

Министерство финансов Российской Федерации

**Рекомендации по проведению субъектами Российской Федерации
ответственной заемной/долговой политики**

2015 г.

Оглавление

Введение	3
1. Понятие управления государственным долгом.....	3
2. Цели управления государственным долгом.....	7
3. Разработка и проведение заемной/долговой политики субъекта Российской Федерации	9
4. Риски заемной/долговой политики	10
4.1. Основные виды рисков	10
4.2. Идентификация и количественная оценка рисков	15
4.3. Управление рисками	17
4.4. Бюджетные кредиты как антикризисный инструмент федерального правительства	22
5. Управление условными обязательствами (государственными гарантиями).....	24
6. Раскрытие информации о проводимой заемной/долговой политике	26
6.1. Поддержание диалога с инвестиционным сообществом и рейтинговыми агентствами.....	26
6.2. Требования и подходы к поддержанию официального сайта региона ..	27
Заключение	28

Введение

Текущее – декабрь 2015 г. - состояние государственного долга субъектов Российской Федерации характеризуется значительным объемом накопленных обязательств, приближающимся у отдельных регионов к объему их годовых доходов, неравномерностью графика погашения, наличием значительного объема обязательств перед Российской Федерацией (федеральным бюджетом) и существенной долей краткосрочных обязательств. Данные «перекосы» в структуре задолженности, с одной стороны, свидетельствуют о просчетах в проведении заемной политики, а с другой – говорят о необходимости разработки и реализации комплекса мер, направленных на повышение ответственности субъектов в части проведения «разумной» заемной/долговой политики.

Эффективное управление госдолгом, исключаящее, в частности, появление указанных «перекосов», основывается на установлении четких целей управления обязательствами, соотнесении рисков и стоимости государственных заимствований, мониторинге и управлении рисками, связанными с объемом, структурой и графиком платежей по накопленному долгу, создании предпосылок для обеспечения постоянного доступа субъекта к рынку заемного капитала.

Настоящие рекомендации разработаны с учетом Основных направлений государственной долговой политики Российской Федерации, лучшей мировой практики и рекомендаций международных финансовых институтов.

1. Понятие управления государственным долгом

Управление государственным долгом – деятельность уполномоченных органов государственной власти, направленная на обеспечение потребностей публично-правового образования в заемном финансировании, своевременное и полное исполнение долговых обязательств при минимизации расходов по долгу, поддержание объема и структуры обязательств, исключаящих их неисполнение, включая реструктуризацию.

В широком смысле управление государственным долгом – это процесс выработки и реализации комплекса мер, направленных на привлечение необходимых для развития региона заемных ресурсов, при поддержании приемлемых уровней риска и стоимости заимствований.

Осуществляя управление долгом, исполнительным органам государственной власти субъектов Российской Федерации необходимо стремиться к тому, чтобы сумма накопленной задолженности, темпы ее роста и структура не снижали уровня кредитоспособности (платежеспособности) региона и возможности его властей обеспечить социально-экономическое развитие субъекта.

Управление госдолгом охватывает следующие взаимосвязанные направления деятельности:

- (1) бюджетное планирование объема госдолга и расходов на его обслуживание;
- (2) осуществление заимствований и проведение операций с долговыми обязательствами, направленных на оптимизацию структуры госдолга (снижение рисков по долгу) и сокращение расходов на его обслуживание;
- (3) организация учета долговых обязательств и операций с долгом, исполнение долговых обязательств в соответствии с платежным графиком;
- (4) поддержание постоянного диалога с инвестиционным сообществом, реализация комплекса мер по развитию рынка субфедерального долга.

На этапе планирования управляющие госдолгом определяют объемы, сроки и формы предстоящих заимствований. Основная цель, достигаемая на этом этапе - учет влияния новых заимствований на структуру накопленного долга, а также оценка перспектив своевременного исполнения ранее принятых субъектом долговых обязательств. Исходными данными для решения этих задач являются:

- плановые показатели объемов доходов, расходов и дефицита бюджета;
- объем, структура, стоимость обслуживания и график погашения долга;
- текущая и прогнозируемая конъюнктура финансового (долгового) рынка, определяющая стоимость привлечения заемных средств.

Результаты планирования отражаются в программах государственных заимствований и предоставления государственных гарантий, утверждаемых в составе закона о бюджете субъекта.

Целью этапа «привлечение заемных ресурсов» является выбор конкретных инструментов заимствований, определение наиболее благоприятных моментов для выхода на рынок для привлечения заемных ресурсов, непосредственное осуществление заимствований. На данном этапе решается задача оптимизации т.н. источников заемного финансирования (кредиты коммерческих банков, облигационный рынок и пр.), а также анализируются риски и фиксируется «стоимость» заимствований.

Этап «активное управление долгом» предполагает разработку и реализацию комплекса мер по минимизации рисков по государственному долгу и стоимости его обслуживания, исходя из заданного (признанного как приемлемый) уровня риска. На данном этапе могут осуществляться различные действия с долговыми обязательствами (выкуп, обмен, досрочное погашение), основанные на анализе конъюнктуры долгового рынка, показателей исполнения бюджета, стресс-тестировании устойчивости долгового портфеля к неблагоприятным изменениям макроэкономической ситуации.

На этапе «обслуживание и погашение долга» осуществляются денежные переводы в сроки и объемах, обеспечивающих полное и своевременное исполнение долговых обязательств. Успешное прохождение данного этапа предполагает накопление и использование субъектом ликвидных ресурсов (средств).

В целях уменьшения затрат и рисков в средне- и долгосрочной перспективе управляющие долгом принимают меры, направленные на то, чтобы заявленная ими стратегия и проводимые операции способствовали бы

становлению и развитию локального рынка квази-суверенных (государственных) ценных бумаг. Наличие развитого рынка субфедерального долга позволяет субъекту проводить относительно независимую заемную политику, а также сводит к минимуму потребность в обращении к средствам федерального бюджета за финансированием текущих расходов. Развитый внутренний облигационный рынок позволяет дополнить или заместить банковское финансирование, тем самым способствуя смягчению неблагоприятного воздействия внешних факторов на способность субъекта исполнять бюджетные обязательства. Содействие развитию емкого и ликвидного национального рынка государственных ценных бумаг способствует снижению стоимости обслуживания долга в средне- и долгосрочной перспективе.

Таким образом, эффективная стратегия управления долгом не может не предусматривать развитие средне- и долгосрочного сегментов рынка субфедеральных (муниципальных) долговых обязательств в национальной валюте.

Решение перечисленных выше задач требует разработки комплекса мер по управлению госдолгом, включающего следующие основные составляющие:

- планирование заимствований и ассигнований на платежи по долгу в соответствии с бюджетной политикой субъекта;
- контроль и оценка рисков, возникающих в сфере долговых обязательств;
- активные операции с долговыми обязательствами в целях снижения расходов по долгу, совершенствования структуры долга, развития вторичного рынка долговых инструментов субъекта;
- текущий учет государственного долга;
- установление и поддержание эффективного диалога с инвестиционным сообществом, содействие развитию национального рынка субфедерального (муниципального) долга.

2. Цели управления государственным долгом

Для снижения рисков принятия необоснованных решений в ходе управления госдолгом, а также уменьшения степени неопределенности для инвесторов (кредиторов) в отношении планов и будущих действий заемщика важно четко сформулировать и публично зафиксировать средне- и долгосрочные цели управления долгом. Наличие подобных целей позволяет избегать принятия ошибочных решений, особенно в периоды рыночной нестабильности, и тем самым уменьшает риски, связанные, например, с формированием несбалансированной (по срокам, по инструментам и пр.) структуры долговых обязательств, и сдерживает рост стоимости государственных заимствований.

Цели, задачи и инструменты долговой политики отражаются в специально разрабатываемом стратегическом документе регионального уровня. Это могут быть т.н. «Основные направления государственной долговой политики ...» (далее следует наименование субъекта). Данный документ подлежит утверждению региональным правительством. С определенной периодичностью (желательно, не реже одного раза в год) документ актуализируется, причем с учетом как финансового состояния субъекта, так и ориентиров, заложенных в Основных направлениях государственной долговой политики Российской Федерации. «Основные направления государственной долговой политики...» - публично доступный документ.

Как правило, **цели управления государственным долгом субъекта** состоят в следующем: обеспечение потребностей в заемном финансировании, своевременное исполнение долговых обязательств при минимизации расходов на обслуживание госдолга, поддержание объема и структуры госдолга, исключая неисполнение долговых обязательств, развитие рынка субфедеральных долговых обязательств.

Как правило, управляющий долгом ориентирует свою деятельность на обеспечение способности региона исполнять свои долговые обязательства в условиях любой, в том числе самой неблагоприятной, макроэкономической и

бюджетной ситуации, резкого ухудшения конъюнктуры на финансовом рынке. При этом особое внимание уделяется осмотрительному управлению рисками, связанными с заимствованиями и госдолгом, формированию низкорискованной структуры долга, поскольку недостижение этих целей чревато тяжелыми последствиями в виде дефолта по государственному долгу, сопровождающегося и значительными по масштабам сопутствующими потерями и издержками: снижение доверия к заемщику, утрата способности осуществлять заимствования на благоприятных условиях, негативные социально-экономические последствия.

Еще одна цель управления госдолгом состоит в том, чтобы его уровень (по отношению к ВРП) и темпы роста не подрывали способность региона обслуживать задолженность при самых разных обстоятельствах, включая кризисные явления в экономике и на финансовых рынках. Следует также стараться минимизировать в средне- и долгосрочной перспективе стоимость обслуживания долга, имея ввиду, что некоторые операции, формально нацеленные на уменьшение расходов по обслуживанию долга (например, привлечение краткосрочных ресурсов вместо средне- и долгосрочных), сопряжены со значительными рисками для заемщика, поскольку могут ограничить его способность погашать или рефинансировать задолженность.

Особое место при определении целей управления госдолгом занимает мониторинг и оценка потенциальных рисков, возникающих при предоставлении государственных гарантий субъекта. В соответствии с Бюджетным кодексом Российской Федерации такие гарантии учитываются в составе государственного долга субъекта, то есть непосредственно влияют на оценку кредиторами/инвесторами долговой устойчивости региона со всеми вытекающими отсюда последствиями.

Немаловажное значение имеет и учет «настроений» и практик других, прежде всего, корпоративных заемщиков (эмитентов). В идеале речь может идти о координации графиков размещения облигаций субъектами, муниципальными образованиями и крупными региональными компаниями

(банками). Как минимум, желательна диверсификация по времени предложения новых выпусков облигаций.

3. Разработка и проведение заемной/долговой политики субъекта Российской Федерации

Долговая политика субъекта является производной от бюджетной политики, формируемой на базе прогноза социально-экономического развития субъекта на очередной финансовый год и плановый период. По этой причине ее содержание определяется текущими особенностями развития экономики региона и Российской Федерации в целом. При разработке долговой политики субъекта анализируются и учитываются факторы, влияющие на размер дефицита регионального бюджета и, следовательно, на потребность региона в заемном финансировании.

Замедление темпов экономического роста неизбежно ведет к сокращению доходов бюджета при сохранении обязательств субъекта в части выполнения социальных расходов. Это приводит к увеличению дефицита бюджета и необходимости определения и использования альтернативных источников его финансирования. Так, в консолидированных бюджетах субъектов существенную долю доходов составляют поступления по налогу на прибыль, динамика которых имеет высокую корреляцию с темпами роста как ВВП, так и ВРП.

Таким образом, стратегию управления госдолгом необходимо строить как с учетом различных сценариев развития экономики региона и ситуации на финансовом (долговом) рынке, так и оценки ожидаемого объема расходов на обслуживание госдолга и изменений значений долговых показателей. В условиях дестабилизации финансового рынка, когда наблюдается резкий рост процентных ставок, может быть применена и альтернативная краткосрочная стратегия привлечения финансирования за счет заимствований на менее длительные сроки.

4. Риски заемной/долговой политики

4.1. Основные виды рисков

Осуществляя операции по управлению госдолгом, субъекты Российской Федерации сталкиваются с несколькими рисками. Глубокое понимание их содержания, а также владение навыками управления ими способно уберечь регионы от «скатывания» в состояние долговой неустойчивости.

Риск рефинансирования – вероятность того, что заемщик не сможет осуществить на приемлемых условиях новые заимствования для погашения накопленного долга и в результате будет вынужден использовать доходы бюджета для исполнения долговых обязательств. Значительная доля краткосрочных обязательств в структуре задолженности или неравномерный график погашения значительно повышают указанный риск. В той степени, в которой данный риск ограничивается риском не осуществить заимствования по приемлемым процентным ставкам, его можно считать разновидностью процентного риска.

Высокая волатильность процентных ставок также вынуждает субъекты Российской Федерации тщательно анализировать перспективы рефинансирования имеющихся обязательств, поскольку, планируя осуществить новые заимствования, заемщик может столкнуться с ситуацией, когда кредиторы (коммерческие банки, инвесторы) будут не готовы предоставить новые кредиты (не покупать облигации новых выпусков). Как правило, такая ситуация возникает тогда, когда предлагаемые субъектом условия привлечения заемных средств не соответствуют рыночной конъюнктуре и кредитному риску заемщика.

Кроме того, риск рефинансирования тесно связан с выбором заемщиком инструмента заимствования, так как нередко субъекты ориентируются главным образом на текущую стоимость привлекаемых заемных средств. Как результат - недооценка заемщиками риска рефинансирования из-за существенной доли краткосрочного долга в общем объеме долговых обязательств субъектов. В 2007-2009 гг. многими заемщиками проводилась именно такая

высокорискованная политика. Привлечение краткосрочных заимствований мотивировалось стремлением осуществить привлечение заемных средств по более низким процентным ставкам. Прямым результатом такой политики стал быстрый рост расходов на обслуживание госдолга, так как в самый тяжелый период финансового кризиса (конец 2008 г. – начало 2009 г.) процентные ставки резко возросли.

Наконец, последнее, что необходимо учитывать в контексте рассматриваемого вопроса. В целях оценки риска рефинансирования крайне важно на постоянной основе осуществлять мониторинг конъюнктуры долгового рынка, «накладывая» складывающиеся на нем тенденции на график погашения накопленных долговых обязательств.

Процентный риск – вероятность увеличения суммы расходов бюджета субъекта на обслуживание долга вследствие увеличения процентных ставок. Динамика последних непосредственно влияет на стоимость обслуживания как накопленного долга, так и новых заимствований, осуществляемых и в целях рефинансирования долговых обязательств и/или связанных с финансированием дефицита бюджета. Дополнительный риск возникает в том случае, если значительная часть задолженности обслуживается по переменной процентной ставке. Как следствие, краткосрочные долговые обязательства или обязательства с переменной ставкой должны рассматриваться как более рискованные, чем долгосрочные обязательства с фиксированной ставкой.

При управлении процентным риском важно учитывать следующее.

Осуществление заимствований в форме обязательств с переменной ставкой, в принципе, позволяет снизить риск рефинансирования. Однако, с другой стороны, значительная доля обязательств с переменной ставкой в общем объеме долга формирует высокий процентный риск для заемщика. Таким образом, при осуществлении заимствований в форме обязательств с переменной ставкой заемщикам следует исходить из необходимости сохранять такую структуру совокупного портфеля обязательств, которая позволяла бы поддерживать процентный риск на приемлемом уровне.

Важной характеристикой инструментов с переменной процентной ставкой является также периодичность установления новых значений этой ставки (частота процентных выплат). В условиях, когда управляющим госдолгом необходимо планировать бюджетные ассигнования на обслуживание долговых обязательств на ежегодной основе, для заемщиков предпочтительны инструменты с менее частой периодичностью выплат. Такие инструменты позволяют снизить волатильность расходов на обслуживание госдолга в течение финансового года.

Показателями, позволяющими оценивать процентный риск заемщика, являются дюрация портфеля долговых обязательств, доля обязательств с переменной ставкой в общем объеме долга, а также периодичность установления новых значений переменной процентной ставки для данной категории долговых обязательств.

Валютный риск – вероятность повышения стоимости обслуживания долга из-за изменения валютного курса рубля. Такая ситуация возникает там и тогда, где и когда у субъекта имеются долговые обязательства, номинированные в иностранной валюте (или индексируемые к иностранной валюте).

При осуществлении заимствований в иностранной валюте Российская Федерация решает особые задачи, характерные исключительно для суверенного заемщика. Речь, прежде всего, идет об установлении целевых ориентиров по стоимости заимствований в иностранной валюте для корпоративных эмитентов. Что же касается валютных заимствований субъектов, то опыт прошлых лет показал, что именно эта сфера требует повышенного внимания федеральных властей. К началу 2000 года в условиях отсутствия законодательных норм по ограничению внешних заимствований субъектов сумма их внешних долговых обязательств достигла критической величины, что потребовало введения моратория на государственные внешние заимствования субъектов. В результате, на более чем десятилетний период был наложен запрет на

использование субъектами кредитов и займов, номинированных в иностранной валюте.

Легко представить себе те последствия, если указанные ограничения не вступили бы в силу. В результате произошедшего в 2014 г. падения курса российского рубля по отношению к резервным валютам, рублевый эквивалент валютных обязательств субъектов увеличился более, чем на 70%. Для многих из субъектов, если не для большинства, бремя обслуживания валютных обязательств стало непосильным. В этой связи в качестве одной из мер антикризисной поддержки региональных бюджетов на федеральном уровне потребовалось принятие решений о заключении субъектами, имеющими валютные долговые обязательства, соглашений, предусматривающих дальнейшее исполнение этих обязательств по среднему номинальному курсу соответствующей иностранной валюты к российскому рублю за 2012-2014 годы. Таким образом, валютный риск, принятый в прошлом субъектами, материализовался в дополнительную нагрузку на федеральный бюджет.

В настоящее время требования к платежеспособности заемщиков, выходящих на международные рынки капитала, установлены на максимально высоком (суверенном) уровне. Согласно нормам Бюджетного кодекса Российской Федерации внешние заимствования могут осуществляться только теми субъектами, которые имеют кредитные рейтинги от не менее чем двух международных рейтинговых агентств не ниже уровня аналогичных рейтингов, присвоенных Российской Федерации.

Операционный риск — вероятность возникновения потерь (убытков) и (или) дополнительных затрат из-за несоответствия лучшим практикам установленных субъектами порядков и процедур совершения заемных/долговых операций и других сделок, а также нарушения сотрудниками бюджетного законодательства, иных правил управления госдолгом, включая некомпетентность или ошибки персонала, сбоев или отказа используемых управляющим госдолгом учетно-расчетных, информационных и иных систем.

Операционный риск присущ всем типам финансовых операций. По этой причине в мировой практике управления государственным долгом вопрос минимизации операционных рисков относится к числу ключевых. Особенно сильно влияние операционного риска на виды деятельности, характеризующиеся значительными объемами, низкой степенью автоматизации, высокой частотой изменений, сложной системой технической поддержки, использованием устаревших информационных систем, оборудования, подходов к управлению.

Как правило, к операционным рискам, возникающим при осуществлении заимствований и управлении госдолгом, относятся:

- вероятность ошибок при разработке внутренних нормативных актов, нечеткие формулировки и некорректное оформление эмиссионной документации, кредитных соглашений и иных документов;

- вероятность человеческих ошибок (неправильная интерпретация поручений, искажения при передаче информации между сотрудниками, просчеты при определении объемов или условий размещения ценных бумаг, задержки в выполнении операций ввиду неоптимальности внутренних процедур и др.);

- вероятность поломок и нарушений в работе технических систем (сбои в электронных системах коммуникации, ошибки в программном обеспечении);

- вероятность нарушений в системе управления и внутреннего контроля (превышение лимитов принимаемых обязательств, осуществление операций с нарушением полномочий, неучет произошедших изменений, ошибки планирования и др.);

- вероятность мошеннических действий сотрудников, в том числе осуществления инсайдерских сделок или иных операций, чреватых нанесением ущерба бюджету субъекта.

В целях противодействия материализации операционного риска управляющие госдолгом полагаются на различные приемы и методы. В их числе, - утверждение квалификационных требований к занятому в сфере

управления государственным долгом персоналу, использование четких положений, регламентов его деятельности, правил контроля за осуществляемыми операциями, эффективных механизмов отчетности.

4.2. Идентификация и количественная оценка рисков

Важнейшая задача управляющего госдолгом - своевременное выявление и оценка рисков, а основной «инструмент» - разработка долговой стратегии, позволяющей как обеспечить привлечение необходимых объемов заемных ресурсов, так и сохранить на приемлемом уровне принимаемые риски долгового портфеля. При этом универсального средства оценки такого уровня не существует. Возможным количественным критерием приемлемого уровня риска может служить предельная сумма дополнительных расходов по погашению и обслуживанию долга, возникающих в связи с материализацией присущих долговому портфелю рисков.

Для измерения рисков портфеля госдолга, корректной оценки стоимости его обслуживания используется система показателей, характеризующих долговую устойчивость региона. В самом общем смысле их набор призван оценить не только общее «долговое бремя», накладываемое на бюджет региона, но и текущую нагрузку, связанную с распределением во времени выплат по долгу.

Бюджетным кодексом Российской Федерации определены два базовых показателя долговой устойчивости:

- (1) отношение объема государственного долга субъекта к общему объему доходов бюджета без учета безвозмездных поступлений;
- (2) доля объема расходов на обслуживание госдолга субъекта в общем объеме расходов бюджета субъекта.

Однако, как показала практика, использование только двух указанных показателей не является достаточным для адекватной оценки долговой устойчивости региона. В дополнение к указанным целесообразно использовать более широкий набор показателей, включая следующие:

- (1) отношение годовой суммы платежей по погашению и обслуживанию государственного долга субъекта к общему объему налоговых, неналоговых доходов регионального бюджета и дотаций из бюджетов других уровней;
- (2) доля краткосрочных обязательств в общем объеме государственного долга субъекта.

Показатель *«отношение объема государственного долга субъекта к общему объему доходов бюджета без учета безвозмездных поступлений»* отражает уровень общей долговой нагрузки на бюджет субъекта и является индикатором, характеризующим возможности субъекта погасить накопленный долг. Бюджетным кодексом Российской Федерации установлено предельное значение данного показателя на уровне 100% (для субъекта с существенной долей дотаций в консолидированном бюджете – 50%). Вместе с тем, субъектам рекомендуется поддерживать значение указанного показателя на уровне не более 50% (25% для высокодотационного субъекта).

Показатель *«доля объема расходов на обслуживание госдолга субъекта в общем объеме расходов бюджета субъекта»* характеризует способность субъекта обслуживать свои долговые обязательства без ущерба для других направлений расходов бюджета. Бюджетным кодексом Российской Федерации пороговое значение указанного показателя установлено на уровне 15%. Однако практика показала, что долговые проблемы у субъектов возникают и при более низких значениях данного показателя. В этой связи регионам рекомендуется ограничивать расходы на обслуживание долга на уровне не более 5% от общего объема расходов.

Показатель *«отношение годовой суммы платежей по погашению и обслуживанию государственного долга субъекта к общему объему налоговых, неналоговых доходов регионального бюджета и дотаций из бюджетов других уровней»* характеризует уровень текущей долговой нагрузки на региональный бюджет. Чем выше этот показатель, тем меньшая доля собственных доходов остается у субъекта для финансирования социально-экономического развития

региона. Рекомендуется придерживаться уровня указанного показателя не более 10-13%.

Показатель «доля краткосрочных обязательств в общем объеме государственного долга субъекта Российской Федерации» характеризует степень подверженности долгового портфеля риску рефинансирования. Рекомендуется ограничивать долю таких обязательств на уровне не выше 15%.

Вместе с тем, следует учитывать, что использование лишь отдельно взятых показателей долговой устойчивости не позволит субъекту дать адекватную оценку состояния собственной долговой устойчивости. Опасные значения по одним из показателей могут сочетаться с вполне удовлетворительными по другим. В этой связи при оценке состояния долговой устойчивости необходимо оперировать всей совокупностью рекомендуемых показателей. При этом перечисленный их набор может дополняться иными индикаторами, применение которых, по мнению управляющего, оправдано в конкретных макроэкономических и социальных условиях.

4.3. Управление рисками

В общем виде, деятельность управляющего рисками всегда ориентирована на минимизацию возможных издержек, возникающих при их материализации. По этой причине риски, присущие государственному долгу, подлежат тщательному контролю и оценке. В идеале, такие риски необходимо «устранять», например, путем изменения структуры долга. Однако на практике это сделать крайне трудно и зачастую невозможно из-за связанных с такими операциями издержек.

Как следствие, выявление рисков, оценка их величины, определение оптимального баланса «затраты / риски» и разработка предпочтительной стратегии управления рисками – важнейшие задачи управляющих долгом. В целях эффективного их решения учитываются финансовые, макроэкономические и бюджетные прогнозы, соотносимые с графиком предстоящих платежей по погашению и обслуживанию госдолга.

Для оценки степени подверженности накопленного долга рыночному риску, понимаемому как потенциальный рост бюджетных затрат на обслуживание долга, обусловленный действием различных рыночных факторов (отклонениями процентных ставок, обменных курсов и др.), целесообразно регулярно проводить стресс-тесты портфеля государственных долговых обязательств. Их цель - оценка способности регионального бюджета «противостоять» потенциальным экономическим и/или финансовым шокам. Как правило, такая оценка проводится путем построения различных финансово-экономических моделей: от самых простых сценариев развития экономической и долговой ситуаций до более сложных моделей, требующих применения современных методов экономико-математического моделирования. В то же время к использованию данных моделей следует подходить с известной осмотрительностью, т.к. недостаток исходной информации и погрешность расчетов могут существенно ограничивать полезность таких «построений», а полученные результаты - зависеть от сделанных допущений.

В целом, используемые в процессе анализа рисков методы финансово-экономического моделирования позволяют управляющим долгом достигать следующих результатов:

- прогнозировать будущие расходы по обслуживанию долга в средне- и долгосрочной перспективе, основываясь на допущениях относительно факторов, определяющих способность субъекта обслуживать долг, включая график погашения накопленного долга, процентную и валютную структуру долгового портфеля, прогнозы динамики процентных ставок и валютных курсов и др.;

- составлять характеристики т.н. «профиля долга», отражающего уровень риска по фактическому и прогнозируемому портфелю долговых обязательств и охватывающего такие показатели, как отношение краткосрочного долга к долгосрочным обязательствам, отношение объема долга в иностранной валюте к объему обязательств в национальной валюте, валютная структура долга,

средний срок погашения (дюрация) долговых обязательств, наличие «пиков» платежей по долгу и др.;

- рассчитывать риск увеличения будущих расходов по долгу;
- количественно оценивать уровень издержек и рисков, присущих различным стратегиям управления портфелем долговых обязательств.

При наличии у субъекта доступа к рынку долгового капитала управляющие долгом имеют возможность следовать одной из двух альтернативных стратегий: (1) периодически определять желаемую структуру долга, исходя из которой впоследствии будут осуществляться новые выпуски долговых обязательств; (2) устанавливать целевые ориентиры, определяющие оптимальную структуру долга, в целях достижения которой будет вестись повседневное управление портфелем государственных долговых обязательств.

Таким образом, задача управляющего - постоянный мониторинг и оценка уровня принимаемых рисков, а также выработка мер по их минимизации. Основные меры по ее решению - контроль и планирование структуры портфеля долговых обязательств. В основе успешного прогнозирования рисков лежит аналитическая работа, мониторинг рыночной ситуации, прогнозирование движения процентных ставок и курсов валют.

Управление риском рефинансирования

Самый надежный способ управления данным риском – полный отказ от использования краткосрочных инструментов заимствований. Однако на практике заёмщики, стремясь уменьшить расходы на обслуживание госдолга, такие заимствования осуществляют, что приводит к наращиванию объемов краткосрочной задолженности и повышает зависимость субъектов от конъюнктуры на финансовых рынках. В лучшем случае, при повышении процентных ставок в будущем краткосрочные заимствования чреватые увеличением расходов на обслуживание госдолга, в худшем – приведут к невозможности исполнять принятые обязательства, если заёмщик не сможет рефинансировать свой долг.

В 1998 г. Российская Федерация столкнулась с подобной проблемой во время кризиса на рынке ГКО. Из-за резкого ухудшения рыночной конъюнктуры Россия не смогла рефинансировать накопленные краткосрочные обязательства по приемлемым процентным ставкам. Это стало одной из основных причин суверенного дефолта, переросшего в острый финансовый кризис.

Таким образом, перечень способов, которыми субъект может воспользоваться в целях управления риском рефинансирования, ограничен. Этот перечень можно дополнить такими действиями, как последовательная работа по укреплению базы инвесторов (кредиторов), расширению перечня используемых долговых инструментов, удлинению сроков привлечения кредитных ресурсов и увеличению дюрации долгового портфеля.

Наконец, при размещении долгосрочных ценных бумаг с фиксированной ставкой риск рефинансирования существенно снижается, хотя эти операции и приводят к некоторому повышению стоимости обслуживания госдолга. В этой связи последовательная работа по созданию предпосылок для выпуска долгосрочных инструментов является важным элементом по решению проблемы управления риском рефинансирования.

Управление валютным риском

В целях минимизации потерь, связанных с валютным риском, в мировой практике эмитенты, которым необходимо осуществлять заимствования в иностранной валюте, как правило, используют специальные подходы к управлению валютным риском, различные инструменты его хеджирования. Для корпоративных заемщиков использование таких инструментов имеет самый распространенный характер (для коммерческих банков – фактически обязательный). Применение таких инструментов на суверенном и субфедеральном уровнях в России распространения пока не получило, прежде всего, в силу бюрократических причин и значительных дополнительных издержек для эмитентов.

Несмотря на, как правило, более низкие процентные ставки на внешних рынках, общая стоимость обслуживания обязательств в иностранной валюте

может оказаться значительно выше в случае ослабления курса рубля. Ввиду отсутствия у субъектов доходов, объем которых привязан к динамике валютного курса и которые могли бы выступать естественным инструментом хеджирования валютных рисков, заимствования в иностранной валюте являются крайне рискованными для данной группы эмитентов.

В этой связи и с учетом отсутствия у субъектов Российской Федерации должного опыта осуществления заимствований на финансовых рынках, в Бюджетном кодексе Российской Федерации установлены жесткие требования к кредитному качеству заемщиков, выходящих на международные рынки капитала. Одним из необходимых условий размещения облигаций внешних облигационных займов субъектами является наличие не менее, чем двух рейтингов международных рейтинговых агентств не ниже уровня аналогичных рейтингов, присвоенных Российской Федерации по международной шкале.

Управление процентным риском

Процентный риск отражает степень подверженности эмитента неблагоприятным изменениям рыночной конъюнктуры в части процентных ставок. Данный риск применим как к обязательствам с фиксированной процентной ставкой в момент рефинансирования задолженности, так и к обязательствам с плавающей процентной ставкой в момент установления новой процентной ставки.

Процентный риск сложнее оценить по сравнению с валютным риском. Связано это со сложностями прогнозирования, оценки степени волатильности и тренда процентных ставок, а также определения масштаба возможных последствий реализации указанного риска.

С точки зрения управляющего долгом, процентный риск имеет двойственную природу. Привлекая ресурсы по фиксированной ставке, заемщик подвергается риску того, что в будущем ставки снизятся и обслуживание ранее привлеченного долга станет обходиться дороже, чем могло бы быть, если привлечь долг сейчас. С другой стороны, в случае если заимствования

привлечены по плавающей ставке, расходы на их обслуживание могут резко и неконтролируемо возрасти из-за увеличения рыночных ставок.

Таким образом, используемая стратегия управления долгом должна опираться на общий подход, в соответствии с которым заемщик предпочитает фиксированную процентную ставку, когда ожидается рост процентных ставок, и плавающую, когда ожидается их снижение. Иными словами, управление процентным риском предполагает постоянный мониторинг рыночной конъюнктуры и следование прогнозам изменения процентных ставок на горизонте планирования расходов бюджета.

Как и в случае с валютным риском, основным инструментом управления процентным риском в мировой практике является использование хеджирующих инструментов (к примеру, процентных свопов). Однако в условиях фактического отсутствия у субъектов Российской Федерации как соответствующей нормативно-правовой базы, так и опыта использования данных инструментов, на текущем этапе основным способом управления процентным риском является ограничение доли обязательств с плавающей процентной ставкой в общем объеме долга.

4.4. Бюджетные кредиты как антикризисный инструмент федерального правительства

В 2009 – 2015 гг. бюджетные кредиты стали играть важную роль в заемной политике субъектов. В этот период долг субъектов увеличился с 0,6 трлн. рублей до 2,2 трлн. рублей, а доля бюджетных кредитов в общей сумме долга возросла более чем в 5 раз - с 7 до 37%. Однако бюджетные кредиты не могут рассматриваться субъектами как «стандартный» и легкодоступный инструмент финансирования дефицита регионального бюджета. Более того, высокая доля задолженности по бюджетным кредитам в общей сумме госдолга региона – прямое свидетельство того, что этот заемщик испытывает проблемы с доступом к рыночным заемным ресурсам - облигационному рынку и банковским кредитам. Устойчивый доступ заемщика к рыночному заемному финансированию означает наличие у региона возможности привлекать ресурсы

из наиболее масштабного источника, потенциально – на наиболее благоприятных финансовых условиях, при предположении, что соответствующий рынок капитала имеет достаточный уровень развития, а заемщик обладает благоприятной кредитной историей. В любом случае решение задачи создания предпосылок для доступа к рыночным источникам заемного капитала должно рассматриваться субъектом как важнейшая цель проводимой государственной заемной/долговой политики.

Значимая доля рыночных обязательств в объеме регионального долга позволяет заемщику активно управлять накопленным долгом, то есть целенаправленно воздействовать на его структуру в целях снижения уровня рисков по долгу, не зависеть от отдельного кредитора. Субъектам следует стремиться к приобретению опыта управления госдолгом, формированию положительной кредитной истории, что будет способствовать развитию самостоятельности региона и, в конечном итоге, обеспечит доступ к рыночным заимствованиям на более благоприятных условиях. Только такие заимствования могут обеспечить заемщика необходимыми ресурсами для раскрытия потенциала региона и его социально-экономического развития на качественном уровне.

Не стоит рассчитывать на доступность и «гарантированность» получения бюджетных кредитов с учетом ограниченности данного ресурса. По сути, это особый инструмент «антикризисной поддержки» со стороны федерального бюджета, применяемый на индивидуальной основе исходя из состояния долговой устойчивости конкретного субъекта.

Государственная политика в сфере кредитования регионов со стороны федерального центра будет неизбежно сводиться к сокращению объемов предоставления бюджетных кредитов, переходу к использованию данного инструмента исключительно в качестве меры спасения регионов, попавших в чрезвычайную долговую ситуацию (например, преддефолтное состояние). В перспективе целевые бюджетные кредиты смогут привлекать только субъекты с низким уровнем долговой устойчивости при условии выполнения

соответствующей программы бюджетной стабилизации. Рыночные заимствования для таких субъектов будут возможны только в целях рефинансирования долга. Возможность реструктуризации задолженности по бюджетным кредитам будет исключена.

5. Управление условными обязательствами (государственными гарантиями)

В силу различных обстоятельств (например, в целях поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства) субъекты Российской Федерации достаточно активно используют государственные гарантии. Этот финансовый инструмент формирует условные обязательства субъекта, поскольку обязанность осуществить платежи по нему возникает при наступлении определенных обстоятельств или условий.

В юридическом смысле, государственная гарантия – долговое обязательство, в силу которого гарант (публично-правовое образование) обязуется при наступлении предусмотренного в гарантии события (гарантийного случая) уплатить лицу, в пользу которого предоставлена гарантия (бенефициару), по его письменному требованию, предъявленному в порядке, установленном гарантией и соответствующему условиям гарантии, денежные средства за счет средств бюджета в соответствии с условиями даваемого гарантом обязательства отвечать за исполнение третьим лицом (принципалом) его денежных обязательств перед бенефициаром. В финансовом смысле, государственная гарантия мало чем отличается от долгового обязательства. Именно по этой причине условные обязательства должны рассматриваться как естественная часть госдолга.

В соответствии с требованиями Бюджетного кодекса Российской Федерации объем предоставляемых государственных гарантий учитывается в составе государственного долга субъекта. Субъекты также обязаны планировать расходы на возможное исполнение госгарантий. Выполнение субъектом данных требований является существенным признаком проведения субъектом ответственной долговой политики. В то же время государственные

гарантии не должны рассматриваться как инструмент отложенного бюджетного финансирования.

Основными целями предоставления государственных гарантий субъектами Российской Федерации являются:

стимулирование реализации инвестиционных проектов, приоритетных с точки зрения социально-экономического развития региона;

стабилизация финансово-хозяйственной деятельности наиболее социально значимых и системообразующих предприятий региона, временно испытывающих финансовые трудности.

С точки зрения принимаемых рисков и возможностей регионального бюджета условные обязательства не могут не рассматриваться как прямые обязательства, то есть деятельность субъекта по управлению долгом должна строиться с учетом такого понимания. Все параметры государственных гарантий (объемы, сроки, вероятность наступления гарантийных случаев и т.д.) учитываются управляющим долгом при планировании объема, структуры долга и графика соответствующих платежей.

Учитывая, что риски бюджета, связанные с предоставлением государственных гарантий, прямо зависят от условий их предоставления, в целях снижения таких рисков целесообразно:

- 1) не допускать предоставления гарантий по «планово-убыточным проектам» и финансово-неэффективным предприятиям;
- 2) распределять риски между субъектом и участниками сделки (проекта), которой оказывается гарантийная поддержка, в частности, отказаться от практики гарантирования субъектом уплаты процентов по кредитам (дохода по облигациям);
- 3) устанавливать ответственность принципала за нереализацию поддерживаемых субъектом инвестиционных проектов;
- 4) не допускать предоставления госгарантий без обеспечения регрессных требований (за исключением госгарантий по обязательствам предприятий, прямо или косвенно принадлежащих или контролируемых субъектом).

Субъекты принимают исчерпывающие меры для снижения рисков, связанных с предоставлением гарантий, включая формирование четких правовых оснований для их предоставления и исполнения. При этом не следует недооценивать риски наступления гарантийных случаев и наращивать объемы гарантийных обязательств, полагая, что эти обязательства не придется исполнять. Учитывая, что наличие государственных гарантий оказывает непосредственное влияние на параметры долговой устойчивости, необходимо на постоянной основе вести мониторинг сопутствующих рисков.

6. Раскрытие информации о проводимой заемной/долговой политике

Информация о проводимой субъектом долговой политике имеет важное, если не ключевое значение для принятия кредитором/инвестором решения о предоставлении субъекту заемных средств. Соответствующие сведения могут предоставляться в различной форме. Однако практика показывает, что оптимальный способ – это разработка и публикация «Основных направлений государственной долговой политики ...». Этот документ подлежит регулярному обновлению и должен быть постоянно доступным для публичного пользования.

Раскрытие информации о долговых обязательствах и проводимой заемной политике является важным элементом формирования благоприятной кредитной истории региона. Последняя создает предпосылки для снижения стоимости заимствований и улучшения структуры долга. Достижение данных целей в конечном итоге способствует социально-экономическому развитию субъекта.

6.1. Поддержание диалога с инвестиционным сообществом и рейтинговыми агентствами

Специфика проведения заемных операций, определяемая, в частности, готовностью и желанием кредиторов (инвесторов) участвовать в финансировании региона предопределяет необходимость для субъекта поддерживать постоянный диалог с участниками долгового рынка. Такой диалог позволяет учитывать мнение инвестиционного сообщества при разработке и реализации заемной/долговой политики. При этом проведение

регулярных встреч и/или телефонных конференций с инвесторами должно быть направлено на предоставление участникам рынка актуальной информации о финансово-экономической ситуации субъекта, проводимой им бюджетной и экономической политике, планах по стратегическому развитию региона и прочее.

В известном смысле каналом поддержания диалога с кредиторами является и взаимодействие региона с рейтинговыми кредитными агентствами, включая т.н. «большую тройку» – «S&P», «Moody's» и «Fitch Ratings». Такие контакты важны постольку, поскольку в ходе оценки уровня кредитоспособности региона агентства формируют собственную точку зрения на способность заемщиков выполнять принятые долговые обязательства. В процессе определения уровня кредитного рейтинга субъекта особое внимание отводится анализу экономической ситуации, состоянию регионального бюджета, уровню долговой нагрузки субъекта, степени его зависимости от поддержки из федерального бюджета. Наличие кредитных рейтингов имеет важное значение для участников рынка, нередко устанавливающих лимиты на заемщиков в зависимости от присваиваемых им рейтингов.

Проводимые операции по привлечению заемных ресурсов и управлению долгом должны быть предсказуемыми и понятными рынку. Стоимость заимствований, как правило, снижается при обеспечении прозрачности и предсказуемости долговой политики (в том числе, путем заблаговременной публикации плана заимствований и его последовательному выполнению). В этой связи принципиально важно публичное информирование инвестиционного сообщества обо всех принимаемых решениях в сфере государственного долга.

6.2. Требования и подходы к поддержанию официального сайта региона

Для повышения привлекательности региона как заемщика следует привести его официальный сайт в сети Интернет в соответствие с лучшими международными стандартами, рекомендуемыми, например, МВФ или Институтом международных финансов. Такое решение обеспечит

максимальную доступность публикуемой информации, в том числе статистической. В частности, целесообразно создание отдельного раздела, посвященного взаимодействию субъекта с инвестиционным сообществом. В данном разделе необходимо публиковать и на постоянной основе обновлять календарь событий для инвесторов (проведение встреч с инвесторами, участие в телеконференциях, конференциях, форумах и т.д.). Кроме того, в этом разделе целесообразно публиковать презентационные материалы по итогам проведенных встреч, а также создать канал обратной связи с инвесторами.

Следует регулярно обнародовать информацию об объеме и составе накопленных долговых обязательств, в том числе в разрезе сроков до погашения и процентных ставок, среднесрочные потребности в заемных средствах, а также целевые показатели по структуре долга, среднему сроку погашения и другим индикаторам риска.

Все это необходимо для того, чтобы участники долгового рынка адекватно понимали действия управляющего госдолгом, а сам управляющий – получал актуальную и объективную информацию о реакции рынка на проводимую им политику.

Заключение

Стратегии управления долгом, чрезмерно «опирающиеся» на краткосрочный долг, заимствования в иностранной валюте или обязательства с плавающей ставкой, общепризнаны как весьма рискованные. Отсутствие доступа субъекта к внутреннему рынку долговых обязательств, неоправданная зависимость от бюджетных кредитов лишает заемщика практической возможности выработать и придерживаться эффективной стратегии управления государственным долгом.

Следование изложенным в настоящем документе рекомендациям позволит субъекту снизить риски, связанные с долговыми обязательствами, уменьшить стоимость заимствований, повысить самостоятельность, эффективность и прозрачность проводимой заемной/долговой политики, расширить базу инвесторов. Последние, как следствие, будут оценивать

проводимую политику в сфере государственного долга как более ответственную и соответствующую лучшей мировой практике.