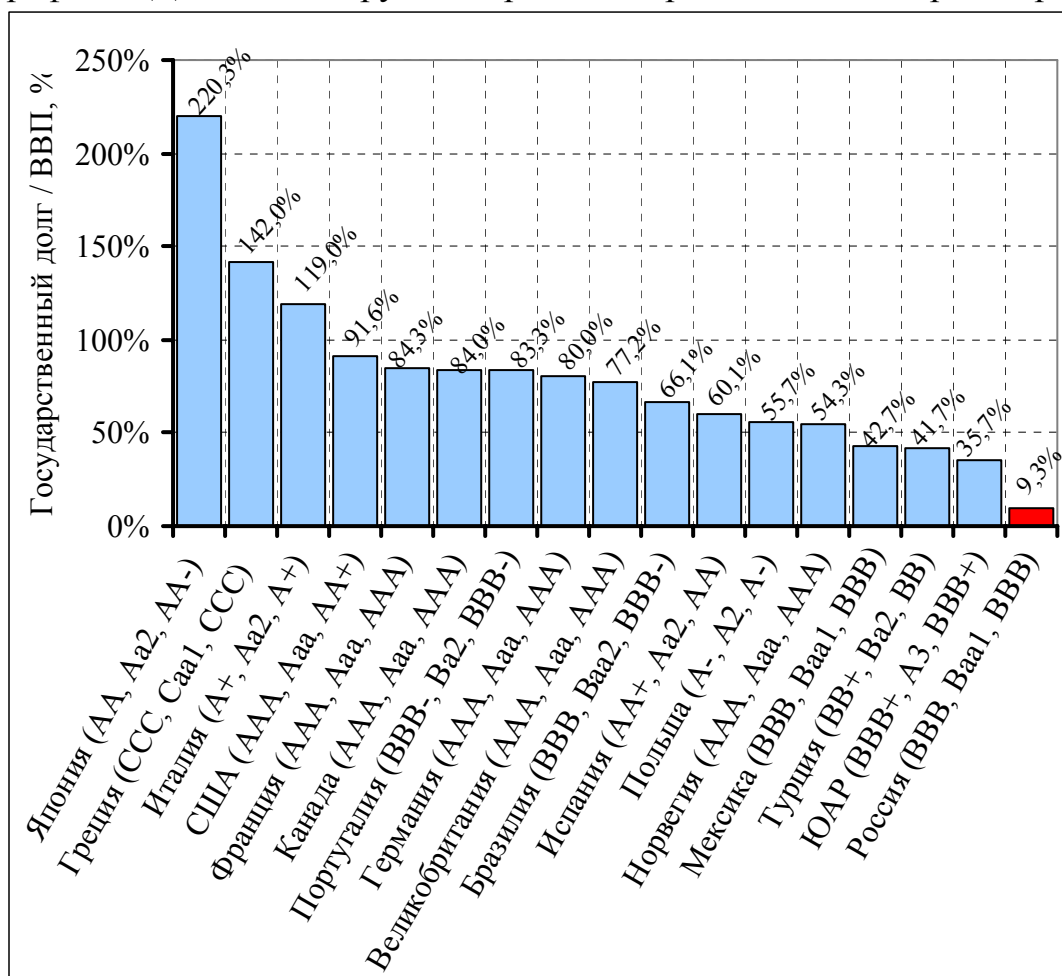
обязательств государства вырастет почти в 2 раза, составив около 2,0 трлн. руб., внутренних – в 2,8 раз, достигнув почти 10 трлн. руб. (График 2).

График 2. Динамика объема государственного долга Российской Федерации



Низкие показатели государственного долга выгодно отличают Россию от значительного большинства как развитых стран, так и государств формирующихся рынков (График 3). При этом, однако, кредитные рейтинги, присвоенные России ведущими международными агентствами (BBB с позитивным прогнозом от Fitch, Baa1 со стабильным прогнозом от Moody's и BBB со стабильным прогнозом от Standard&Poor's), свидетельствуют о том, что наша страна явно недооценена.

График 3. Долговая нагрузка и кредитные рейтинги некоторых стран²



Исходя из параметров, заложенных в прогнозе социально-экономического развития Российской Федерации в 2012-2014 гг., и с учетом планируемых объемов заимствований, в предстоящий период значения показателей долговой устойчивости Российской Федерации будут по-прежнему вне опасных зон (Таблица 3).

Вместе с тем, по ряду параметров имеющийся «запас прочности» не может рассматриваться как безусловный в плане обеспечения долговой устойчивости Российской Федерации. Во-первых, темпы роста государственного долга и, соответственно, расходов на его обслуживание являются весьма высокими (График 4). Так, по сравнению с 2008 годом в 2011 году расходы на обслуживание государственного долга Российской

² Кредитные рейтинги стран указаны в следующей последовательности: по версии Fitch, Moody's и Standard&Poor's.

Федерации вырастут в абсолютном выражении в 2,3 раза или в 1,4 раза в процентном отношении к расходам федерального бюджета.

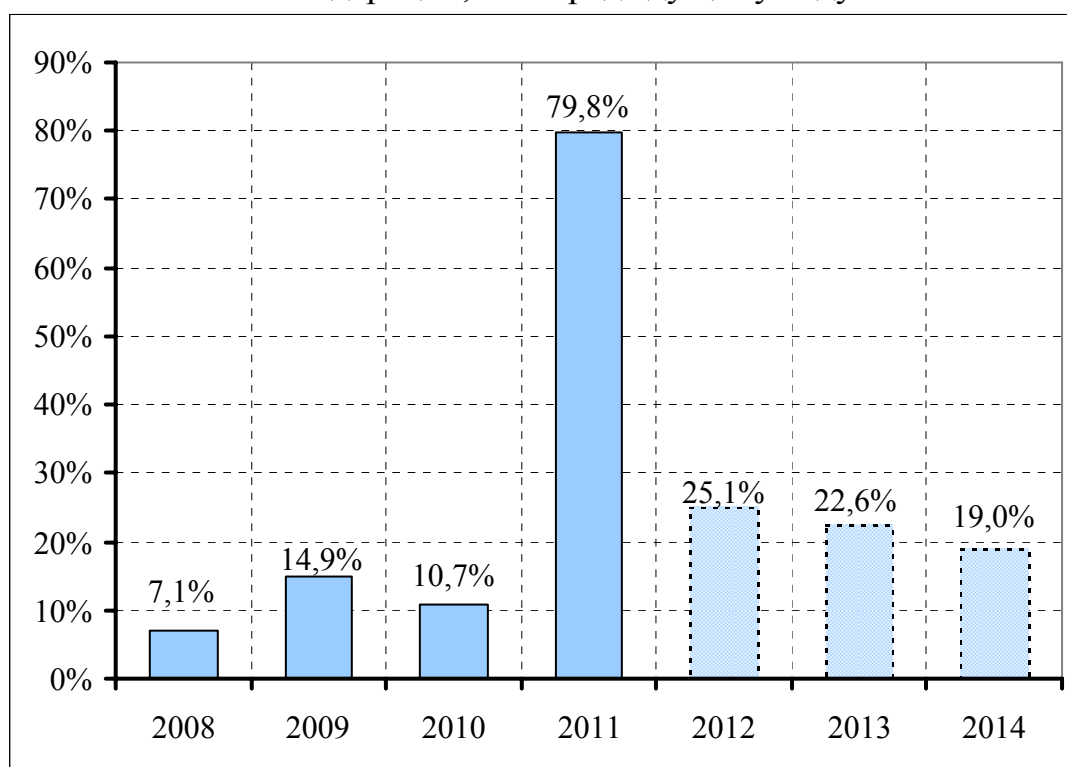
Таблица 3. Показатели долговой устойчивости Российской Федерации (бюджетная позиция)

№ п/п	Показатель	2011	2012	2013	2014	Пороговое значение
1	Отношение государственного долга Российской Федерации к ВВП	11,2%	14,1%	16,1%	17,0%	25%
2	Доля расходов на обслуживание государственного долга Российской Федерации в общем объеме расходов федерального бюджета	3,2%	3,6%	4,0%	4,5%	10%
3	Отношение расходов на обслуживание и погашение государственного долга Российской Федерации к доходам федерального бюджета	8,2%	9,7%	10,4%	11,8%	10%
4	Отношение государственного долга Российской Федерации к доходам федерального бюджета	58,0%	76,3%	87,7%	94,5%	100%
5	Отношение государственного внешнего долга Российской Федерации к годовому объему экспорта товаров и услуг	8,7%	10,9%	12,5%	13,2%	220%
6	Отношение расходов на обслуживание государственного внешнего долга Российской Федерации к годовому объему экспорта товаров и услуг	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	25%

Во-вторых, имеются риски ухудшения макроэкономической ситуации, что соответствующим образом скажется и на показателях долговой устойчивости. В соответствии с бюджетными проектировками расчеты уровня ВВП и доходной базы федерального бюджета на период 2012-2014 гг. осуществлены исходя из благоприятного сценария, предполагающего высокий уровень цен на нефть и их ежегодный рост: 93 долл. США в 2012 г., 95 долл. США в 2013 г. и 97 долл. США в 2014 г. Однако, учитывая фактическое нахождение нефтяных цен на уровне своих исторических максимумов, нельзя исключать также развития событий, при которых фактическая цена на нефть опустится существенно ниже уровня, заложенного в прогнозе социально-экономического развития Российской Федерации на предстоящий период.

Возможное падение цены на нефть на 10 долл. США ведет к появлению выпадающих доходов федерального бюджета в сумме порядка 0,5 трлн. руб. и, соответственно, росту бюджетного дефицита на 1% ВВП. При таком сценарии все показатели долговой устойчивости заметно ухудшаются.

График 4. Динамика роста расходов на обслуживание государственного долга Российской Федерации, % к предыдущему году



В-третьих, весьма вероятным является сценарий, при котором в планируемом периоде Россия может лишиться одного из важнейших факторов финансовой стабильности – «подушки безопасности» в лице Резервного фонда. Его объем, ожидаемый к 1 января 2013 г., составит 1,6 трлн. руб. при условии, что цена на нефть в 2012 году не опустится ниже 93 долл. США за баррель, а пополнение составит 164,0 млрд. руб. Однако в случае развития макроэкономической ситуации в 2012 году по худшему сценарию, нам не только не удастся достичь планируемых объемов Резервного фонда, но и придется направлять на выполнение в 2013 году расходных обязательств как

чистые поступления от заемных источников, так и значительные средства из самого Резервного фонда вплоть до его полного исчерпания. Отсутствие «подушки безопасности» существенно повысит уязвимость государственного бюджета, приведет к росту стоимости заимствований и, следовательно, к увеличению расходов на обслуживание госдолга.

Согласно результатам проведенного стресс-тестирования долговых показателей России, в случае установления и сохранения в предстоящий период фактических цен на нефть на уровнях на 50 долл. США ниже прогнозируемых, уже в 2013-2014 гг. показатель «государственный долг к ВВП» превысит 20-21%. Это фактически «отбросит» Россию в ситуацию 2004 года, когда страна еще не имела суверенных кредитных рейтингов инвестиционной категории от всех трех ведущих международных рейтинговых агентств.

В-четвертых, согласно расчетам, в случае развития негативного сценария, при котором цена на нефть упадет до 60 долл. США за баррель и останется на этом уровне в течение года, дефицит федерального бюджета превысит 5% ВВП. Это потребует изыскания дополнительных источников его финансирования. Потенциально, в качестве таковых могут рассматриваться средства ФНБ, поступления от приватизации и повышения налогов. Однако использование средств ФНБ лишит «подушки безопасности» хронически дефицитный бюджет Пенсионного фонда Российской Федерации, доходы от продажи госимущества носят конъюнктурный характер, а увеличение налогового бремени на экономику крайне нежелательно в связи с возможными негативными социальными последствиями.

В условиях реализации неблагоприятного сценария основным источником покрытия дефицита федерального бюджета станут госзаимствования. Принимая во внимание, что объемы последних уже установлены на беспрецедентно высоком уровне, речь идет о накоплении существенных бюджетных рисков, связанных, как минимум, со значительным ухудшением для Российской Федерации, как суверенного заемщика, финансовых условий заимствований на рынках капитала и резким ростом долговой нагрузки на федеральный бюджет, а, при самом негативном развитии

событий, о невозможности привлечения заемных ресурсов в необходимых объемах на приемлемых условиях.

Таким образом, такой фактор государственных заимствований как низкий текущий уровень государственного долга требует постоянного мониторинга. Пока он позволяет проводить политику наращивания госзаимствований, не опасаясь кардинального ухудшения состояния долговой устойчивости Российской Федерации. При развитии макроэкономической ситуации по сценариям, близким к утвержденному прогнозу социально-экономического развития страны, в предстоящий период показатели долговой устойчивости Российской Федерации останутся на относительно безопасных уровнях. При планируемых объемах заимствований долговая нагрузка на федеральный бюджет будет оставаться в пределах параметров, позволяющих надлежащим образом осуществлять обслуживание государственного долга, будут сохранены предпосылки для поддержания суверенных кредитных рейтингов на инвестиционном уровне.

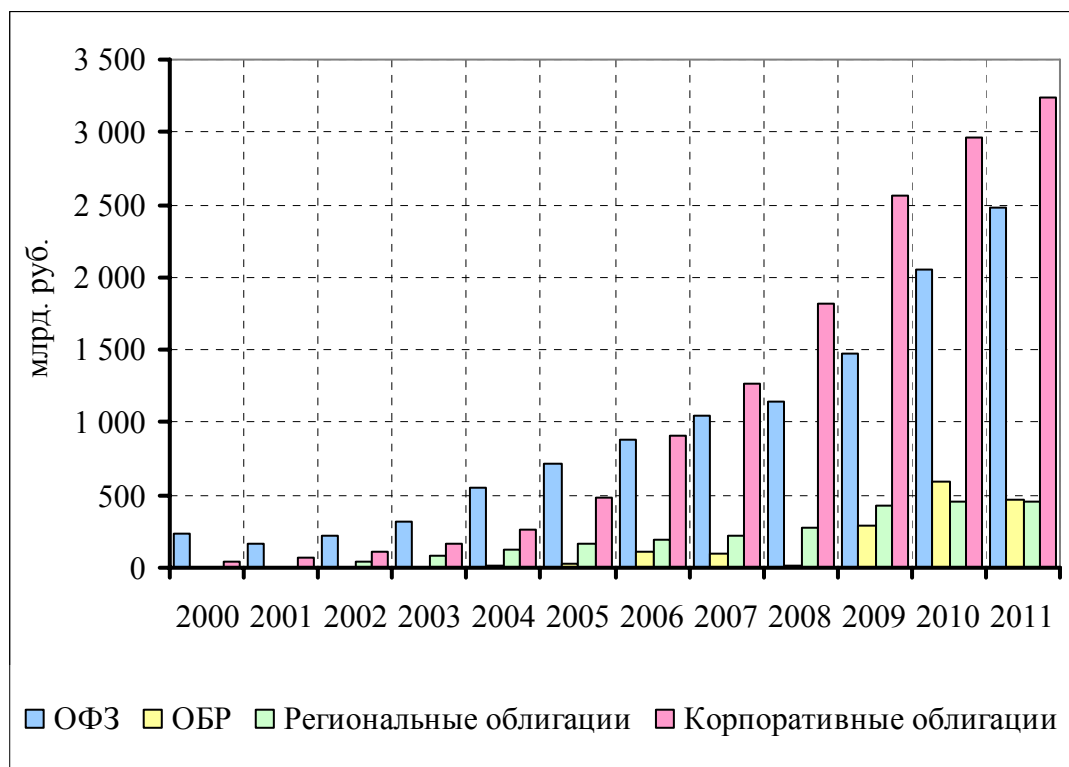
Тем не менее, учитывая высокую зависимость российской экономики и состояния федерального бюджета от конъюнктуры мировых сырьевых рынков, поддержание умеренной долговой нагрузки является стратегической задачей. Ее решение будет означать сохранение важнейшего конкурентного преимущества нашей страны. Разумная заемная политика будет создавать условия для роста возможностей в частном секторе, обеспечит инвестиционную привлекательность национальной экономики в целом.

Фактор 3. Состояние внутреннего рынка капитала

До кризиса 2008 года, то есть в условиях устойчивого профицита федерального бюджета, внутренние заимствования составляли относительно небольшую величину – 170-250 млрд. руб. в год. Выпуск облигаций федеральных займов (ОФЗ) осуществлялся, исходя из скорее технических (поддержание функционирования рынка, создание безрисковой кривой

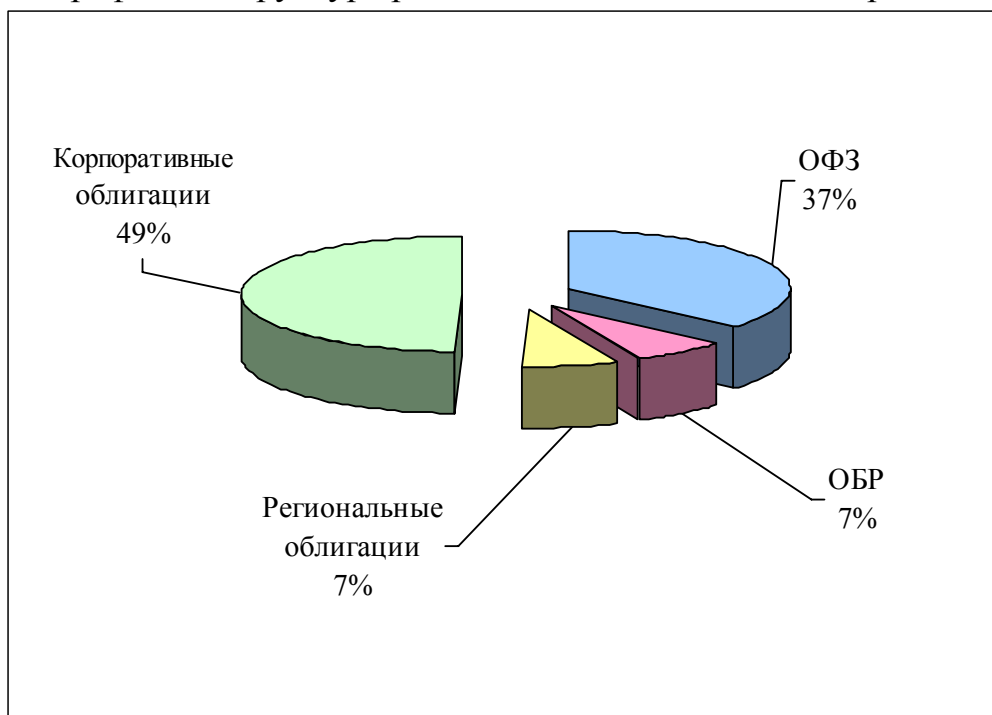
доходности и пр.), чем финансовых соображений. Ситуация принципиально изменилась с 2009 года, когда внутренний рынок стал рассматриваться в качестве основного источника финансирования бюджетного дефицита.

График 5. Капитализация долгового рынка Российской Федерации, млрд. руб.



За последние 10 лет внутренний рынок государственных ценных бумаг продемонстрировал устойчивый рост, превратившись в ключевой сегмент финансового сектора страны: по объему обращающихся ценных бумаг на рынок ОФЗ сегодня приходится значительная доля – 37% – всего долгового рынка России (Графики 5 и 6). При этом только за последние 2,5 года объем рынка ОФЗ увеличился с 1,1 до 2,5 трлн. руб., то есть более чем в 2 раза (График 7).

График 6. Структура российского облигационного рынка



Существенно улучшились (для заемщика-эмитента) ценовые параметры заимствований. Доходность рыночного портфеля госбумаг снизилась в 2009-2011 гг. с 11,6% до менее 7,2% при среднем сроке до погашения ОФЗ равном 3,5 года (График 8). Кривая ОФЗ более ликвидна на отрезке 2-7 лет и менее – на коротком и длинном концах (График 9).

График 7. Объем рынка ОФЗ в 2009-2011 гг., млрд. руб.

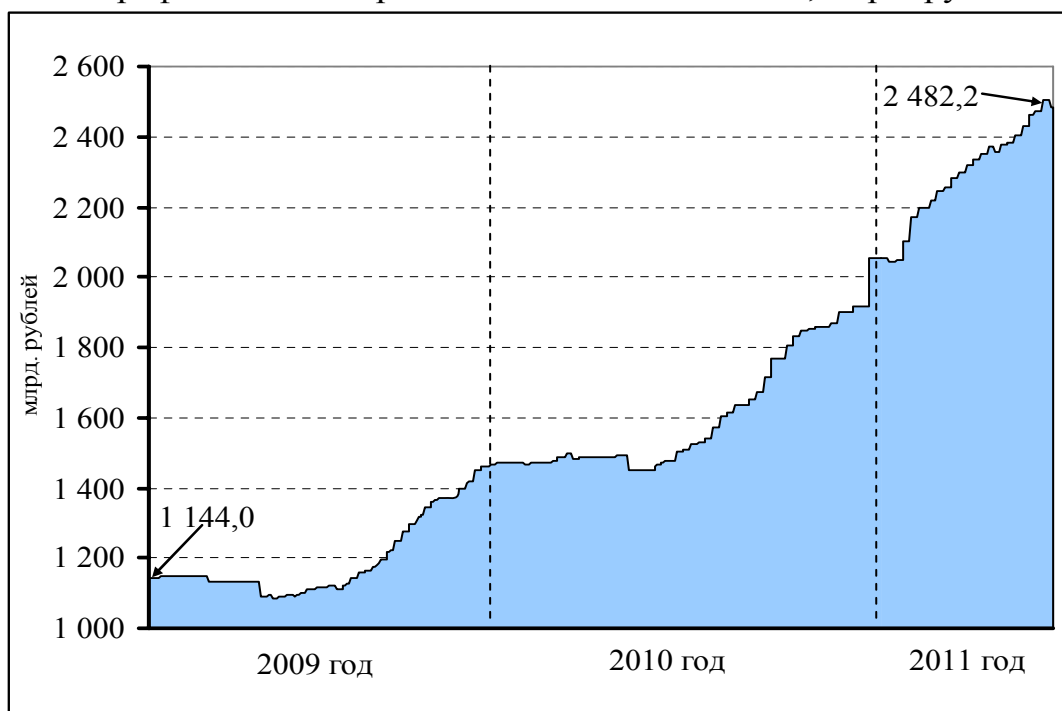
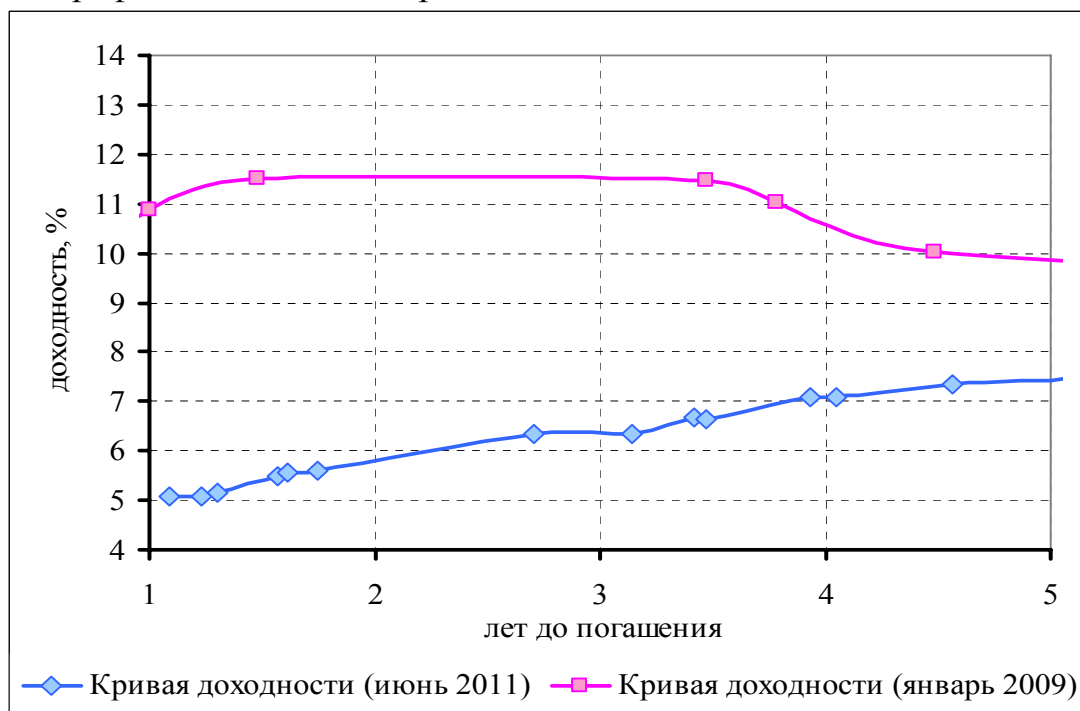
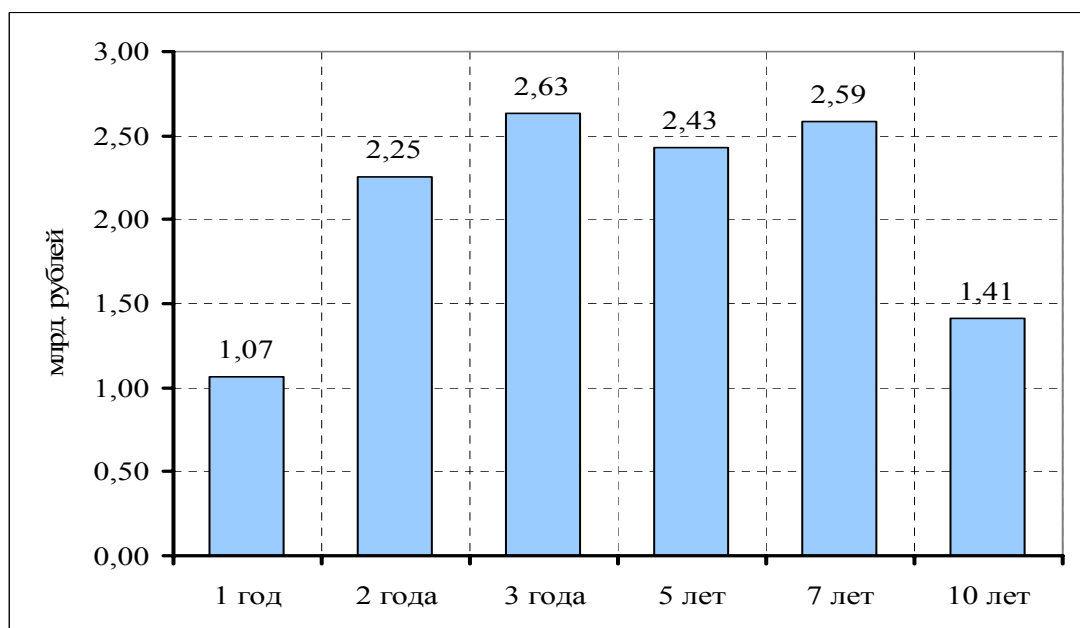


График 8. Изменение кривой доходности ОФЗ в 2009-2011 гг.



По оценке экспертов, ОФЗ приобрели статус общепринятого эталона долгового рынка, относительно которого осуществляется ценообразование и торговля другими облигациями. Кривая доходности ОФЗ является ориентиром для всех инвесторов в рублевые инструменты (привлекательность любой корпоративной или муниципальной бумаги оценивается в терминах соотношения с доходностью ОФЗ).

График 9. Объем вторичной торговли ОФЗ в 2011 г., млрд. руб.



Сложившаяся структура рынка ОФЗ уже обеспечила его участникам возможность торговли фьючерсами на гособлигации: с февраля 2011 года на РТС, а с марта 2011 года на ММВБ запущена торговля фьючерсными контрактами на корзину ОФЗ, позволяющими инвесторам хеджировать процентные риски, связанные с вложениями в госбумаги. Пока объем торгов фьючерсами на ОФЗ составляет незначительную величину (менее 1%) от объема их вторичной торговли, однако объем открытых позиций постоянно увеличивается. В июне 2011 г. их сумма превысила 1,7 млрд. руб.

Отличительной особенностью внутреннего долгового рынка является его высокая волатильность. За последние 3 года средняя доходность 10-летних российских государственных облигаций составила 8,53% при стандартном отклонении 1,37%. За тот же период средняя доходность 10-летних казначейских облигаций США составила 3,23%, а стандартное отклонение - 0,40%, что в три раза меньше диапазона колебаний российских облигаций. Подобная волатильность, нехарактерная для активов инвестиционного уровня, негативно влияет на инвестиционную привлекательность внутреннего рынка государственных облигаций и резко снижает возможности инвесторов планировать свои финансовые потоки. Основные факторы таких колебаний на российском рынке: значительная подверженность влиянию фундаментальных, в том числе внешних, факторов, например, ситуации на глобальных финансовых и товарных рынках. Большую роль играют прогнозы курсовой динамики рубля, ожидаемый и фактический уровень ликвидности кредитно-денежной системы в целом, процентная политика Банка России и пр. Все эти события и явления непосредственно отражаются на уровне текущего спроса и цен на государственные ценные бумаги Российской Федерации.

Высокая волатильность является одним из признаков относительной неразвитости рынка ОФЗ. С другой стороны, отсутствие в достаточном объеме инструментов хеджирования рисков существенно снижает готовность инвесторов покупать госбумаги в периоды обострения ситуации на внешних

рынках или ухудшения внутренних условий инвестирования. В результате повышаются требования кредиторов к уровню доходности размещаемых займов (премии на аукционах). Свободная ликвидность и низкие краткосрочные процентные ставки на российском денежном рынке создают арбитражные возможности, привлекающие спекулятивный капитал, в том числе иностранный. Последнее еще больше «подпитывает» ценовую волатильность, повышая риски локальных инвесторов.

По сравнению с рынком корпоративных облигаций объем вторичного рынка и ликвидность ОФЗ малы (Таблица 4). Несмотря на соизмеримость номинальных объемов размещения, оборот государственных ценных бумаг по сравнению с корпоративными облигациями на порядок меньше.

Другим ключевым недостатком рынка ОФЗ является отсутствие широкой, то есть капиталоемкой и неоднородной по составу инвесторов, ресурсной базы. Основной спрос на ОФЗ сегодня предъявляют крупные российские банки³ с государственным участием, а также коммерческие банки с иностранным участием. Зарубежные инвесторы покупают ОФЗ с целью реализации краткосрочных, чаще всего, спекулятивных стратегий, а также для управления ликвидностью, нередко рассматривая такие инвестиции как альтернативу банковскому кредитованию.

Таблица 4. Рынок корпоративных и государственных облигаций

	Объем в обращении, млрд. руб.	Среднедневной оборот вторичных торгов, млрд. руб.
Корпоративные облигации	3 285,2	24,7
ОФЗ	2 526,9	13,1

Среди участников рынка ОФЗ практически отсутствуют консервативные институциональные инвесторы, которые инвестируют денежные средства на

³ Российские банки составляют наиболее существенную группу инвесторов на всех сегментах рублевого облигационного рынка, являясь держателями находящихся в обращении 60% ОФЗ, 40% корпоративных и 60% муниципальных облигаций.

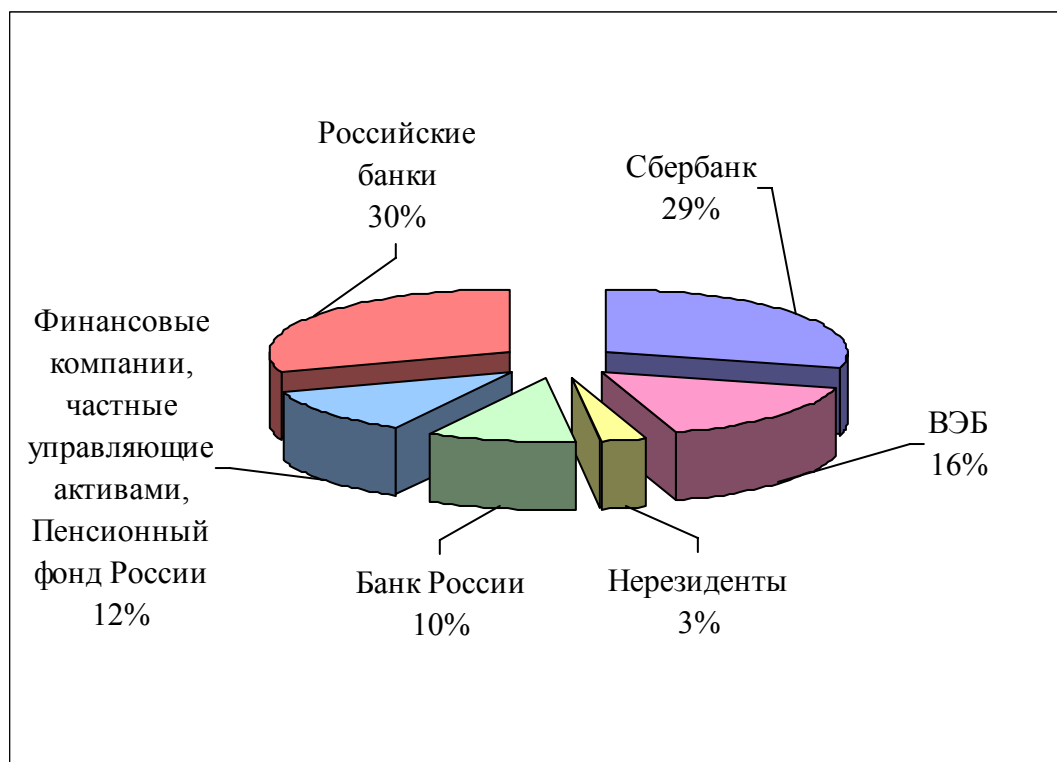
длительные сроки и которые в мировой практике являются основными держателями государственных ценных бумаг. Сегодня на рынке ОФЗ фактически к числу институциональных инвесторов могут быть отнесены только Внешэкономбанк как управляющий средствами пенсионных накоплений и, с существенной натяжкой, Пенсионный фонд Российской Федерации. Банк России сформировал свой портфель ОФЗ до 2008 года и за прошедший период сохраняет его объем на постоянном уровне. Негосударственные пенсионные фонды, обладающие значительными средствами в управлении (более 1 трлн. руб.), в настоящее время инвестиций на рынке ОФЗ не осуществляют. Не попадают на него и денежные средства, принадлежащие экспортерам нефти, газа, сырьевых товаров.

Объем портфелей ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, сегодня составляет незначительную величину: около 64 млрд. руб., то есть около 3% обращающегося долга. При этом основные обороты обеспечивают хеджевые фонды-нерезиденты и частные инвесторы, осуществляющие краткосрочные вложения.

Сложившаяся на рынке ОФЗ структура инвесторов усугубляет проблемы недостаточной ёмкости и низкой ликвидности рынка государственных ценных бумаг. Его качество страдает также из-за того, что ликвидность рынка не просто разделена между площадками, отечественными и зарубежными. Она разделена по принципу «долгосрочные инвесторы – там, спекулянты – здесь». Структура портфеля ОФЗ по видам владельцев приведена на Графике 10.

Необходимо четко понимать и строить свои планы, исходя из того, что в ближайшее время маловероятно быстрое расширение базы инвесторов за счет появления значительного числа консервативных российских участников рынка. Приход нерезидентов позволит увеличить ликвидность внутреннего рынка, а также повысить прозрачность ценообразования на нем.

График 10. Структура владельцев ОФЗ



Ключевой проблемой, препятствующей комфортному доступу иностранных инвесторов на внутренний рынок, является невозможность расчетов по сделкам с ОФЗ с использованием международных депозитарно-клиринговых систем. Отсутствие данной возможности рассматривается многими экспертами как самый большой инфраструктурный анахронизм, не позволяющий нерезидентам активно работать на российском долговом рынке. ОФЗ торгуются на бирже ЗАО «ММВБ», прямой доступ на которую имеют исключительно российские участники с депозитарной лицензией. Иностранные компании и прочие российские инвесторы должны использовать посредников. В отличие от корпоративных и муниципальных облигаций внебиржевая торговля ОФЗ запрещена.

Депозитарный учет ОФЗ и расчеты по сделкам с ними может осуществлять только Национальный расчетный депозитарий (далее – НРД), что не создает сложностей для большинства российских инвесторов. Однако для иностранных инвесторов обычной практикой является проведение расчетов по сделкам, заключенным на различных локальных рынках, через единый счет,

открытый в одном из международных депозитарно-клиринговых центров (принцип «один депозитарий (счет депо), много брокеров (денежных счетов)»). Что касается приобретения ОФЗ, то иностранный инвестор вынужден специально открывать счет депо владельца в НРД и заключать договор с российским брокером.

Данная необходимость сопряжена для иностранного инвестора с дополнительными временными и финансовыми издержками, а также с принятием рисков инфраструктуры российского рынка, прежде всего, рисков правового и операционного характера. При этом возможность владеть и торговать ОФЗ напрямую является принципиальным моментом для многих «качественных» (консервативных) инвесторов из числа зарубежных пенсионных фондов и управляющих компаний.

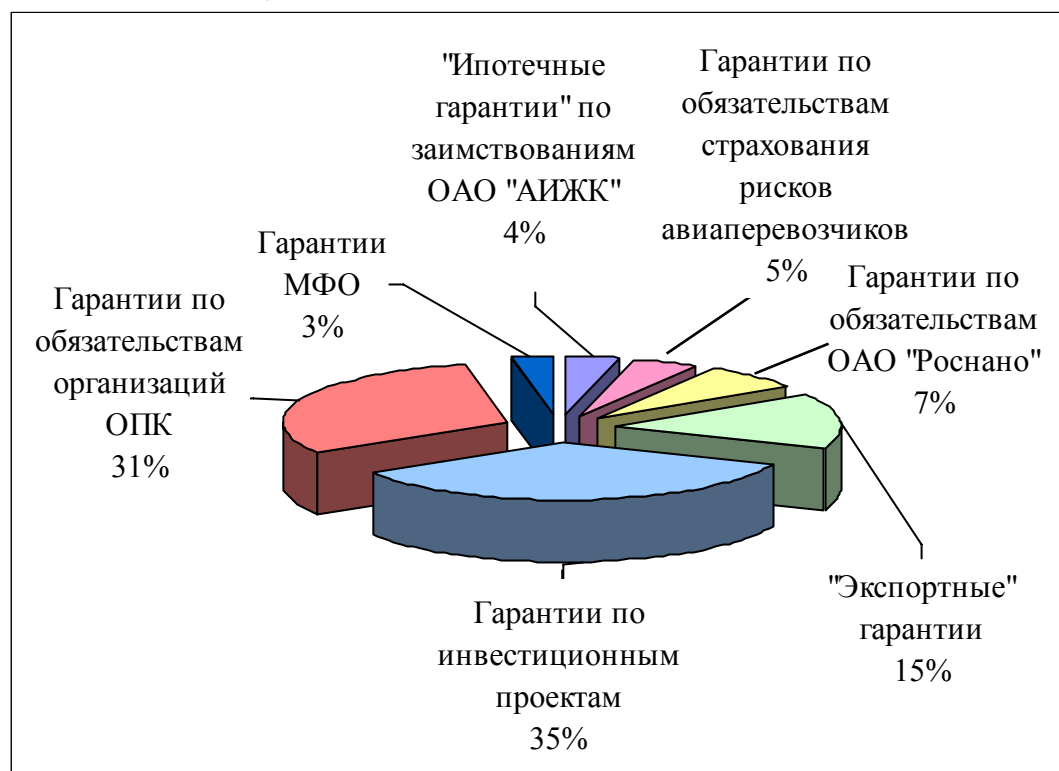
В России в настоящее время более 40 организаций удостоверяют права собственности на ценные бумаги. Данная ситуация не типична для большинства как развитых стран, так и государств формирующихся рынков. В данных странах существует институт центрального депозитария – организации, наделенной эксклюзивным правом удостоверить права собственности на ценные бумаги в общенациональном масштабе. Отсутствие в России центрального депозитария является серьезным дестимулирующим фактором для многих иностранных частных и государственных инвестиционных фондов, которые, согласно требованиям регуляторов, не могут инвестировать на рынках тех государств, где отсутствует институт централизованного учета прав на ценные бумаги.

Таким образом, превращение национального рынка капитала в действительно стабильный и масштабный источник удовлетворения возросших потребностей федерального бюджета возможно только в случае существенной модернизации и либерализации этого рынка.

Фактор 4. Государственные гарантии Российской Федерации

На текущем этапе развития российской экономики государственные гарантии играют все более значительную роль, выступая в качестве важного инструмента посткризисной экономической политики. В последнее время многие, если не большинство программных документов (отраслевых стратегий, федеральных целевых программ, «дорожных карт» и т.п.) содержат ссылки на государственные гарантии Российской Федерации как главное условие привлечения денежных ресурсов для финансирования проектов в сфере модернизации экономики, инфраструктуры, частно-государственного партнерства, поддержки экспорта высокотехнологичной отечественной продукции.

График 11. Планируемое предоставление гарантий Российской Федерации в 2011 г., %

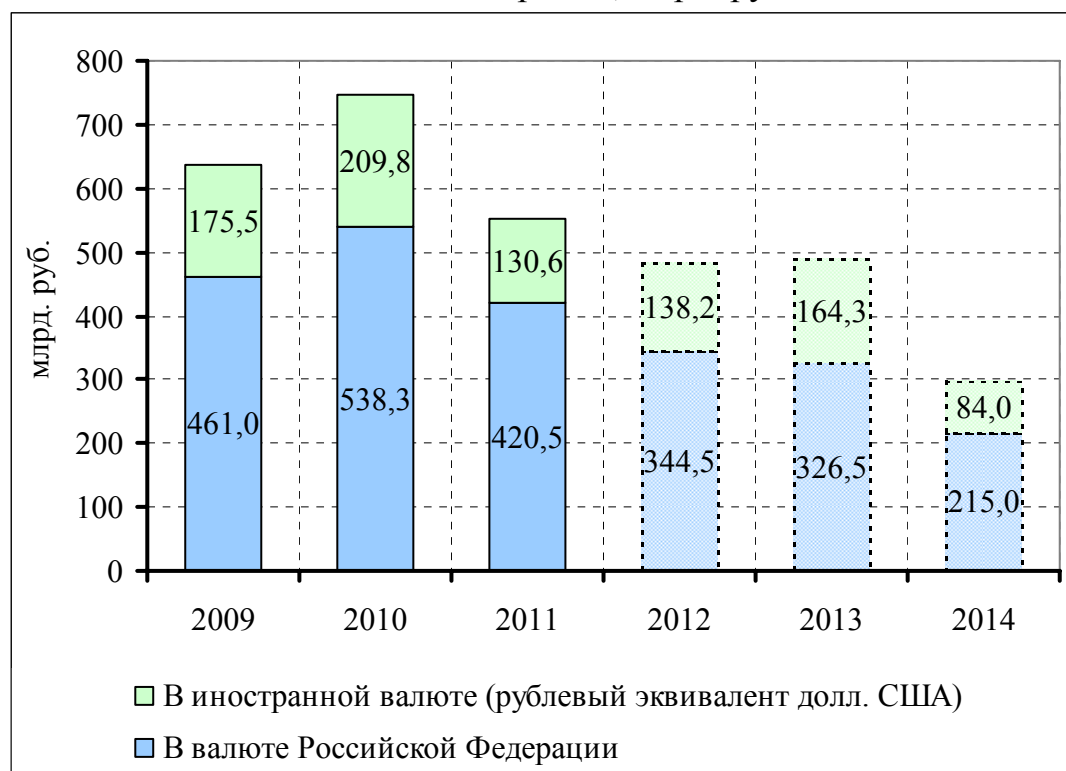


Структура программы предоставления государственных гарантий Российской Федерации на 2011 год, представленная на Графике 11, наглядно отражает текущие особенности использования данного инструмента господдержки: высокая доля гарантий по различным инвестиционным

проектам (в том числе на реализацию инвестиционных проектов в Северо-Кавказском федеральном округе, в том числе в Чеченской Республике), появление новых видов гарантий, предоставляемых в целях реализации государственного оборонного заказа, значительный объем гарантий по обязательствам крупных государственных компаний (ОАО «РОСНАНО», ОАО «АИЖК»).

В федеральном бюджете на 2011 год предусмотрено предоставление государственных гарантий Российской Федерации в общем объеме около 551,1 млрд. руб. (График 12).

График 12. Объем предоставления государственных гарантий Российской Федерации, млрд. руб.

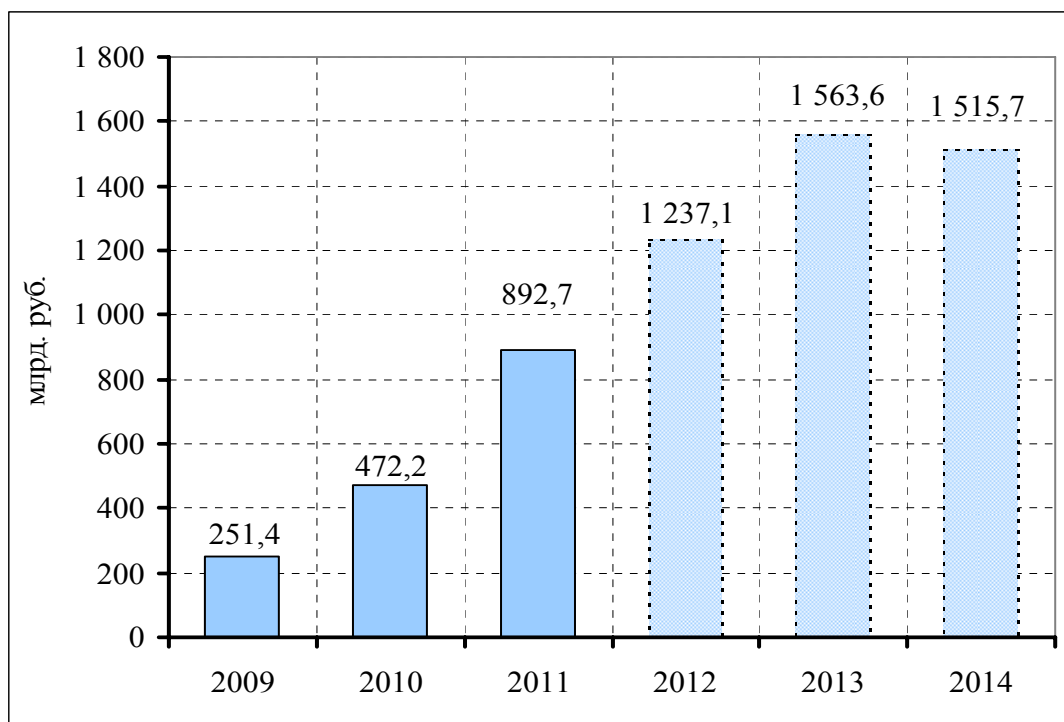


Принятие обязательств по государственным гарантиям оказывает существенное влияние на основные параметры федерального бюджета. Объем предоставленных гарантий формирует условные обязательства государства и включается в общий объем государственного долга Российской Федерации. Таким образом, увеличение объема гарантийных обязательств непосредственно влияет на рост государственного долга, расходы бюджета и источники покрытия его дефицита. При этом на стадии формирования бюджетных

проектировок (планирования объема предоставления гарантий) обеспечение точности прогноза величины бюджетных ассигнований на исполнение данного вида условных обязательств крайне затруднено в связи с неопределенностью условий сделок (проектов), которым оказывается государственная поддержка. Эта особенность значительно осложняет бюджетное планирование как на короткий период, так и в долгосрочной перспективе.

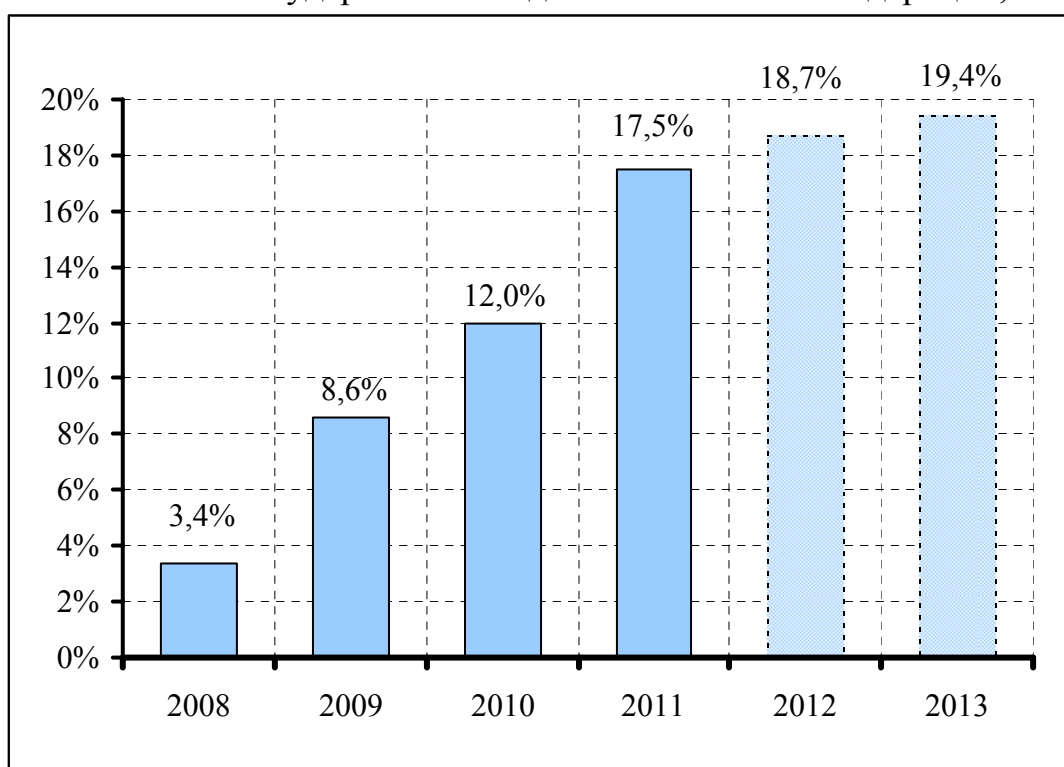
Объем государственного долга Российской Федерации по государственным гарантиям имеет устойчивую тенденцию к росту (График 13), причем темпами, существенно превышающими темпы прироста государственного долга по ОФЗ. Если в 2009 году на долю госгарантий приходилось около 8,6% всех долговых обязательств Российской Федерации (График 14), то в 2011 г. этот показатель увеличится до 17,5% при устойчивой тенденции к росту во все последующие годы. Как следствие, объемы предусматриваемых в федеральном бюджете средств на исполнение государственных гарантий Российской Федерации также стремительно растут (График 15).

График 13. Объем государственного внутреннего долга Российской Федерации по государственным гарантиям, млрд. руб.



При этом уже в 2014 году сумма прямых расходов федерального бюджета по исполнению госгарантий, то есть расходов, невозмещаемых впоследствии в связи с отсутствием у Российской Федерации прав требования к должникам, допустившим нарушение своих финансовых обязательств, может достичь 57,5 млрд. руб.

График 14. Доля государственных гарантий Российской Федерации в общем объеме государственного долга Российской Федерации, %



Учитывая изложенное, представляется, что в планируемом периоде формирование и реализацию долговой политики необходимо осуществлять, исходя из того, что, во-первых, интенсивные методы применения госгарантий себя исчерпали, и, во-вторых, накопленный по ним долг требует применения усовершенствованных подходов к оказанию государственной гарантийной поддержки, имея в виду решение задачи модернизации управления условными обязательствами федерального бюджета.

График 15. Объем исполнения государственных гарантий Российской Федерации, млрд. руб.



Фактор 5. Сохранение потребности в привлечении зарубежного заемного капитала со стороны корпоративного сектора

В планируемом периоде сохраняются условия, стимулирующие использование российскими банками и предприятиями зарубежных долговых рынков в качестве источника фондирования своей деятельности. Основные предпосылки – дефицит «длинных денег» на российском финансовом рынке, относительная дешевизна внешних заимствований и доступность данного ресурса для крупных компаний, особенно с участием государства. В этой связи Россия как суверенный заемщик заинтересована в том, чтобы создавать «целевые ориентиры» для формирования благоприятных условий заимствований национальных хозяйствующих субъектов. Нам необходимо поддерживать свое присутствие в наиболее востребованных сегментах внешних долговых рынков. В то же время, предстоит принять меры, направленные на

дестимулирование притока в экономику страны «горячих денег» в форме краткосрочных займов и кредитов.

Таким образом, в 2012-2014 гг. государственная долговая политика будет строиться, исходя из необходимости, с одной стороны, поддержания способности корпоративных российских заемщиков привлекать финансирование на внешнем и внутреннем рынках на максимально благоприятных условиях, а с другой – эффективного мониторинга долговой ситуации негосударственного сектора.

2. Приоритеты и инструменты долговой политики

Реализация долговой политики Российской Федерации в 2012-2014 гг. будет осуществляться в соответствии со следующими целями:

- обеспечение сбалансированности федерального бюджета при сохранении достигнутой в последние годы высокой степени долговой устойчивости;
- поддержание высокого уровня кредитных рейтингов России инвестиционной категории с перспективой создания предпосылок для повышения рейтингов до категории «А»;
- дальнейшее развитие национального рынка государственных ценных бумаг;
- обеспечение постоянного доступа Российской Федерации и национальных корпоративных заемщиков к внутреннему и внешнему источникам заемного капитала на приемлемых условиях, минимизация стоимости заимствований;
- поддержание мерами политики безопасных тенденций в сфере внешнего долга российского корпоративного сектора, в том числе ограничение притока спекулятивного капитала («горячих денег»).

2.1. Долговая политика на внутреннем рынке капитала

Решение задачи поддержания высокой ликвидности внутреннего рынка, обеспечения присутствия на нем широкого круга инвесторов и стимулирования инвестиционного спроса требует скорейшей реализации комплекса мер по повышению привлекательности рынка государственных ценных бумаг.

В период 2010-2011 гг. Минфин России предпринял ряд мер в данном направлении. Были обеспечены:

1) регулярная публикация квартальных графиков размещения ОФЗ, а также ориентиров по доходности размещаемых выпусков государственных ценных бумаг накануне каждого аукциона;

2) периодические консультации с основными участниками рынка с целью выявления проблем, тормозящих его развитие, учета предпочтений участников относительно параметров предлагаемых выпусков ОФЗ;

3) отмена требования о предварительном депонировании денежных средств в день аукциона;

4) переход к размещению «эталонных выпусков» ОФЗ, т.е. выпусков со стандартными сроками до погашения и крупными объемами в обращении;

5) принятие поправок в федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и Налоговый кодекс Российской Федерации, направленных на упрощение порядка осуществления выплат по ценным бумагам с обязательным централизованным хранением (закрепление за российскими депозитариями исключительного права на осуществление указанных выплат депонентам - владельцам ценных бумаг и выполнение депозитариями функций налогового агента).

В результате проведенных мероприятий, на рынке ОФЗ произошли следующие позитивные изменения:

– увеличилась ликвидность обращающихся выпусков (среднедневной оборот вторичных торгов ОФЗ вырос до 3 млрд. руб., то есть более чем в 4 раза по сравнению с 2009 г. (0,7 млрд. руб.);

- средний объем выпуска в обращении вырос с 45 до 83 млрд. руб.;
- в 4 раза увеличился средний объем размещения на аукционах – до 20 млрд. руб.;
- возросло число участников аукционов по размещению ОФЗ.

В планируемый период предлагаемые инвесторам ОФЗ будут диверсифицированы по срокам до погашения. При этом приоритетным направлением эмиссионной политики будет выпуск среднесрочных и долгосрочных государственных ценных бумаг. Эмиссия краткосрочных инструментов (до 1 года) рассматривается как исключительная мера, использование которой оправдано лишь в условиях крайне неблагоприятной рыночной конъюнктуры при отсутствии возможностей фондирования за счет эмиссии среднесрочных и долгосрочных государственных ценных бумаг. Такая практика позволит поддерживать на низком уровне риски ограничения доступа к рефинансированию, а также оптимизировать структуру государственного внутреннего долга по срокам до погашения. Исходим из необходимости поддерживать дюрацию портфеля ОФЗ на уровне 5 лет.

Планируется выпускать ОФЗ с постоянной ставкой купонного дохода. На нынешнем этапе эмиссия ОФЗ с переменной ставкой купонного дохода, которая устанавливается в зависимости от динамики индекса потребительских цен или ключевых индикаторов денежного рынка, не относится к числу приоритетов долговой политики.

Будет продолжен курс на обеспечение концентрации эмиссии в «эталонных выпусках» с большими объемами в обращении и погашением в «стандартных» точках кривой доходности облигаций, то есть 3, 5, 10, 15, 30 лет. Погашаемые в эти сроки выпуски облигаций наиболее востребованы инвесторами, так как позволяют им, в частности, хеджировать процентные и валютные риски. Поддержание высокой ликвидности «эталонных выпусков» ОФЗ планируется осуществлять путем регулярного обмена облигаций с приближающимися сроками погашения на новые «эталонные выпуски».

Планируется продолжить практику публикации квартальных графиков аукционов по размещению ОФЗ. В целях выявления инвестиционных предпочтений, специфики спроса и ожиданий относительно объемов выпусков и динамики процентных ставок будет осуществляться регулярное взаимодействие с ключевыми участниками рынка ОФЗ. По их результатам, в случае значительных изменений ожиданий инвесторов и рыночной конъюнктуры, в график аукционов будут вноситься необходимые для поддержания стабильности рынка корректировки.

Доходность размещаемых выпусков ОФЗ будет формироваться под влиянием, прежде всего, текущих потребностей бюджета (предложение) и в зависимости от рыночной конъюнктуры (спрос на облигации), с учетом решения стратегической задачи по достижению и поддержанию целевой дюрации портфеля ОФЗ на уровне 5 лет.

Следует продолжить практику размещения государственных сберегательных облигаций (ГСО) для удовлетворения спроса со стороны институциональных инвесторов, прежде всего, осуществляющих размещение средств пенсионных накоплений.

Дальнейшие меры по развитию внутреннего рынка будут направлены на совершенствование рыночной инфраструктуры и повышение ликвидности обращающихся выпусков государственных ценных бумаг. В этой связи предлагаем направить долговую политику на решение следующих задач:

1) Создание предпосылок (возможности) для расчетов по сделкам с ОФЗ с использованием международных депозитарно-клиринговых систем

Решение указанной проблемы требует внесения изменений в закон «О рынке ценных бумаг», направленных на упрощение доступа иностранных участников (депозитариев) к рынку ОФЗ. Можно ожидать, что снятие законодательных ограничений на открытие иностранным депозитариям счетов номинального держателя в российской депозитарии может способствовать оттоку части операций с ОФЗ за рубеж. Однако соответствующее решение, если оно будет поддержано и принято, создаст предпосылки для конкуренции

между российскими и иностранными депозитариями, что не может не оказать положительного влияния на качество оказываемых услуг. Что касается возможного негативного эффекта, то он будет иметь незначительный и временный характер и многократно компенсируется притоком иностранных инвесторов на российский рынок ценных бумаг.

2) Допуск ОФЗ к обращению на фондовой бирже

В настоящее время ОФЗ обращаются в секции государственных ценных бумаг (ГЦБ) ММВБ, корпоративные ценные бумаги торгуются на фондовой бирже ММВБ. В результате участникам рынка приходится заключать сделки с ОФЗ и корпоративными ценными бумагами с использованием разных счетов, что ограничивает их возможности по работе с различными видами финансовых активов. Кроме того, для участия во вторичных торгах в секции ГЦБ, в отличие от фондовой биржи, необходимо предварительно задепонировать деньги и ценные бумаги на торговом счете. Данное требование не позволяет участникам рынка гибко управлять своими позициями.

С 1 января 2012 г., в соответствии с принятыми поправками в закон «О рынке ценных бумаг», указанное ограничение будет снято и ОФЗ смогут обращаться как на фондовой бирже ММВБ, так и на других фондовых биржах вместе с корпоративными ценными бумагами. Первичное размещение ОФЗ будет проводиться в секции ГЦБ до момента заключения договора между Минфином России и ММВБ о проведении аукционов ОФЗ на фондовой бирже.

Как ожидается, объединение торговли корпоративными и государственными облигациями на фондовой бирже будет способствовать росту торговой активности и расширению круга инвесторов. Сосредоточение торгов на одной площадке позволит более не разделять ликвидность, что упростит доступ инвесторов к активам без временных лагов и лишних издержек.

Целесообразно также предоставление возможности проведения расчетов по итогам вторичных торгов ОФЗ не немедленно (схема T+0), а в течение стандартного для мировой практики срока оплаты (T+2 или T+3).

3) Обеспечение возможности внебиржевого обращения ОФЗ

В соответствии с положением Банка России от 25 марта 2003 г. № 219-П «Об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг» ОФЗ могут обращаться только на бирже, то есть на ММВБ. При этом в мировой практике внебиржевая торговля государственными ценными бумагами широко распространена. Например, вторичный рынок еврооблигаций существует и развивается исключительно как внебиржевой. Отсутствие возможности внебиржевого обращения ОФЗ ведет к удорожанию операций с ними, в частности, за счет комиссии биржи, сужает доступ на рынок ОФЗ российских участников, препятствует массовому приходу на рынок иностранных инвесторов.

4) Введение института централизованного учета прав собственности на ценные бумаги в общенациональном масштабе

Создание центрального депозитария направлено на повышение эффективности и конкурентоспособности учетно-расчетной инфраструктуры российского фондового рынка, повышение защиты прав собственности, а следовательно, на стимулирование роста иностранных инвестиций и в ОФЗ, и в корпоративные ценные бумаги. Реализация данной задачи предусмотрена поручением Президента Российской Федерации от 27 июня 2011 г. № Пр-1822 по итогам Петербургского международного экономического форума.

5) Унификация налоговых ставок по ОФЗ и корпоративным облигациям

Налогообложение денежных выплат по купонам ОФЗ осуществляется по ставке 15%, а курсовая разница – по ставке 20%. Все виды доходов по корпоративным облигациям облагаются налогом по ставке 20%. В результате такой практики затрудняется сравнение доходности по корпоративным и государственным облигациям, а также усложняется бухгалтерский учет инвестиций в ценные бумаги, поскольку инвесторы не могут осуществлять взаимозачет финансового результата по операциям с государственными и корпоративными ценными бумагами без проведения дополнительных расчетов.

Потенциальные инвесторы могут рассматривать сложившуюся ситуацию как дополнительное препятствие для вложения средств в ОФЗ.

Целесообразно унифицировать режим налогообложения государственных и корпоративных облигаций. Это позволит упростить для инвесторов систему расчетов, включать все доходы в единую базу по прибыли, а также устранить различия в ценообразовании всех инструментов на внутреннем долговом рынке и сделать сопоставимой доходность обращающихся на нем инструментов.

Как представляется, последовательное проведение вышеуказанных мероприятий по развитию рынка ОФЗ позволит улучшить условия государственных заимствований и увеличить спрос на государственные ценные бумаги. Успешная реализация предлагаемых мер будет способствовать улучшению инвестиционного климата в России в целом, повышению резервного статуса рубля, станет важной составной частью работы по формированию в нашей стране мирового финансового центра.

2.2. Долговая политика на международных рынках капитала

Период 2010-2011 гг. отличался постепенным восстановлением мировой экономики после финансово-экономического кризиса. Наблюдался постепенный рост доверия инвесторов к эмитентам. Как следствие, имело место увеличение объема выпуска еврооблигаций как развитыми государствами, так и странами формирующихся рынков. При этом неопределенность ситуации в Европейском союзе и макроэкономические проблемы некоторых развитых стран способствовали повышению спроса на финансовые инструменты стран формирующихся рынков, включая Россию. В результате нам удалось успешно разместить в указанный период сразу три выпуска еврооблигаций Российской Федерации:

– два выпуска облигаций внешних облигационных займов с погашением в 2015 и 2020 годах на общую сумму 5,5 млрд. долл. США;

– впервые в истории основной и дополнительный выпуск еврооблигаций Российской Федерации в рублях (соответственно на 40 и

50 млрд. руб.) со сроком обращения 7 лет с доходностью 7,85% годовых по основному выпуску и 7% годовых – по дополнительному. Таким образом, в марте 2011 г. на международном рынке капитала появился новый тип государственных ценных бумаг – еврооблигаций в рублях, доходность по которым стала на 70 б.п. ниже доходности аналогичных по сроку ОФЗ.

Данный выпуск стал самым крупным (эквивалент более 3 млрд. долл. США) по объему размещением еврооблигаций суверенными государствами из числа стран формирующихся рынков, номинированных в национальной (региональной) валюте.

Размещение суверенных еврооблигаций в рублях было направлено на решение стратегической задачи по расширению круга инвесторов, осуществляющих вложения в государственные ценные бумаги Российской Федерации, номинированные в рублях, укреплению роли рубля в качестве региональной резервной валюты. Кроме того, заимствования на внешних рынках в национальной валюте, характерные для развитых стран, способствовали снижению средней доходности по облигациям внутренних облигационных займов Российской Федерации, ограничению валютного риска для федерального бюджета.

В целях сохранения присутствия России как суверенного заемщика на международных рынках капитала и поддержания постоянного доступа к ресурсам этих рынков в предстоящий период планируется:

- осуществлять размещения еврооблигаций Российской Федерации в ограниченных объемах с учетом имеющегося спроса;
- формировать репрезентативную кривую доходности заимствований в различных валютах, прежде всего, в долларах США и евро;
- ограничивать размещение на международном рынке капитала еврооблигаций в рублях;
- создавать предпосылки для привлечения долгосрочных инвесторов, диверсифицированных по типам и географическому признаку;

– поддерживать постоянный диалог с широким кругом глобальных инвесторов.

2.3. Государственная гарантийная поддержка

Условия государственных гарантий, предоставляемых в период 2009-2011 гг., таковы, что возврат средств федерального бюджета, использованных в случае их исполнения, трудно прогнозируем. Существует вероятность возникновения невозмещаемых расходов.

С точки зрения рисков федерального бюджета немаловажное значение имеет тот факт, что исполнение государственных гарантий происходит независимо от результатов реализации проектов, в поддержку которых гарантии предоставлялись. Получатели государственной гарантийной поддержки не несут каких-либо обязательств и ответственности в связи с реализацией или неэффективной реализацией поддерживаемых государством проектов.

В целях повышения эффективности инструмента государственных гарантий, а также управления рисками бюджета, связанными с их предоставлением, при оказании государственной гарантийной поддержки намерены в дальнейшем исходить из следующих основных принципов:

1) установление единых подходов для предоставления госгарантий с общими «родовыми признаками» (отрасль экономики, регион, рынок и т.п.), вне зависимости от объекта государственной поддержки, отход от практики предоставления уникальных, нестандартных гарантий;

2) распределение рисков между государством и участниками сделки (проекта), которой оказывается гарантийная поддержка;

3) оказание гарантийной поддержки при условии удовлетворительного финансового состояния принципалов, по обязательствам которых предоставляются госгарантии (соблюдение указанного условия не предусмотрено, например, правилами предоставления гарантий по

инвестпроектам и гарантий для реализации государственного оборонного заказа);

4) наличие обеспечения возвратности средств, использованных на исполнение госгарантий (например, по гарантиям по инвестпроектам не предусмотрено обеспечение права регрессного требования Российской Федерации к принципалу);

5) соблюдение определенных ограничений получателями государственной поддержки на период действия госгарантий (например, отмена премиальных и бонусных выплат высшему менеджменту⁴), а также установление ответственности принципала за нереализацию поддерживаемых государством проектов.

Меры аналогичного характера планируется принять и в сфере планирования бюджетных ассигнований на возможное исполнение государственных гарантий. В частности, предлагается предусматривать в федеральном законе о федеральном бюджете на соответствующий год следующие ассигнования:

– по фактически выданным госгарантиям – до 100% суммы возможного исполнения;

– по планируемым к представлению госгарантиям – в существенно меньшем объеме, с последующим оперативным внесением (в случае необходимости) изменений в федеральный закон о федеральном бюджете, предусматривающих увеличение бюджетных ассигнований до 100% суммы возможного исполнения.

2.4. Политика в области заимствований субъектов Российской Федерации

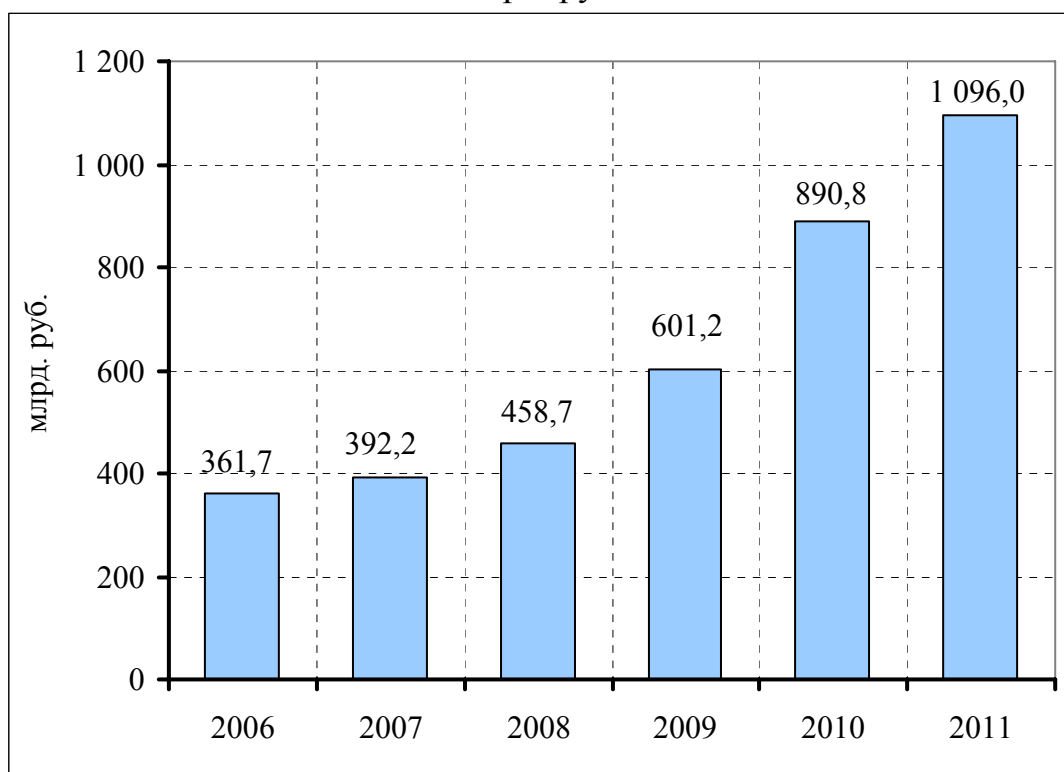
За последние пять лет объем государственного долга субъектов Российской Федерации последовательно увеличивался, в среднем на 25% ежегодно. К началу 2011 года его консолидированная сумма превысила 1 трлн.

⁴Данное ограничение, продемонстрировавшее свою исключительную действенность, предусмотрено только по «антикризисным» госгарантиям.

руб. (График 16). При этом максимальный рост – более 48% пришелся на кризисный 2009 год.

По состоянию на 1 января 2011 г. государственный долг субъектов составил 1 096,0 млрд. руб. или 2,4% ВВП, в том числе государственный внешний долг субъектов – 32,0 млрд. руб. (1,1 млрд. долл. США) или менее 0,1% ВВП.

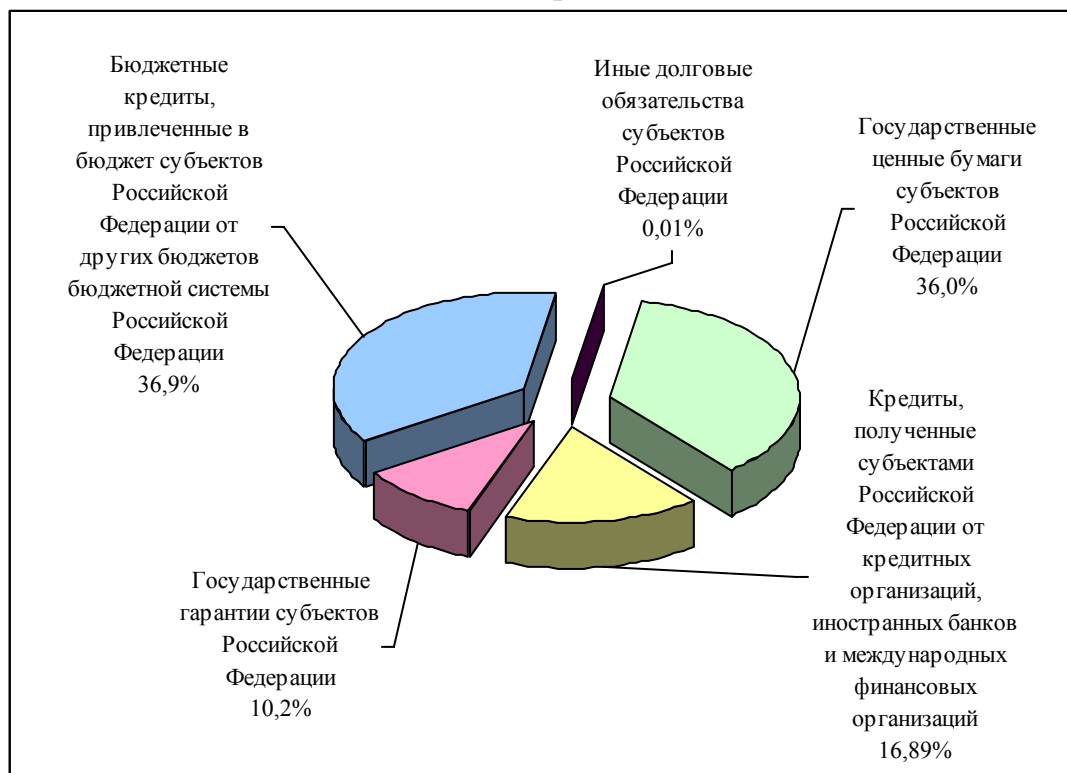
График 16. Государственный долг субъектов Российской Федерации, млрд. руб.



За последние два года наблюдалось существенное изменение структуры государственного долга субъектов Российской Федерации в сторону увеличения доли обязательств по привлеченным бюджетным кредитам от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации. Соответственно, доля рыночного долга снижалась. Так, по состоянию на 1 июня 2011 г. (График 17) доля бюджетных кредитов в структуре долга достигла почти 37%, увеличившись по сравнению с началом 2009 года более чем в 5 раз и в значительной степени заместив задолженность по ценным бумагам (снижение

на 8,7%), банковским кредитам (снижение на 11%) и государственными гарантиями субъектов (снижение на 10,3%).

График 17. Структура государственного долга субъектов Российской Федерации



Указанные изменения явились следствием сознательной государственной антикризисной политики в сфере межбюджетных отношений: в условиях сокращения доходов субъектов и ограниченного доступа к рыночным ресурсам наращивание объемов льготного кредитования из федерального бюджета было оправдано и позволило стабилизировать ситуацию с региональными бюджетами.

В предстоящий период политика в сфере межбюджетных отношений претерпит кардинальные изменения. Объем кредитования региональных бюджетов из федерального бюджета будет существенно сокращен с перспективой получения субъектами бюджетных кредитов только в связи с чрезвычайными ситуациями. В частности, в предстоящий период планируется сократить объемы бюджетных кредитов регионам более чем в 6 раз:

с 128,6 млрд. руб. в 2011 году до 20,0 млрд. руб. в 2014 году. С 2012 года не планируется предоставление бюджетных кредитов на строительство, реконструкцию, капитальный ремонт, ремонт и содержание автомобильных дорог общего пользования.

В результате, в предстоящем периоде потребности субъектов Российской Федерации в рыночных заемных ресурсах будут объективно возрастать. Данное обстоятельство, с одной стороны, налагает на субъекты повышенные требования к соблюдению благоприятных показателей платежеспособности, а с другой – создает условия для конкуренции на внутреннем долговом рынке за заемные ресурсы. Этот фактор станет дополнительным стимулом, обуславливающим необходимость скорейшей реализации мер по повышению емкости и ликвидности этого рынка.

С 1 января 2011 г. вступили в силу нормы Бюджетного кодекса Российской Федерации, предоставляющие право субъектам возобновить практику внешних заимствований в целях финансирования дефицита бюджета и погашения внешнего долга. Однако это не затронет те субъекты, у которых расчетная доля межбюджетных трансфертов из федерального бюджета (за исключением субвенций) в течение двух из трех последних отчетных лет превышала 5% объема собственных доходов консолидированного бюджета и которые вправе осуществлять внешние заимствования только для погашения внешнего долга. Еще одно ограничение состоит в том, что субъекты вправе осуществлять внешние облигационные займы при условии получения рейтингов от не менее чем двух ведущих международных рейтинговых агентств.

Исходя из предусмотренных Бюджетным кодексом ограничений, потенциально в текущем году возможен выход на международный рынок капитала только 6-ти субъектов. При этом для пяти из них (г. Москва, г. Санкт-Петербург, Тюменская область, Ханты-Мансийский автономный округ – Югра и Ямало-Ненецкий автономный округ) речь идет о финансировании дефицита бюджета и погашении накопленных долговых обязательств, а для

одного (Республика Башкортостан) – о рефинансировании внешнего долга. При этом возможный объем внешних заимствований этих субъектов не превысит 198 млрд. руб.

В целом, предстоящий период потребует повышенного внимания к ситуации в сфере государственного долга субъектов Российской Федерации.

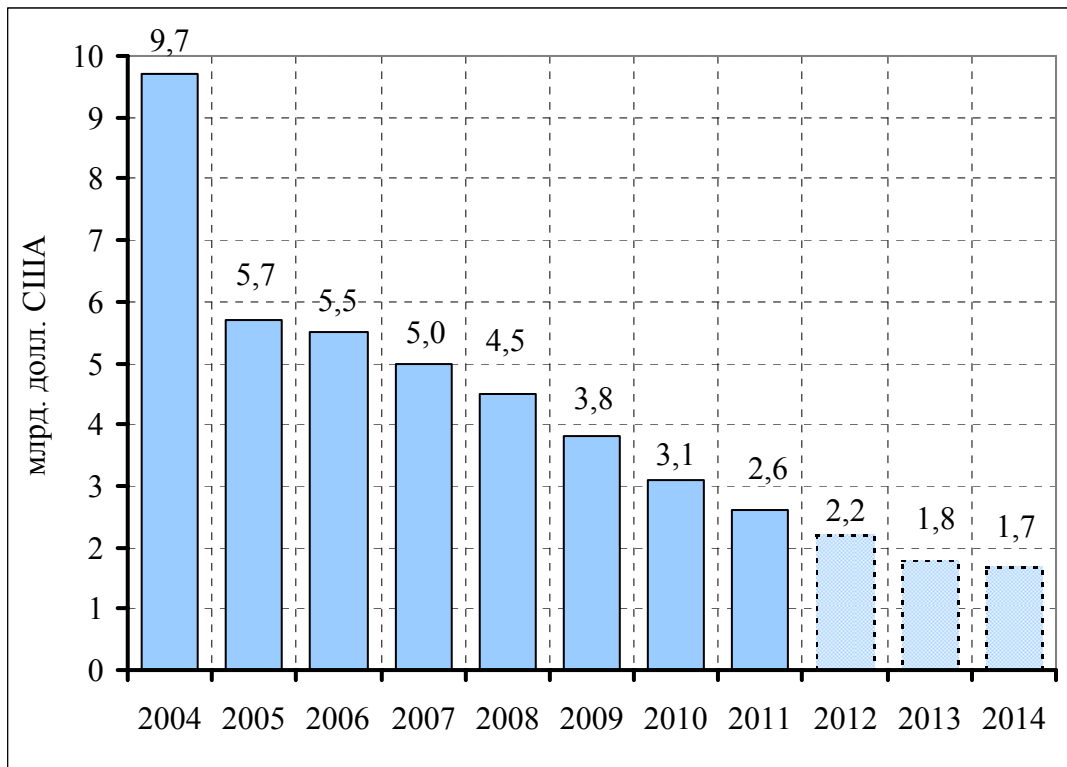
2.5. Взаимодействие с многосторонними банками развития

Начиная с 2002 г., Российская Федерация отказалась от привлечения финансовых (бюджетозамещающих) займов международных финансовых организаций (МФО), сосредоточившись на совместной с многосторонними банками развития (МБР) реализации проектов в приоритетных сферах и отраслях российской экономики. Основа взаимодействия – инвестиционные займы со значительной долей российского софинансирования.

За прошедший период доля обязательств по кредитам МФО в структуре государственного долга Российской Федерации последовательно снижалась, достигнув, по состоянию на 1 июня 2011 г 1,8% (80,4 млрд. руб. или 2,6 млрд. долл. США) (График 18). В составе привлекаемых Российской Федерацией заемных средств на кредиты МФО приходится не более 0,4%. В период 2012-2014 гг. объем таких заимствований будет оставаться на незначительном уровне, не превышая в среднем 300 млн. долл. США в год.

Помимо сокращения объемов заимствований у МБР особенностью текущего взаимодействия Российской Федерации с этими институтами является значительное увеличение доли российского софинансирования совместных проектов. Так, за период 2005-2011 гг. первоначально согласованные в соглашениях о займах объемы бюджетного софинансирования были пересмотрены в сторону увеличения, в среднем на 50%. В отдельных случаях объемы российского софинансирования возросли в 2-6 раз.

График 18. Государственный долг Российской Федерации по кредитам (займам) многосторонних банков развития, млрд. долл. США



В настоящее время в рамках соглашений о займах с Международным банком реконструкции и развития (МБРР), Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР) и Северным инвестиционным банком (СИБ) реализуется 12 проектов на общую сумму 2,3 млрд. долл. США. Они направлены на решение задач в области модернизации казначейской системы Российской Федерации, информационной системы таможенных органов, модернизации и технического перевооружения учреждений и организаций Росгидромета, реформирования жилищно-коммунального хозяйства г. Калининград, развития систем государственной регистрации прав на недвижимость и государственной статистики, поддержки судебной реформы, экономического развития г. Санкт-Петербурга, сохранения и использования культурного наследия России и др. Кроме того, в 2011 г. в развитие выдвинутой Россией в рамках представительства в «Группе восьми» международной инициативы подписано соглашение с МБРР о займе на реализацию проекта в сумме 113 млн. долл. США по содействию повышению уровня финансовой грамотности населения и развитию финансового образования в Российской Федерации.

Только по двум из указанных проектов (менее 10% привлекаемых у МБР ресурсов) средства займов предоставляются внутренним заемщикам на срочной, платной и возвратной основе в качестве субзаймов. По всем остальным кредитам получателями средств являются федеральные органы исполнительной власти. В период 2012-2014 гг. общий объем заимствований России у МБР может составить до 900 млн. долл. США. При этом уже в 2014 году предоставление бюджетных кредитов за счет средств МБР не предусматривается.

Получение суверенных займов у МБР в планируемых объемах признается целесообразным при наличии у этого источника финансирования следующих сравнительных преимуществ:

- возможность привлечения экспертно-аналитического содействия ведущих специалистов в вопросах реформирования системы государственного управления, реализации крупных инфраструктурных и других проектов государственного значения;
- обеспечение международной сертификации проектов: участие МБР подтверждает соответствие проектов международным стандартам;
- прозрачность правил и процедур реализации, что способствует росту доверия частного сектора, стимулирует привлечение частных инвестиций;
- возможность получения дополнительного финансирования, в т.ч. грантового, за счет участия в донорских программах МБР;
- гибкий подход при определении соотношения объемов заемных средств МБР и российского софинансирования;
- низкая стоимость займов МБР.

С учетом изложенного, в предстоящий период сотрудничество с МБР будет продолжено, в том числе в форме привлечения ограниченных по объему заемных средств, на основе следующих подходов:

- 1) преимущественное финансирование совместных с МБР проектов из федерального бюджета с соответствующим сокращением доли заемного финансирования; минимальные заимствования привлекаются у МБР лишь в

случаях, когда использование займов является необходимым и обязательным условием участия МБР в проектах в силу положений устава, утвержденных принципов работы МБР, а реализация проекта признается целесообразной;

2) реализация новых проектов в сферах государственного управления, охраны окружающей среды, повышения энергетической эффективности, развития финансового рынка и рынка микрофинансовых услуг, поддержки региональных местных инициатив, совершенствования национальной системы гидрометеорологии, развития особых экономических зон, физической культуры и спорта социально незащищенных групп населения, развития лесного хозяйства; выбор конкретного инструмента сотрудничества с МБР, а также определение доли российского софинансирования осуществляется индивидуально по каждому проекту;

3) использование практики предоставления государственных гарантий Российской Федерации по проектам, реализуемым с участием МБР;

4) расширение участия Российской Федерации в различных инициативах МБР, в том числе фондах технического содействия, фондах прямых инвестиций и других инструментах сотрудничества;

5) содействие увеличению портфеля проектов, реализуемых Международной финансовой корпорацией (МФК), Многосторонним агентством гарантирования инвестиций (МАГИ), Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР), Черноморским банком торговли и развития (ЧБТР), Евразийским банком развития (ЕАБР) в Российской Федерации без финансовых обязательств со стороны Российской Федерации;

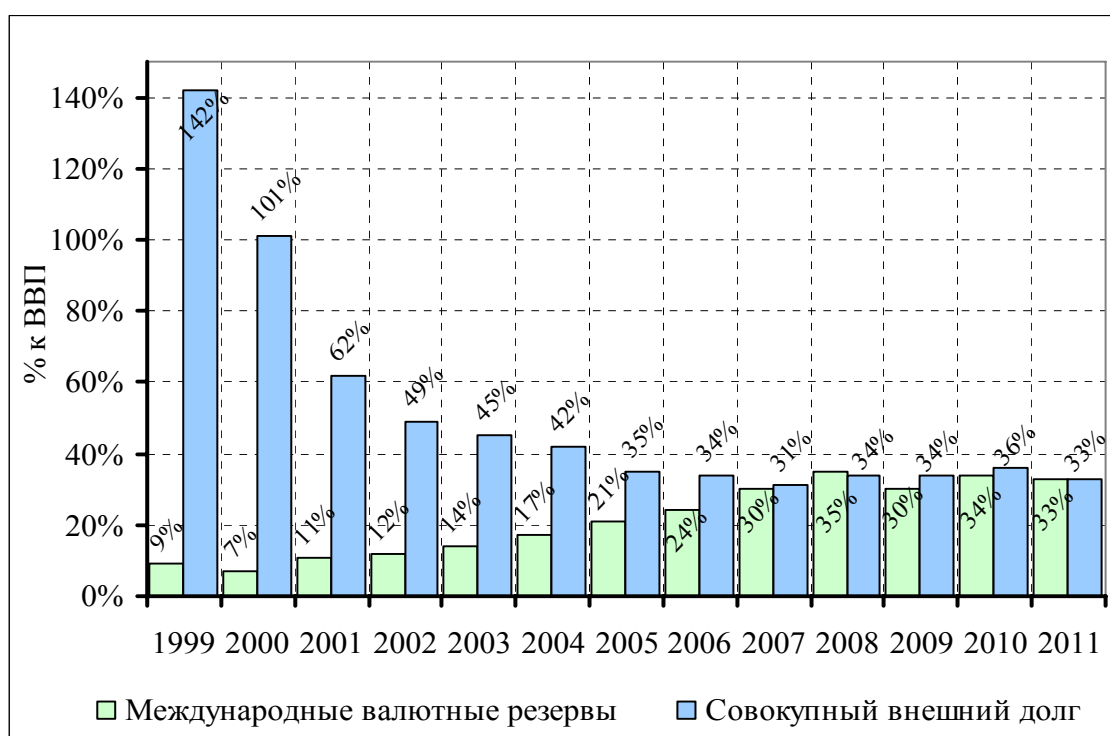
6) активное участие Российской Федерации как акционера в деятельности МБР, направленное на обеспечение эффективного использования потенциала международных финансовых институтов в интересах Российской Федерации.

2.6. Мониторинг внешних долговых обязательств корпоративного сектора

В 2009-2010 гг. внешний корпоративный долг России сократился на 5,8 млрд. долл.США (на 1,3%) и к середине 2011 г. составил 485,6 млрд. долл.

США, что соответствует 25% ВВП. По состоянию на 1 июля 2011 г., совокупный (т.е. государственный и корпоративный) внешний долг страны составил 532,2 млрд. долл. США или 28% ВВП. При этом международные валютные резервы России (524,5 млрд. долл. США) на 98% покрывали объем этого долга (График 19).

График 19. Международные валютные резервы и внешний долг Российской Федерации, в % к ВВП



Один из общих принципов долговой политики Российской Федерации состоит в том, чтобы государственные заимствования не подрывали способности других российских заемщиков привлекать финансирование на внешнем и внутреннем рынках. Более того, в последние годы государство стремилось создавать благоприятные условия для банков и корпораций страны, в частности, за счет формирования репрезентативной шкалы доходности российского суверенного долга по всем срокам заимствований и, таким образом, создания условий для адекватного ценообразования по долговым инструментам всех российских заемщиков.

Вместе с тем, бремя долговой нагрузки, приходящейся на корпоративный сектор, диктует необходимость повышенного внимания финансовых властей к сфере корпоративных заимствований. В 2012-2014 гг. будет продолжено решение задачи по совершенствованию системы мониторинга внешнего долга банков и корпораций, в том числе с целью создания механизма оперативного влияния на их заемную политику, особенно предприятий с крупной долей государственного участия. В качестве одного из элементов решения данной задачи, а также в соответствии с требованием Федерального закона № 7-ФЗ от 12 января 1996 г. «О некоммерческих организациях» (с учетом изменений от 29 декабря 2010 г.) планируется принятие постановления Правительства Российской Федерации, устанавливающего порядок принятия государственными корпорациями решений о заимствованиях в иностранной валюте.

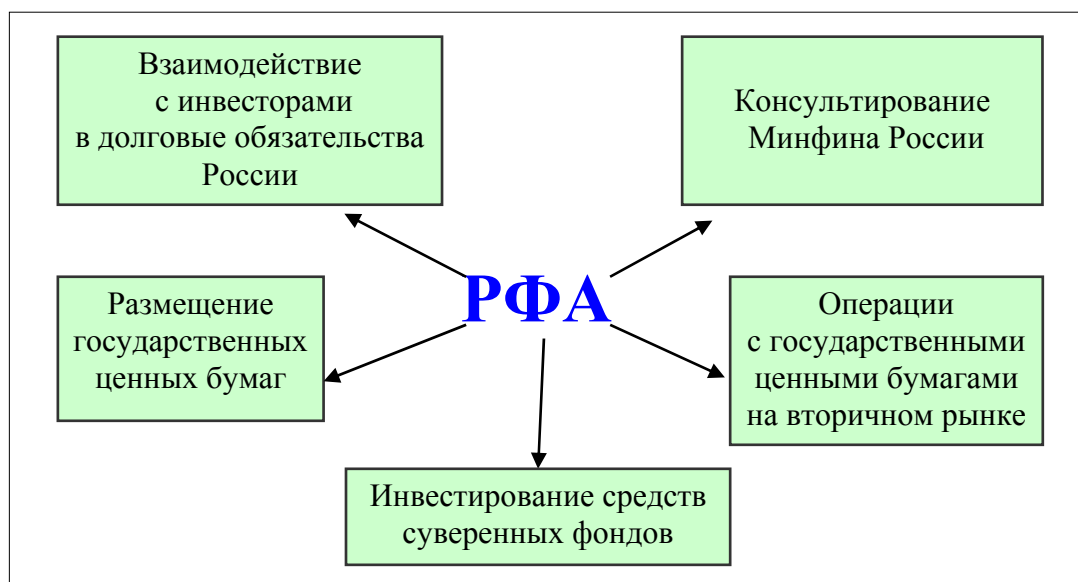
2.7. Переход к активному управлению государственным долгом

Эффективное решение задачи по минимизации постоянно растущих расходов, направляемых на погашение и обслуживание государственного долга, а также расходов по управлению присущими суверенным долговым обязательствам рисками диктует необходимость перехода к практике применения так называемых активных операций с государственным долгом. Их главное содержание состоит в целенаправленном воздействии на структуру задолженности (по срокам, используемым валютам и инструментам, процентным ставкам и т.п.).

Опыт ряда зарубежных стран показывает, что в данном контексте ключевое значение имеет создание подконтрольного государству специализированного рыночного института, обладающего необходимым набором полномочий и кадровым потенциалом. Применительно к нашей стране речь идет об ОАО «Российское финансовое агентство» (РФА), политическое решение о создании которого было принято еще в 2008 г. Данному институту

отводится, с одной стороны, роль «фронт-офиса», отвечающего за взаимодействие с инвесторами и другими участниками финансовых рынков. Его деятельность будет призвана формировать и поддерживать адекватное восприятие инвестиционным сообществом кредитного риска России. С другой стороны, в перспективе к РФА перейдут функции основного консультанта Минфина России по вопросам оптимизации структуры и снижению расходов по погашению и обслуживанию государственного долга, минимизации процентных и валютных рисков федерального бюджета.

График 20. Функции Российского финансового агентства



Планируется, что РФА будет осуществлять от имени Российской Федерации внутренние и внешние государственные заимствования, то есть размещать государственные ценные бумаги, а также проводить операции с данными ценными бумагами на вторичном рынке с целью оптимизации структуры государственного долгового портфеля. По мере создания необходимых предпосылок и условий, РФА будет инвестировать часть средств российских суверенных фондов (График 20).

В случае принятия разработанного Минфином России соответствующего законопроекта в предстоящем периоде такой институт будет учрежден Правительством Российской Федерации и начнет развертывание своей деятельности.

2.8. О компенсационных выплатах по «дореформенным» сбережениям граждан

Самостоятельную проблему текущей долговой политики представляет собой вопрос о компенсационных выплатах по «дореформенным» сбережениям граждан, обеспечение выполнения обязательств по которым осуществляется за счет источников финансирования дефицита федерального бюджета, а именно за счет государственных внутренних заимствований. За последнее десятилетие сумма денежных средств, направляемых на эти цели, выросла более чем в 9 раз: с 12 млрд. руб. в 2001 году до 115 млрд. руб. в 2010 году. В 2011 году и в плановом периоде на компенсационные выплаты планируется направлять по 50 млрд. руб. ежегодно.

Действующей нормативной базой, формируемой рядом законодательных актов, принятых в середине 1990-х годов, предусматривается полная компенсация всех потерь вкладчиков, то есть восстановление покупательной способности их сбережений до уровня, соответствующего покупательной способности денег в 1990-1991 годах. При этом, однако, в этих актах проблема нахождения источников финансирования соответствующих бюджетных расходов не решена. Между тем, Федеральным законом от 10 мая 1995 г. № 73-ФЗ «О восстановлении и защите сбережений граждан Российской Федерации» предполагается осуществить переоформление дореформенных сбережений граждан в целевые долговые обязательства, имеющие статус государственных ценных бумаг и выпускаемые на весь объем гарантированных сбережений. Возникающий в результате государственный внутренний долг оценивается, по состоянию на начало 2011 года, в 25(!) трлн. руб.

Очевидно, что практическая реализация данной концепции восстановления сбережений граждан накладывает на федеральный бюджет

непомерные обязательства. Если это произойдет в действительности, то государство лишится возможности в течение длительного времени осуществлять финансирование иных расходов. Очевидно, что выпуск на финансовые рынки государственных ценных бумаг в таком объеме невозможен, и по другим причинам.

В соответствии с постановлением Государственной думы Федерального Собрания Российской Федерации от 27 января 2010 г. № 3125-5 ГД создана рабочая группа по совершенствованию законодательства в сфере восстановления и защиты сбережений россиян. В состав этой группы входят представители заинтересованных органов исполнительной и законодательной власти, а также ряда профессиональных организаций. Однако еще до завершения ее работы важно определиться на законодательном уровне с концептуальным подходом к решению проблемы компенсации «дореформенных» вкладов. Очевидно, соответствующую компенсацию надо осуществить, исходя из посильного для федерального бюджета коэффициента такой компенсации, а также ограничения роста государственного долга.

Заключение

Вне зависимости от макроэкономических сценариев и конъюнктуры рынков капитала в предстоящий период государственная долговая политика будет направлена на обеспечение способности Российской Федерации осуществлять заимствования в объемах, необходимых для решения поставленных социально-экономических задач, и на условиях, приемлемых для нашей страны как надежного суверенного заемщика. Решению этой задачи будет способствовать регулярное присутствие России на рынках капитала, прозрачная и последовательная аукционная политика, постоянное и эффективное информационное взаимодействие с инвестиционным сообществом, последовательное расширение круга инвесторов, заинтересованных в размещении средств в государственные ценные бумаги Российской Федерации.

Фактический объем государственных заимствований будет определяться результатами исполнения федерального бюджета и конъюнктурой внутреннего и внешнего рынков. Накопленный объем долговых обязательств перед национальными и зарубежными кредиторами будет находиться в пределах, исключающих значимое ухудшение долговой устойчивости Российской Федерации. Долговая политика будет направлена на повышение кредитных рейтингов нашей страны и обеспечение безусловной платежеспособности.