



Министерство финансов Российской Федерации

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОЙ
ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
НА 2017-2019 гг.**

2017 г.

Оглавление

| | |
|--|----|
| Введение..... | 4 |
| 1. Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики Российской Федерации на 2013 – 2016 г.»..... | 6 |
| 1.1. Объем и структура государственного долга Российской Федерации..... | 6 |
| 1.2. Финансовые инструменты и механизмы государственных заимствований..... | 10 |
| 1.3. Выполнение программ заимствований 2016 года..... | 17 |
| 1.4. Итоги оказания гарантийной поддержки в период 2013 – 2016 гг..... | 20 |
| 2. Основные факторы, определяющие характер и направления заемной / долговой политики Российской Федерации в 2017 – 2019 гг..... | 24 |
| 2.1. Макроэкономические и внешние условия реализации заемной / долговой политики..... | 24 |
| 2.2. Государственные заимствования – основной источник финансирования дефицита федерального бюджета..... | 26 |
| 2.3. Состояние внутреннего рынка долгового капитала..... | 27 |
| 3. Приоритеты и инструменты долговой политики..... | 34 |
| 3.1. Заимствования на внутреннем рынке долгового капитала..... | 34 |
| 3.2. Заимствования на международных рынках долгового капитала..... | 39 |
| 3.3. Государственная гарантийная поддержка..... | 42 |
| 4. Политика в области заимствований субъектов Российской Федерации..... | 48 |
| 4.1. Объем и структура государственного долга субъектов Российской Федерации..... | 48 |
| 4.2. Совершенствование механизмов мониторинга и регулирования заимствований регионов..... | 52 |
| 5. Другие вопросы государственной долговой политики..... | 56 |
| 5.1. Взаимодействие с многосторонними банками развития..... | 56 |
| 5.2. Мониторинг долговых обязательств корпоративного сектора..... | 59 |
| 5.3. Компенсационные выплаты по сбережениям граждан Российской Федерации..... | 61 |
| Заключение..... | 63 |

Сокращения

- АБИИ – Азиатский банк инфраструктурных инвестиций
АзБР – Азиатский банк развития
АКРА – Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство
АО «ОДК» – Акционерное общество «Объединённая двигателестроительная корпорация»
БОФЗ – бескупонные облигации федерального займа
ГК «АСВ» – Государственная корпорация «Агентство по страхованию вкладов»
ГСО – государственные сберегательные облигации
ЕАБР – Евразийский банк развития
ЕБРР – Европейский банк реконструкции и развития
МБР – многосторонние банки развития
МБРР – Международный банк реконструкции и развития
МБЭС – Международный банк экономического сотрудничества
МИБ – Международный инвестиционный банк
МФИ – международные финансовые институты
НБР – Новый банк развития
НРБК – новая редакция Бюджетного кодекса Российской Федерации
НРД – Национальный расчетный депозитарий
ОВОЗ – облигации внутренних облигационных займов
ОФЗ – облигации федеральных займов
ОФЗ-АД – облигации федерального займа с амортизацией долга
ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым по уровню инфляции в Российской Федерации
ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом
ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом, «привязанным» к ставке РУОНИА
РЕПО – сделка продажи ценной бумаги с обязательством обратного выкупа через определенный срок по заранее определенной цене
РУОНИА – индикативная рублевая депозитная ставка «овернайт» российского межбанковского рынка (RUONIA, Ruble OverNight Index Average)
СКФО – Северо-Кавказский федеральный округ
ФНБ – Фонд национального благосостояния
ЧБТР – Черноморский банк торговли и развития

Введение

В период 2013 – 2016 гг. Минфин России столкнулся с новыми вызовами при реализации долговой политики. Принципиально изменились как внутренние, так и внешние условия государственных заимствований. На отрицательных значениях оказались темпы роста российской экономики, что существенно уменьшило доходы федерального бюджета и потребовало задействования всех источников покрытия его дефицита. Иностранные государства ввели ограничения во взаимной торговле и инвестициях, фактически закрыв доступ к международному рынку капитала для многих национальных корпоративных заемщиков. Данные обстоятельства, а также усиление геополитической напряженности привели к существенному ослаблению национальной валюты, ускорению инфляции, снижению цен на российские активы, утрате Россией и российскими компаниями кредитных рейтингов «инвестиционного» уровня.

Однако, во многом благодаря проводившейся в предкризисный период консервативной бюджетной политике – следованию бюджетному правилу и стратегии «занимай и берегай», Правительству удалось сдерживать расходы федерального бюджета, накапливать существенные резервы, сохранять государственный долг на безопасном уровне. Следование этой стратегии создало предпосылки для восстановления доверия хозяйствующих субъектов и адаптации национальной экономики к новым реалиям. Была обеспечена устойчивость бюджетной системы и сохранено одно из ключевых конкурентных преимуществ российской экономики – низкий уровень государственного долга.

В 2017 – 2019 гг. государственная долговая политика будет реализовываться в принципиально иных, чем в предшествующие годы условиях. Предстоящий период будет характеризоваться сохранением относительно низких темпов роста ВВП, структурными ограничениями его роста и, как следствие, существенными рисками при исполнении федерального бюджета. Новой реальностью для России станет типичная для суверенных заемщиков ситуация финансирования бюджетного дефицита преимущественно за счет заемных источников, а не накопленных резервов, при относительно малоблагоприятной рыночной конъюнктуре. Как следствие, предстоит оперативно адаптировать государственную заемную политику к новым реалиям, скорректировать стратегию присутствия России на долговых рынках в качестве заемщика, выработать комплекс мер, направленных на сохранение гибкости при осуществлении государственных заимствований.

Помимо обеспечения финансирования федерального бюджета путем привлечения ресурсов на внутреннем и международном рынках капитала, заемная / долговая политика будет направлена на достижение оптимального соотношения дюрации и доходности суверенных долговых обязательств, дальнейшее развитие внутреннего рынка долгового

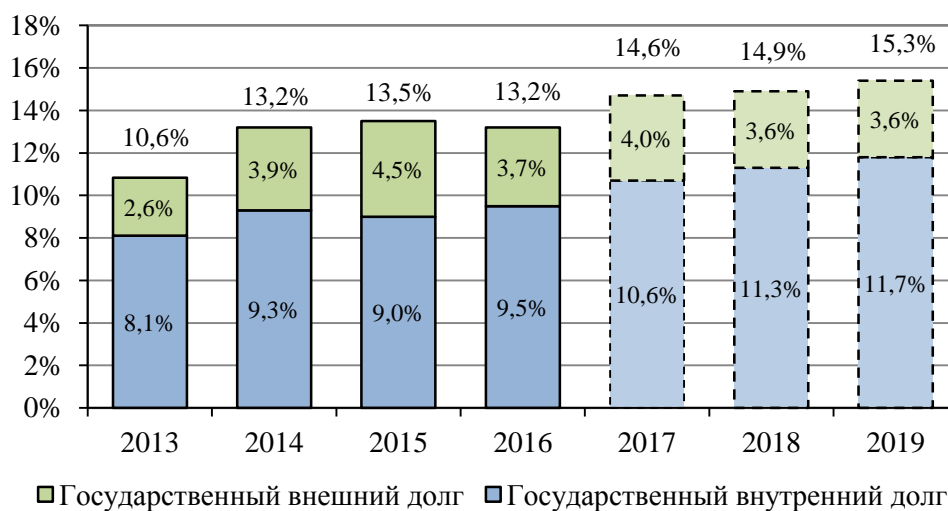
капитала, восстановление и повышение кредитных рейтингов, формирование адекватных ориентиров по уровню кредитного риска для корпоративных заемщиков. Одновременно будут решаться и такие «сопутствующие» задачи, как стимулирование субъектов Российской Федерации и муниципальных образований к проведению ответственной заемной / долговой политики, совершенствование системы мониторинга рисков внешних заимствований корпоративного сектора, повышение адаптивности механизма предоставления государственных гарантий к потребностям роста экономики и диверсификации ее структуры.

1. Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики Российской Федерации на 2013 - 2016 гг.»

1.1. Объем и структура государственного долга Российской Федерации

В период с 1 января 2013 г. по 31 декабря 2016 г. государственный долг Российской Федерации вырос с 7,5 (10,6% ВВП) до 11,1 трлн. рублей (13,2% ВВП), в среднем ежегодно увеличиваясь примерно на 1,0% ВВП. При этом средние темпы прироста государственного долга, как минимум, превышали темпы прироста ВВП страны. Тем не менее, к началу 2017 г. общий объем долговой нагрузки по-прежнему находился в безопасных пределах – менее 15% ВВП, что по мировым стандартам является умеренным значением (График 1). Сложившаяся в настоящее время и прогнозируемая структура государственного долга Российской Федерации приведена в Приложении. Показатель общей долговой нагрузки на экономику выгодно отличает Россию как от развитых, так и от многих развивающихся стран. (График 2).

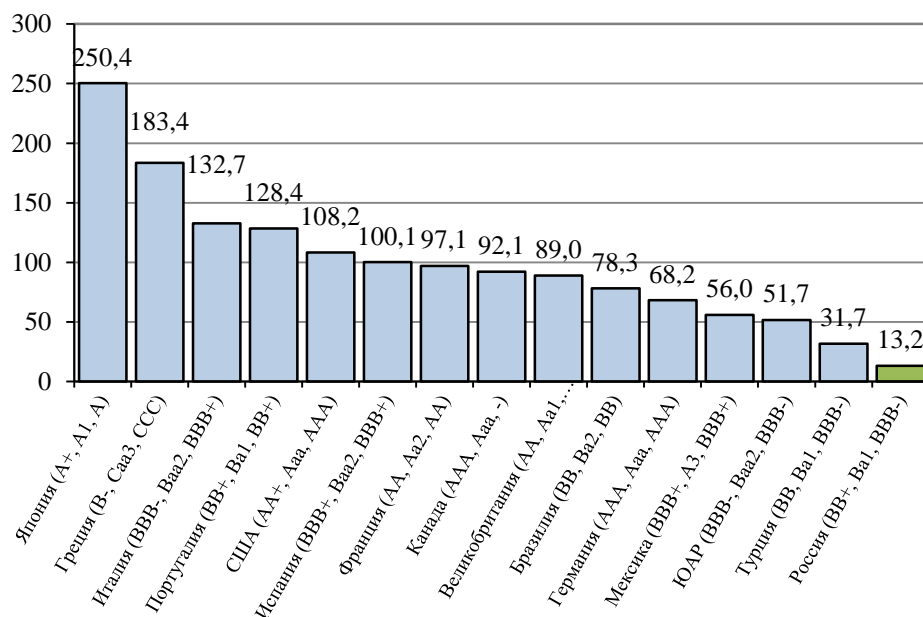
График 1. Объем государственного долга Российской Федерации (по состоянию на конец года), % ВВП



Источник: Минфин России

Проводимая в последние годы долговая политика, в том числе меры по развитию внутреннего долгового рынка, в существенной степени способствовала стабилизации расходов на обслуживание государственного долга Российской Федерации. Ожидается, что в плановом периоде их сумма хотя и будет плавно нарастать, но не превысит 1% ВВП (График 3) при ожидаемых средних темпах прироста объема госдолга 0,6% ВВП (График 1), что ниже среднего ожидаемого роста экономики – 1,5% ВВП ежегодно.

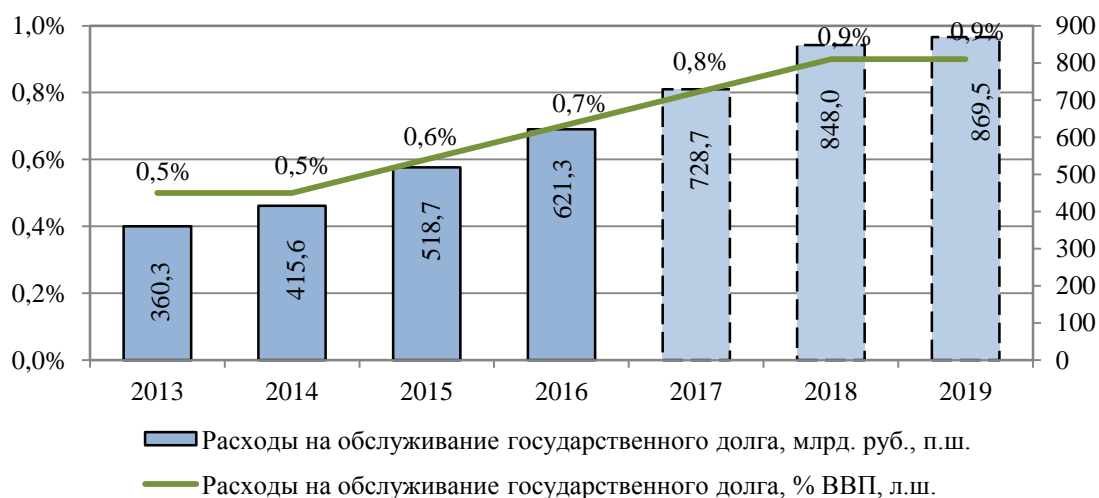
График 2. Уровень долговой нагрузки и кредитные рейтинги ряда стран¹, % ВВП



Источник: МВФ, Минфин России, по состоянию на конец 2016 г.

Структура государственного долга также выгодно отличает Российскую Федерацию от многих других суверенных дебиторов, опирающихся на привлечение банковских кредитов в иностранной валюте, в том числе – краткосрочных займов. В структуре российского долга преобладают ценные бумаги – около 75%, причем основная часть государственных обязательств выражена в национальной валюте – 71%.

График 3. Расходы на обслуживание государственного долга Российской Федерации



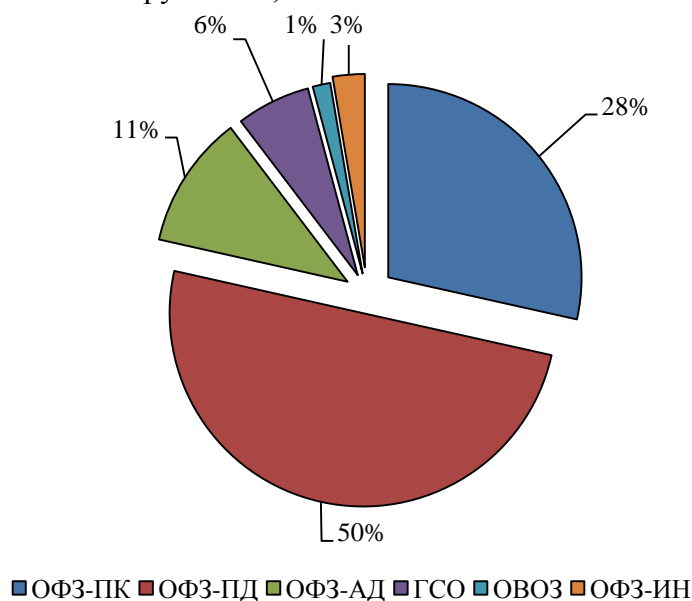
Источник: Минфин России

¹ Кредитные рейтинги стран указаны в следующей последовательности: оценка Standard & Poor's, оценка Moody's, оценка Fitch Ratings

Риски рефинансирования государственного долга находятся на приемлемом уровне, так как в структуре госдолга, выраженного в ценных бумагах, преобладают среднесрочные (от 4 до 10 лет) – 46% и долгосрочные (от 10 лет) облигации – 26%, доля условно считааемых краткосрочными облигаций (до 3 лет) составляет 28%, в т.ч. обязательства, погашаемые в течение 2017 г. – 9,2% или 707,3 млрд. рублей.

50% объема портфеля государственных ценных бумаг, номинированных в национальной валюте, составляют «стандартные» облигации федеральных займов с постоянным купонным доходом и единовременной выплатой основной части долга - ОФЗ-ПД. Другая крупная категория государственного внутреннего долга (28%) - ОФЗ-ПК. Роль долговых инструментов иных видов - ГСО, ОФЗ-АД, ОФЗ-ИН, ОВОЗ, – относительно незначительна (График 4).

График 4. Структура государственного внутреннего долга, выраженного в ценных бумагах, по типу долговых инструментов, %



Источник: Минфин России, по состоянию на конец 2016 г.

В 2013 – 2016 гг. долговая политика была ориентирована на решение, в числе других, таких ключевых задач, как поддержание умеренной долговой нагрузки на федеральный бюджет и экономику в целом, сдерживание роста расходов на обслуживание государственного долга, соблюдение показателей и индикаторов, установленных в рассматриваемой области государственной программой «Управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков». Как видно из Таблицы 1, к концу отчетного периода все без исключения общепринятые показатели долговой устойчивости Российской Федерации находились в пределах безопасных зон.

Таблица 1. Показатели долговой устойчивости Российской Федерации, %

| № | Показатель | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | Пороговое значение |
|---|---|------|------|------|------|--|--|--|--------------------|
| 1 | Отношение государственного долга Российской Федерации к ВВП | 10,6 | 13,2 | 13,5 | 13,2 | 14,6 ¹ / 14,7 ² | 14,9 ¹ / 15,2 ² | 15,3 ¹ / 15,7 ² | 20,0 |
| 2 | Доля расходов на обслуживание государственного долга Российской Федерации в общем объеме расходов федерального бюджета | 2,7 | 2,8 | 3,3 | 3,8 | 4,5 | 5,3 | 5,4 | 10,0 |
| 3 | Отношение годовой суммы платежей на погашение и обслуживание государственного долга Российской Федерации к доходам федерального бюджета | 6,8 | 5,6 | 10,6 | 9,2 | 11,5 | 11,9 | 11,6 | 15,0 |
| 4 | Отношение государственного долга Российской Федерации к доходам федерального бюджета | 58,0 | 71,0 | 80,2 | 82,5 | 94,0 ¹ / 94,9 ² | 98,2 ¹ / 99,8 ² | 101,9 ¹ / 104,2 ² | 100,0 |
| 5 | Отношение государственного внешнего долга Российской Федерации к годовому объему экспорта товаров и услуг | 9,7 | 14,2 | 15,2 | 18,4 | 18,0 ¹ / 18,3 ² | 17,0 ¹ / 17,6 ² | 16,5 ¹ / 17,5 ² | 220,0 |
| 6 | Отношение расходов на обслуживание государственного внешнего долга Российской Федерации к годовому объему экспорта товаров и услуг | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,9 | 0,9 | 1,2 | 0,8 | 25,0 |

Источник: Минфин России

¹ Исходя из выполнения программ государственных гарантий Российской Федерации в российских рублях - на 70%, в иностранной валюте - на 20%

² Оценка Минфина России

1.2. Финансовые инструменты и механизмы государственных заимствований

В 2013 – 2015 гг. реализован целый ряд важных инициатив в сфере либерализации российского долгового рынка, модернизации его инфраструктуры, совершенствования механизмов и информационного сопровождения, в частности, аукционов по размещению ОФЗ. Кроме того, в этот период проведены значимые реформы инфраструктуры долгового рынка, ориентированные на повышение привлекательности государственных ценных бумаг и укрепление их роли как ключевого ориентира доходностей облигаций, выпускаемых иными категориями российских заемщиков. К числу этих реформ необходимо отнести следующие.

1) Иностранные инвесторы получили прямой доступ на российский рынок государственных ценных бумаг через счета в международных депозитарно-клиринговых системах Евроклир и Клирстрим. С февраля 2013 г. в обеих системах осуществляются расчеты с ОФЗ.

2) Вторичные торги ОФЗ на Московской Бирже переведены на режим расчетов «Т+1». В марте 2015 г. на Московской Бирже осуществлен окончательный перевод вторичных торгов ОФЗ с расчетными циклами «Т+0» и «Т+2» на единый расчетный цикл «Т+1». Это позволило снизить затраты инвесторов по фондированию своего участия в операциях на рынке государственного долга, а также увеличить объем сделок благодаря замене требования о полном обеспечении сделок на частичное обеспечение; при этом расчеты на аукционах ОФЗ будут продолжаться в режиме «Т+0».

3) Отмена Московской Биржей практики приостановки торгов облигациями внешних облигационных займов Российской Федерации на период составления списков держателей облигаций для выплаты купонного дохода. Это дало возможность увеличить количество торговых сессий по еврооблигациям.

4) Запуск Московской Биржей режима торгов крупными пакетами ОФЗ (Dark Pools). С июня 2015 г. на Бирже действует новый механизм торгов, позволяющий участникам продавать и покупать большие объемы ОФЗ (размер одного лота – 50 000 бумаг) по рыночным ценам в режиме основных торгов «Т+1». Данный механизм позволяет реализовывать крупные пакеты ОФЗ без существенного влияния на рыночную цену и минимизировать время исполнения крупных заявок.

5) Запуск Московской Биржей программы маркет-мейкинга на ОФЗ в июле 2015 г. В целях повышения ликвидности обращающихся ОФЗ Биржа запустила программу маркет-мейкинга в режиме торгов «Т+1» основного рынка ЗАО «ФБ ММВБ». Участники программы принимают на себя обязательства по совершению минимального объема сделок и

поддержанию двусторонних котировок. Программа стала одним из факторов, стимулирующих спрос на государственные ценные бумаги.

Осуществленные реформы способствовали росту привлекательности внутреннего долгового рынка по отношению к зарубежным аналогам, увеличению числа и улучшению структуры иностранных инвесторов за счет роста доли институциональных инвесторов при одновременном сохранении конкурентных позиций и ведущей роли российских участников рынка государственных ценных бумаг. Кроме того, существенно снижены транзакционные издержки, увеличена емкость и повышена ликвидность внутреннего рынка.

Одновременно с модернизацией рыночной инфраструктуры в прошедший период осуществлен следующий ряд мероприятий по совершенствованию технического механизма продажи и информационного сопровождения аукционов по размещению ОФЗ.

1) С апреля 2013 г. Минфин России перешел к практике публикации графика аукционов на предстоящий квартал без указания номеров выпусков ОФЗ и объемов размещения, планируемых в конкретные даты. При этом раскрывается только информация о совокупном объеме предложения ОФЗ на предстоящий квартал и о распределении данного объема по облигациям в разрезе сроков до погашения. Данные изменения позволили более точно учитывать складывающуюся конъюнктуру и мнения участников рынка.

2) Прекращена практика публикации ориентиров доходностей ОФЗ, размещаемых на аукционе. С 2014 г. согласно новому порядку за один рабочий день до даты проведения аукциона публикуются только сведения о выпусках и объемах облигаций, предлагаемых к размещению. Это способствует повышению конкуренции участников аукционов и снижению волатильности вторичного рынка накануне проведения аукционов.

3) Изменен порядок подачи и удовлетворения конкурентных и неконкурентных заявок на аукционах по размещению ОФЗ. С января 2014 г. увеличена максимальная разрешенная доля неконкурентных заявок (с 25% до 90%). С июля 2014 г. введен приоритет исполнения конкурентных заявок по сравнению с неконкурентными.

В целом, указанные изменения способствовали повышению «гибкости» аукционной политики и качества ценообразования ОФЗ на первичном рынке.

В 2015 г. в рамках управления остатками средств на едином счете федерального бюджета Федеральное казначейство приступило к проведению операций РЕПО под залог ОФЗ, преимущественно, сроком на 1 день. Учитывая, что также с 2015 г. Банк России практически перестал проводить операции рефинансирования на такой срок, операции РЕПО Федерального казначейства стали важным элементом долгового рынка. Фактически, на нём появился новый инструмент, увеличивающий привлекательность ОФЗ для инвесторов.

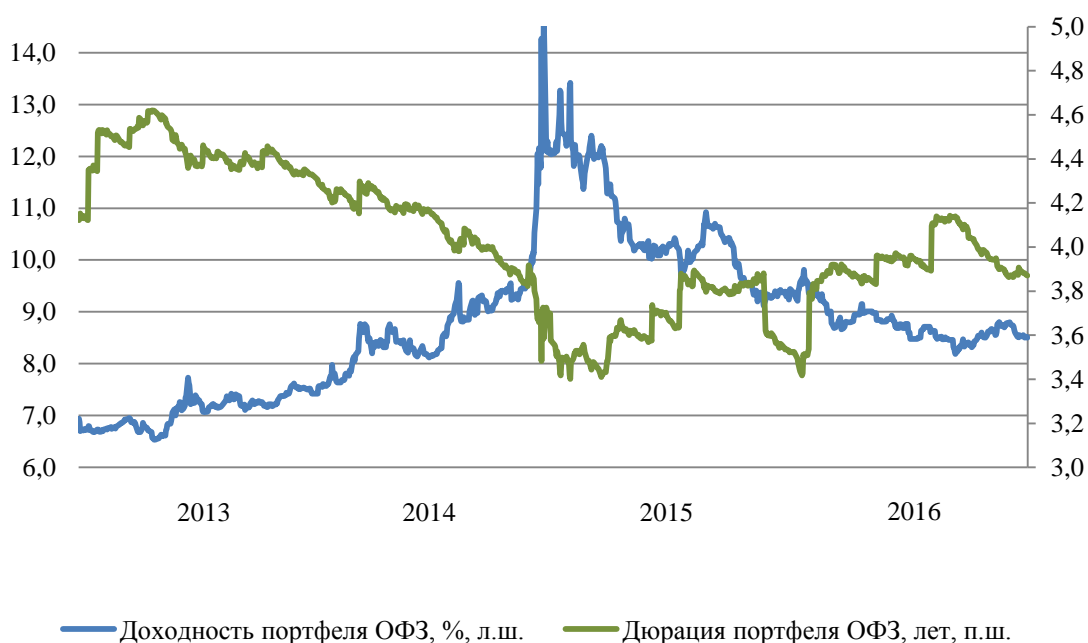
Развитие внутреннего долгового рынка стало важной предпосылкой для, в целом, успешного исполнения Программ государственных внутренних заимствований Российской Федерации. Так, 2013 г. стал «рекордным» в новейшей истории России по объему привлечения средств за счет внутренних рыночных заимствований: 821,7 млрд. рублей или около 92% от общего объема Программы. Более того, эти средства были привлечены на существенно лучших условиях, чем в предшествующие годы: доходность размещенных в 2013 г. государственных облигаций снизилась на 90 б.п. (с 7,8% годовых в 2012 г. до 6,9% годовых), а их средняя дюрация выросла на 0,6 года (с 5,2 года до 5,8 года). Как следствие, общая дюрация портфеля ОФЗ увеличилась до 4,3 года, а доходность портфеля снизилась за год на 0,5 п.п. или до 7,4% годовых.

Однако ситуация существенно изменилась в 2014 г. Размещение ОФЗ на внутреннем рынке осуществлялось в значительно более сложных геополитических и экономических условиях. Для того периода были характерны такие особенности, как снижение спроса на государственные облигации, рост доходностей и сокращение дюрации портфеля ОФЗ. С рынка ушла часть его иностранных участников. По состоянию на конец 2014 г., дюрация портфеля ОФЗ сократилась до 3,6 года, что на 0,7 года меньше данного показателя на начало года. Доходность портфеля выросла на 460 б.п., до 12,0% годовых, а в отдельные моменты достигала уровня в 14,3% годовых (График 5). Программа на 2014 г. была существенно сокращена: с 808,7 до 458,7 млрд. рублей (без учета 200,0 млрд. рублей на «некассовую» операцию обмена неликвидных выпусков ОФЗ). Минфин России осуществлял выход на рынок лишь в наиболее благоприятные моменты, сознательно сокращал объем предложения облигаций на аукционах, неоднократно принимал решения об их отмене. Фактически в 2014 г. с внутреннего рынка было привлечено 348,9 млрд. рублей (76,1% от запланированного (сокращенного) объема).

Тем не менее, по ряду характеристик заимствования, произведенные в 2014 г. стали уникальными в новейшей истории России. Впервые был осуществлен выпуск ОФЗ-ПК по закрытой подписке на сумму 1 000,0 млрд. рублей в целях осуществления имущественного взноса в ГК «АСВ». В результате, общий объем размещенных в 2014 г. государственных ценных бумаг на внутреннем рынке составил 1 348,9 млрд. рублей по номинальной стоимости. Помимо вышеперечисленных заимствований состоялись размещения на аукционах ОФЗ-ПД (145,7 млрд. рублей), выпуск БОФЗ по закрытой подписке в рамках операций по управлению ликвидностью, связанных с финансированием инфраструктурных проектов за счет ФНБ (103,6 млрд. рублей), проданы ГСО по закрытой подписке в целях размещения средств пенсионных накоплений (100,0 млрд. рублей).

Таким образом, в 2014 г. было апробировано использование ОФЗ в качестве инструмента поддержки банковского сектора в рамках антикризисной программы Правительства Российской Федерации. В декабре Минфин России осуществил эмиссию 5 выпусков **ОФЗ-ПК** со сроками до погашения от 10 до 20 лет совокупной номинальной стоимостью 2 трлн. рублей. Впервые в российской практике размер купонного дохода по этим инструментам привязан к ставке РУОНИА – одному из основных индикаторов российского денежного рынка. Облигации номинальной стоимостью 1 трлн. рублей (по 200 млрд. рублей каждого из осуществленных выпусков) были переданы Минфином России в качестве имущественного вноса Российской Федерации в ГК «АСВ». Остальной объем облигаций номинальной стоимостью 1 трлн. рублей зарезервирован для предложения широкому кругу инвесторов на регулярных аукционах в целях обеспечения ликвидности уже размещенных выпусков.

График 5. Динамика доходности и дюрации портфеля ОФЗ за 2013 –2016 гг.



Источник: Банк России

Полностью оправдала себя ставка на основную особенность данных инструментов - меньшую волатильность их цен по сравнению с ценами облигаций с постоянным купонным доходом и связанная с этим более надежная защита от процентного риска при инвестировании в долговые ценные бумаги. В 2015 г. Минфин России увеличил на аукционах предложение ОФЗ-ПК со сроками до погашения 3, 5 и 10 лет. Результаты размещения подтвердили наличие у инвесторов существенного спроса на эти инструменты. На ряде аукционов объем заявок значительно превышал предложение. В результате, в первые два квартала 2015 г. 62% средств (221,6 млрд. рублей) было привлечено именно за

счет размещения ОФЗ-ПК. Это позволило на 48,3% (338,4 млрд. рублей) выполнить Программу внутренних заимствований 2015 года.

В июле этого же года Минфин России предложил рынку другой новый инструмент – облигации с номинальной стоимостью, устанавливаемой в соответствии с индексом потребительских цен Российской Федерации (ОФЗ-ИН). И в данном случае ставка делалась на то, что этот продукт позволяет инвесторам страховать риски резких скачков инфляции, что он обладает меньшей ценовой волатильностью по сравнению с ОФЗ с постоянным купоном, дает возможность как диверсифицировать инвестиционные портфели, так и снизить валютные риски для инвесторов-нерезидентов вследствие высокой корреляции уровня инфляции и курса рубля.

Расчеты Минфина России полностью оправдались. Предложение ОФЗ-ИН вызвало значительный интерес у инвесторов. При первом размещении объем поданных заявок в 2,6 раза превысил фактический объем продажи. Общий спрос на момент закрытия книги заявок составил 198 млрд. руб. со стороны 71 российского и международного инвестора. Выпуск был размещен, в основном, среди банков и управляющих компаний. Ожидаемое включение инфляционных ОФЗ в состав индексов, за которыми следят иностранные индексные фонды¹, стало дополнительным фактором, способствовавшим участию в размещении инвесторов из США, Великобритании, континентальной Европы и Азии. Около 17% выпуска (18,3 млрд. рублей) было приобретено инвесторами на внебиржевом рынке через Евроклар и Кларстрим. Расчеты по основной части выпуска были осуществлены на Московской Бирже.

В процессе аллокации выпуска Минфин России исходил из необходимости одновременного решения следующих задач.

1) Приоритетное удовлетворение существенного спроса нерезидентов. Невзирая на непростую геополитическую ситуацию, крупные иностранные инвесторы предъявили значительный спрос на новые российские государственные облигации, выпущенные по российскому праву и в национальной валюте. Заявки нерезидентов намеренно удовлетворялись в большем объеме, чем российские. В финальной книге заявок доля нерезидентов составила 26%. Важнейший итог состоявшегося размещения – подтверждение сохранения доступа России на международный рынок капитала.

2) Привлечение на рынок государственных облигаций новой категории национальных инвесторов – управляющих пенсионными средствами. До появления данного инструмента участие российских пенсионных фондов и управляющих компаний на этом рынке было

¹ В феврале 2015 г. ОФЗ-ИН были включены в глобальный облигационный индекс инфляционных облигаций Барклайс (Barclays) EMGILB

минимальным. Выпуск ОФЗ-ИН создал для такой категории инвесторов условия для инвестирования в финансовый инструмент, в значительной степени отвечающий целям управления пенсионными средствами – обеспечение доходности инвестирования, превышающей уровень инфляции. В результате, первый выпуск ОФЗ-ИН был размещен среди 31 пенсионного фонда и управляющей компании. Их доля составила 59%. При этом 33% объема средств от управляющих пенсионными накоплениями пришлось на российских участников (18 инвесторов).

3) Обеспечение ликвидности нового выпуска. Решение данной задачи потребовало распределения существенной части выпуска (41%) среди российских банков. Акцент при размещении только на пенсионных фондах и управляющих компаниях едва ли позволил бы обеспечить активную торговлю новыми облигациями на вторичных рынках. Было принято во внимание и то обстоятельство, что оставшийся после размещения существенный неудовлетворенный спрос на ОФЗ-ИН будет способствовать поддержанию ликвидности нового выпуска.

Успешное размещение упомянутых облигаций стало важнейшим событием на долговом рынке России. Впервые размещены облигации, полностью защищающие вложения от инфляции, то есть позволяющие инвесторам фиксировать положительный доход на долгосрочную перспективу. Имело место самое крупное в истории единовременное размещение не только на рынке ОФЗ, но и на российском долговом рынке в целом. Новацией стала продажа облигаций с использованием типичной для выпусков еврооблигаций процедуры формирования книги заявок (в отличие от традиционного аукциона) и открытием этой книги на 36 часов для максимального охвата инвесторов во всех часовых поясах мира.

В силу того, что ОФЗ-ИН стали не просто новым выпуском, а новым типом долгового инструмента на российском рынке, цена их размещения включала так называемую «премию за выпуск» (дисконт к цене). Проявленный интерес к этим облигациям дал основания ожидать, что в дальнейшем, так же как это было и с ОФЗ-ПК, цены на ОФЗ-ИН будут расти. По этой причине выпуск был сознательно размещен не в полном объеме, а на уровне 50% от объема эмиссии. К концу 2015 г. оставшиеся бумаги были практически полностью проданы на регулярных аукционах Минфина России.

Одновременно с выпуском облигаций новых типов продолжалась активная работа, направленная на повышение ликвидности рынка государственных облигаций путем увеличения объема обращающихся выпусков ОФЗ и обмена неликвидных и нестандартных облигаций на новые бумаги. Эта работа проходила по следующим направлениям.

1) Со 150 до 250 млрд. рублей увеличены объемы находящихся в обращении стандартных выпусков ОФЗ-ПД. Данное решение призвано нейтрализовать отрицательный

эффект сокращения среднего срока размещения одного выпуска, вызывающий необходимость либо увеличения числа обращающихся выпусков (что чревато «размытием» ликвидности), либо повышения суммы эмиссии одного выпуска. Выбор был сделан в пользу второго варианта действий. Это решение обеспечило достижение следующих целей: повысило ликвидность «стандартных» (эталонных) выпусков; улучшило эффективность ценообразования при продаже облигаций и репрезентативность кривой доходности; увеличило спрос со стороны инвесторов, осуществляющих инвестирование средств в соответствии с глобальными облигационными индексами.

2) Начался переход к использованию активных операций по управлению государственным долгом. В рамках мер, направленных на повышение ликвидности находящихся в обращении государственных ценных бумаг, в 2015 г. Минфин России осуществил обмен облигаций федеральных займов с амортизацией долга шести выпусков совокупной номинальной стоимостью 199,97 млрд. рублей на облигации федеральных займов с постоянным купонным доходом пяти выпусков совокупной номинальной стоимостью 156,3 млрд. рублей. Обязательства Российской Федерации по четырем выпускам были признаны исполненными в полном объеме, а сами выпуски – досрочно погашенными 31 августа 2015 г. Обязательства Российской Федерации по двум выпускам были признаны исполненными в объеме 29,98 млрд. руб. и 39,99 млрд. руб. На эти суммы сокращены объемы выпусков в обращении.

В целом, по результатам обмена государственный внутренний долг Российской Федерации был сокращен на 43,6 млрд. рублей. Максимальная доля одного владельца в одном выпуске обращающихся государственных ценных бумаг Российской Федерации снизилась со 100% до 12%. Таким образом, принятые меры способствовали повышению ликвидности государственных ценных бумаг.

На фоне успешного выполнения программ внутренних заимствований 2013-2015 гг. результаты внешних заимствований оказались более скромными. Только программа 2013 г. была выполнена в полном объеме. За один выход на внешний долговой рынок были размещены облигации в объеме 7,0 млрд. долл. США. Книга заявок была сформирована за 24 часа без проведения предварительного роуд-шоу. В целях формирования репрезентативной кривой доходности в различных валютах наряду с тремя траншами в долларах США был осуществлен дебютный выпуск еврооблигаций, номинированных в евро. Было размещено три транша облигаций общим объемом 6,0 млрд. долл. США и один транш объемом 750,0 млн. евро.

В 2014 – 2015 гг. Россия воздержалась от выхода на международный долговой рынок в качестве суверенного заемщика. Были учтены следующие неблагоприятные факторы:

падение цен на нефть и существенное ослабление курса рубля к иностранным валютам; замедление темпов экономического роста и значительное повышение уровня инфляции; понижение суверенных кредитных рейтингов России до «спекулятивного уровня» с негативным прогнозом двумя из трех международных рейтинговых агентств (Standard & Poor's и Moody's); общее сокращение спроса со стороны зарубежных инвесторов на российские активы из-за роста геополитической напряженности; начало процесса сворачивания монетарных мер стимулирования экономики США и ожидание ужесточения денежно-кредитной политики ФРС, в совокупности способствовавшее падению общего спроса на суверенные еврооблигации развивающихся стран.

Тем не менее, активный диалог с международным инвестиционным сообществом не прекращался. На регулярной основе проводились встречи с участниками международного рынка в Великобритании, США, Швейцарии, Гонконге. В ходе этих контактов международные инвесторы имели возможность получать актуальную информацию об экономической ситуации в России, о проводимой бюджетной политике и состоянии государственного долга Российской Федерации.

Таким образом, задачи, поставленные в «Основных направлениях государственной долговой политики Российской Федерации на 2013 – 2015 гг.» по поддержанию умеренной долговой нагрузки и превращению национального рынка капитала в стабильный источник удовлетворения потребностей бюджета, могут, в целом, считаться выполненными. Есть все основания полагать, что за прошедшие годы российский рынок государственных ценных бумаг стал в значительно большей степени интегрирован в международный рынок капитала. На рынке облигаций федеральных займов появилась и прочно закрепила свои позиции новая категория долгосрочных иностранных инвесторов из числа крупнейших инвестиционных компаний, суверенных и пенсионных фондов, повысилась ликвидность обращающихся государственных ценных бумаг, кривая доходностей ОФЗ стала полноценным ориентиром для ценообразования при выпуске долговых инструментов субъектами Российской Федерации, муниципальными и корпоративными заемщиками.

1.3. Выполнение программ заимствований 2016 года

В отличие от ситуации за предшествующие два года, когда объем чистых заимствований составлял отрицательную величину, в 2016 г. государственные заимствования выступили одним из основных источников финансирования дефицита федерального бюджета. Чистые заимствования составили 606,6 млрд. рублей (внутренние – 500,0 млрд. рублей, внешние – 106,6 млрд. рублей). Таким образом, за счет привлеченных на рынках средств была профинансирована одна пятая часть бюджетного дефицита.

Положительная динамика цен на нефть, укрепление курса рубля, снижение инфляции, значительный объем ликвидности в российской банковской системе выступили факторами, позволившими Банку России в два этапа снизить ключевую ставку на 100 б.п. и обуславливающими сохранение в 2016 г. значительного спроса на ОФЗ, в том числе со стороны нерезидентов. В результате, к декабрю 2016 г. доходности ОФЗ снизились по всей кривой до предкризисных уровней – порядка 8,5% годовых. Сложившаяся конъюнктура позволила увеличить объем валового привлечения на внутреннем рынке на 200 млрд. рублей, то есть до 1000 млрд. рублей, что стало максимальным объемом заимствований с 2012 г. Особенно интенсивно привлечение средств происходило в четвертом квартале 2016 г. За 1,5 месяца Минфину России удалось выполнить увеличенную программу заимствований сразу на 21% ее объема.

В целом, заемные средства были привлечены на более благоприятных условиях, чем в предыдущие годы. За один аукционный день размещалось облигаций почти на 22,0 млрд. рублей по сравнению с 15,4 млрд. рублей в 2015 г. (средняя доходность размещенных ОФЗ составила **8,7%** годовых против **10,0%** в среднем в 2015 г.). Средняя дюрация размещенных облигаций выросла по сравнению с 2015 г. на 0,4 года: с 5,1 до 5,5 года. Как следствие, общая дюрация портфеля ОФЗ увеличилась на 0,4 года до 3,9 года, а доходность портфеля уменьшилась за год на 1,0 п.п. до 8,5% годовых.

В 2016 г. основным инструментом привлечения вновь стали ОФЗ с фиксированным доходом. По сравнению с 2015 г. их доля возросла на 27 п.п. до 60%¹. Доля долгосрочных ОФЗ увеличилась на 18 п.п. до 30%².

Несмотря на высокий уровень геополитической напряженности, доля нерезидентов на рынке ОФЗ не уменьшилась и оставалась стабильной на уровне не ниже 25%. Иностранные инвесторы владели в конце года суверенными облигациями России на сумму порядка 1,45 трлн. рублей по номинальной стоимости.

В 2016 г. Минфин России продолжил выполнение программы обмена неликвидных (нестандартных) ОФЗ на обычные торгуемые облигации с целью повышения ликвидности обращающегося на вторичном рынке государственного долга. Был осуществлен обмен ОФЗ-АД совокупной номинальной стоимостью 63,7 млрд. рублей на ОФЗ-ПД совокупной номинальной стоимостью 56,4 млрд. рублей. По сравнению с 2015 г. новацией стало проведение обмена на аукционе. Это позволило Минфину России устанавливать итоговые параметры обмена на конкурентной основе. Обязательства Российской Федерации по ОФЗ-АД признаны исполненными. На соответствующие суммы сокращены объемы

¹ ОФЗ-ПК (с переменным купоном) – 39%; ОФЗ-ИН – 1%

² Доля среднесрочных ОФЗ (до 10 лет) составила 70,0%

выпусков в обращении. По результатам обмена государственный внутренний долг Российской Федерации сокращен на 7,4 млрд. рублей.

В целом, в результате проведенных Минфином России в 2015-2016 гг. обменных операций объем неликвидных ОФЗ на рынке снизился на 264,0 млрд. рублей по номинальной стоимости. Тем не менее, неликвидные выпуски по-прежнему составляют значительную часть портфеля ОФЗ. Их совокупный объем оценивается в сумме порядка 680 млрд. рублей по номинальной стоимости, что составляет около 17% всего рынка ОФЗ. При этом в данном показателе не учены ОФЗ, переданные в качестве имущественного взноса Российской Федерации в ГК «АСВ».

Не менее знаковые события происходили в 2016 г. и в части исполнения программы внешних государственных заимствований. После двухлетнего перерыва Российская Федерация успешно разместила два транша 10-летних еврооблигаций с погашением в 2026 году по номинальной стоимости 1,75 и 1,25 млрд. долл. США с доходностями 4,75% и 3,90% соответственно. Цена привлечения заемных средств оказалась существенно ниже «досанкционных» уровней 2013 года¹. Новые еврооблигации были выпущены в стандартной форме: регулируются английским правом, имеют листинг на Ирландской фондовой бирже, ориентированы на два формата размещения – по правилам «144А» и «RegS» - для американских и европейских инвесторов, соответственно.

Оба транша еврооблигаций были размещены со значительной переподпиской (в 2 и 6 раз, соответственно), вызванной значительным спросом на российский риск со стороны различных категорий иностранных инвесторов. Основная часть (около 75%) первого транша была выкуплена инвесторами из Великобритании, Франции, Швейцарии, а также Азии и США. На долю российских банков, управляющих компаний и организаций, оказывающих брокерские услуги, пришлось лишь четверть выпуска. Второй транш был намеренно размещен исключительно среди иностранных покупателей. На долю инвесторов из США пришлось 53%, Европы – 43%, Азии – 4%. Основными покупателями при обоих размещениях выступили управляющие компании, фонды различных типов и банки. Ими было выкуплено более 80% всего выпуска.

Важнейшей особенностью размещения обоих выпусков стало отсутствие посредничества зарубежных банков-организаторов, без которых, как правило, не обходится ни один выпуск еврооблигаций. Более того, размещение было осуществлено и без использования услуг иностранного фискального агента, в роли которого обычно выступает глобальный системно значимый банк. Впервые Россия использовала схему размещения

¹ Доходность размещения еврооблигаций России в долларах США в сентябре 2013 года составила 5,11% годовых

еврооблигаций, полностью опирающуюся на национальную инфраструктуру долгового рынка. Организатором выпуска выступил ВТБ Капитал, а регистратором и фискальным агентом – Национальный расчетный депозитарий (НРД), обладающий статусом центрального депозитария.

Успех выпуска продемонстрировал, что при размещениях на международном долговом рынке существуют реальные возможности налаживания взаимодействия между эмитентом и инвесторами не только через традиционных финансовых посредников, но и напрямую. Безусловно, новая схема продажи облигаций усилила позиции и репутацию российских финансовых институтов. В ноябре 2016 г. новый выпуск был включен в облигационный индекс развивающихся рынков, поддерживаемый американским банком Джей Пи Морган (EMBI). Данный факт – признание высокого качества проделанной всеми участниками проекта работы.

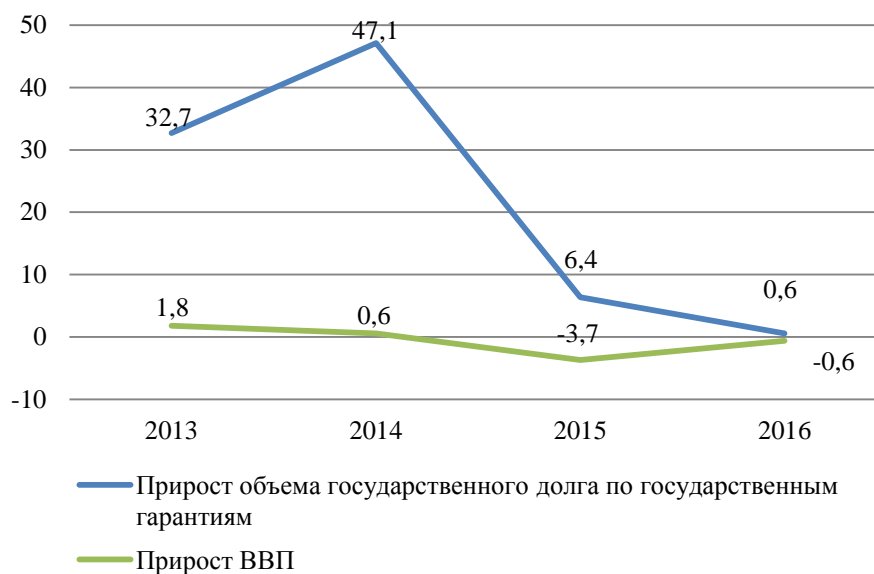
1.4. Итоги оказания гарантийной поддержки в период 2013 – 2016 гг.

В прошедшем периоде сохранилась тенденция к активному применению государственных гарантий в целях решения различных задач социально-экономического развития страны. Всего использовалось порядка десяти типов гарантийной поддержки. При этом темпы прироста государственного долга по государственным гарантиям хоть и снижались, но существенно превышали темпы прироста ВВП (График 6).

В силу того, что наращивание объемов гарантирования значительно опережало темпы прекращения соответствующих обязательств и их выбытия из состава госдолга, на протяжении всего периода имел место рост объема государственного долга по госгарантиям. Таким образом, долговая нагрузка на федеральный бюджет, сопряженная с рисками исполнения государственных гарантий Российской Федерации, последовательно возрастала (График 7).

Согласно результатам исполнения федеральных законов о федеральном бюджете на соответствующие годы, несмотря на упомянутое увеличение долговой нагрузки, за прошедший период ни одна из годовых программ государственных гарантий Российской Федерации не была реализована в полном объеме. Средний уровень фактического предоставления госгарантий в рублях составил за период порядка 66% запланированных объемов (График 8). По гарантиям в иностранной валюте максимальное исполнение достигало лишь 16%.

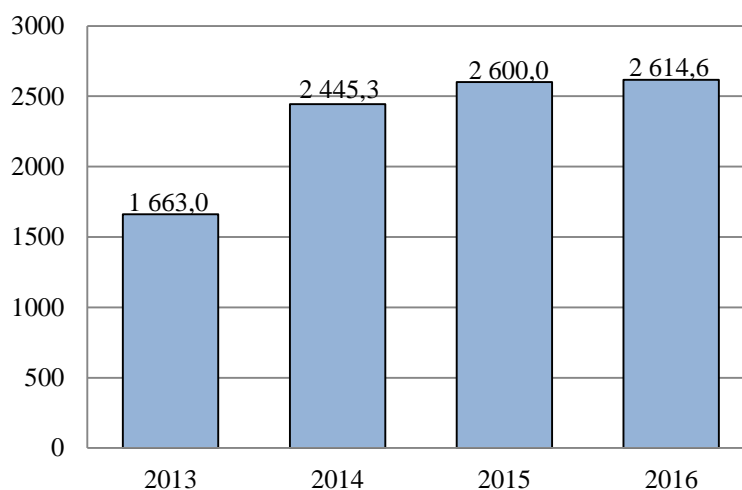
График 6. Ежегодный прирост объемов государственного долга по государственным гарантиям Российской Федерации и ВВП, %



Источник: Минфин России

Тот факт, что на протяжении всего периода утверждаемые законом о федеральном бюджете лимиты предоставления практически по всем видам гарантийной поддержки оказались существенно выше объемов отобранных заявок на предоставление госгарантий, свидетельствует о завышении федеральными органами исполнительной власти заявленных потребностей в государственной гарантийной поддержке. Между тем, именно на основании их предложений Минфином России формируются программы государственных гарантий Российской Федерации.

График 7. Динамика объема государственного долга по государственным гарантиям Российской Федерации (по состоянию на конец года), млрд. руб.



Источник: Минфин России

Сложившаяся по итогам отчетного периода структура портфелей действующих государственных гарантий в национальной и иностранной валюте представлена на Графиках 9 и 10, соответственно. Более половины всех выданных госгарантий в рублях приходится на «антикризисные» условные обязательства. Другими крупными

График 8. Доля фактически предоставленных гарантий Российской Федерации в национальной валюте в общем объеме предоставления гарантий Российской Федерации, предусмотренном в федеральном бюджете, %

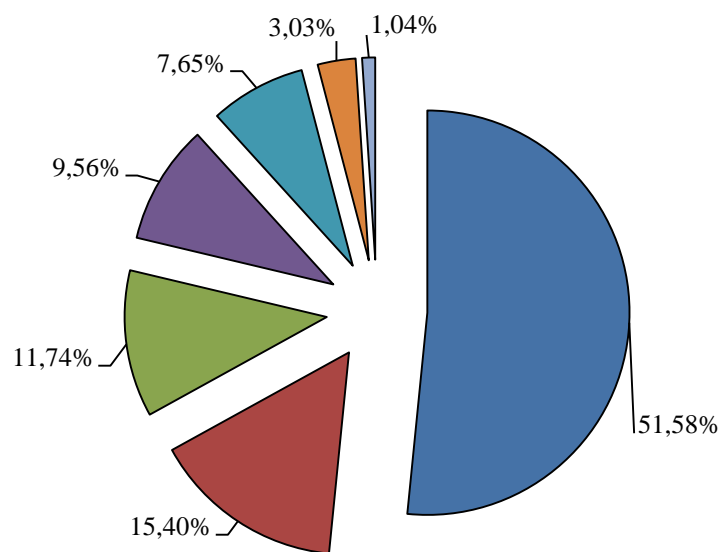


Источник: Минфин России

направлениями гарантирования являются государственная поддержка предприятий оборонно-промышленного комплекса (более 15% портфеля) и отдельных предприятий, в том числе оказанная в целях реализации инвестиционных проектов (почти 12%), а также АО «РОСНАНО» (почти 10%). Абсолютный приоритет при предоставлении государственных гарантий в иностранной валюте отдавался поддержке экспорта российской высокотехнологичной продукции (более 96% портфеля).

Подавляющая доля обязательств, обеспеченных государственными гарантиями Российской Федерации, сроки исполнения которых наступили в 2013-2016 гг., была исполнена предприятиями-принципалами самостоятельно. За отчетный период в Минфин России в связи с наступлением гарантийных случаев поступили требования об исполнении обязательств по 10 госгарантиям на общую сумму 4,3 млрд. рублей (менее 1% объема действующих госгарантий). По 10 госгарантиям, предоставленным в 2009-2010 гг. в рамках

График 9. Структура портфеля действующих государственных гарантий Российской Федерации в национальной валюте, %



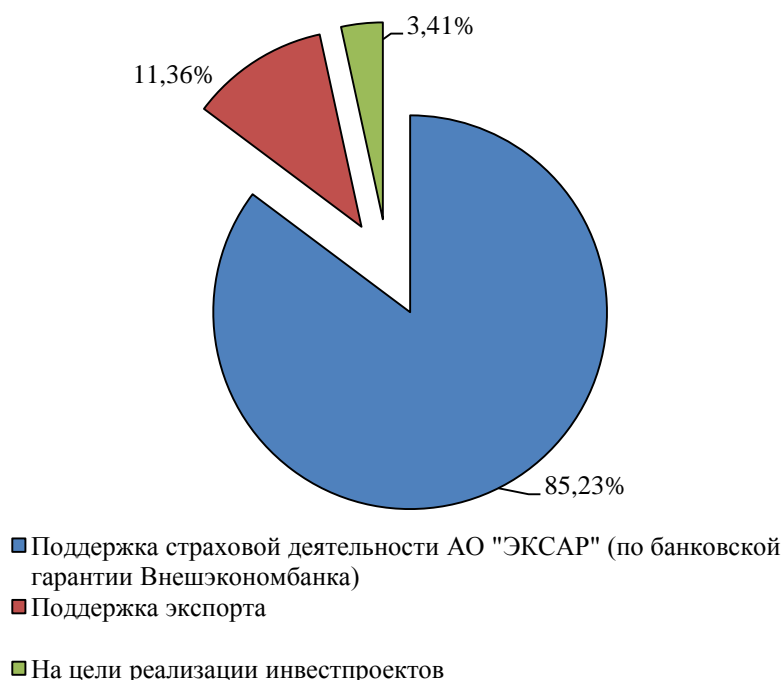
- Антикризисные гарантии, предоставленные в 2012-2016 гг.
- По обязательствам предприятий ОПК (реализация ГОЗ и ФЦП № 1)
- По обязательствам отдельных предприятий (в т.ч. на цели реализации инвестпроектов)
- По обязательствам АО "РОСНАНО"
- По обязательствам ОАО "АИЖК" (развитие ипотечного жилищного кредитования)
- Проектное финансирование
- Для поддержки малого и среднего бизнеса (по банковской гарантии Внешэкономбанка)

Источник: Минфин России, по состоянию на конец 2016 г.

"антикризисной" поддержки, Минфин России осуществил выплаты в пользу банков-бенефициаров на общую сумму 2,9 млрд. рублей (в том числе, по требованиям поступившим в 2012 году), включая: 0,9 млрд. рублей - в пользу ПАО «Сбербанк России» по 2 государственным гарантиям и 2,0 млрд. рублей - в пользу АО «Россельхозбанк» по 8 государственным гарантиям.

В целом, к началу 2017 г. фактически действующими оставались 287 государственных гарантий в валюте Российской Федерации на общую сумму 1,9 трлн. рублей, 10 государственных гарантий Российской Федерации в иностранной валюте на общую сумму 11,7 млрд. долл. США и 1 госгарантия на сумму 0,16 млн. евро. Таким образом, общий объем госдолга по государственным гарантиям составил 2,62 трлн. рублей. Доля госгарантий в объеме государственного долга Российской Федерации уже составляет более 23%.

График 10. Структура портфеля действующих государственных гарантий Российской Федерации в иностранной валюте, %



Источник: Минфин России, по состоянию на конец 2016 г.

2. Основные факторы, определяющие характер и направления заемной / долговой политики Российской Федерации в 2017 – 2019 гг.

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

2.1. Макроэкономические и внешние условия реализации заемной / долговой политики

Предстоящий период 2017 – 2019 гг. несет в себе значительную макроэкономическую неопределенность и существенные риски для национальной экономики. Их материализация может привести как к недополучению федеральным бюджетом доходов и ограничению

числа источников финансирования дефицита федерального бюджета, так и к появлению инициатив, направленных на увеличение государственных расходов.

Согласно «Основным направлениям бюджетной политики на 2017-2019 гг.» к внешним условиям, которые будут оказывать значительное влияние на развитие национальной экономики, отнесены медленное восстановление мирового экономического роста, слабый внешний спрос и «подавленность» традиционных для России сырьевых рынков. Накопленные структурные дисбалансы могут проявить себя в странах с формирующимися рынками, в том числе в России, и будут усугублять замедление темпов роста глобального ВВП.

Наряду со сравнительно неблагоприятными внешними условиями, в российской экономике остается ряд нерешенных специфических проблем. В их числе – низкий уровень диверсификации экономики, сложная демографическая ситуация, снижение доли населения в трудоспособном возрасте и рост населения старше трудоспособного возраста, низкий – по отношению к ВВП – уровень и качество инвестиций, существенные масштабы структурного дефицита федерального бюджета при большой доле бюджетных расходов в ВВП, неэффективная – с точки зрения стимулирования спроса – структура бюджетных расходов, низкая эффективность государственных компаний и высокий уровень регулируемых тарифов естественных монополий. Указанные внутренние условия будут в значительной степени ограничивать восстановление темпов роста российской экономики. Эти проблемы определяют особую актуальность решения задачи успешного проведения структурных экономических преобразований.

В предстоящем периоде одним из ключевых рисков для российской экономики по-прежнему будет являться динамика нефтяных цен. С учетом глобальных тенденций спроса и предложения ожидается, что в указанном периоде цены на нефть будут колебаться в пределах 40-60 долл. США/барр.

Кроме того, существенным риском остается сохранение геополитической напряженности, затрудняющей доступ ряда системно значимых российских компаний к мировому рынку заемного капитала. Угроза эскалации этой напряженности негативно влияет на деловую и потребительскую активность.

Другим фактором, негативно влияющим на уровень спроса на национальном долговом рынке, стало решение о «заморозке» до 2019 г. формирования гражданами России накопительной части пенсии. Эта составляющая пенсионной системы, по своей сути, является естественным источником «длинных» денег, наличие которых относится к числу важнейших предпосылок для стабильности рынка долгового капитала в любой стране.

Ключевыми факторами сохранения устойчивости федерального бюджета в планируемом периоде будут являться меры по уменьшению дефицита федерального бюджета на 1 п.п. в год и возврат к «бюджетному правилу», устанавливающему особый порядок распределения нефтегазовых доходов и направленному на минимизацию негативного влияния на национальную экономику волатильности «конъюнктурных» доходов. Как известно, действие правила было приостановлено в 2016 г. в связи с необходимостью адаптации федерального бюджета к изменившимся внешним и внутренним условиям. В то же время, «Основными направлениями бюджетной политики на 2017-2019 гг.» предусмотрено, что новая редакция «бюджетного правила» будет предусматривать ограничение расходов федерального бюджета при росте цены на нефть выше прогнозируемого уровня, обеспечение сохранения долговой устойчивости в случае уменьшения доходов федерального бюджета при падении цен на нефть.

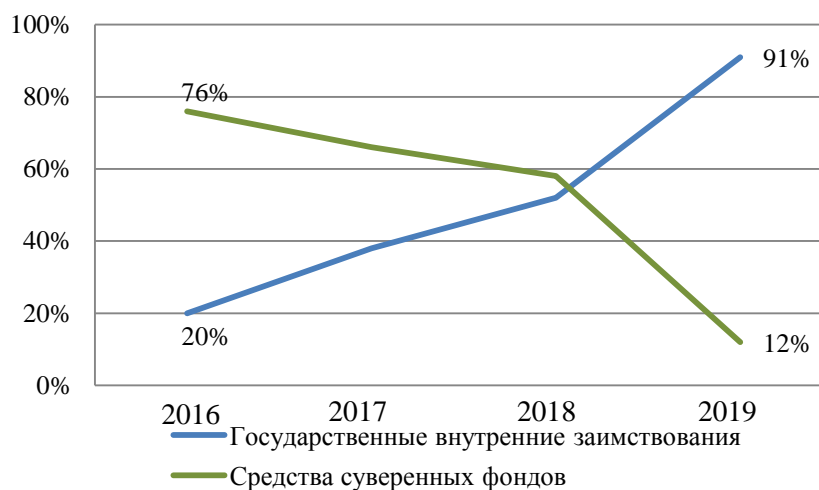
Проводимая Банком России в последние годы жесткая денежно-кредитная политика способствовала снижению инфляции с уровней около 17% в начале 2015 г. до 5,4% к концу 2016 г. Сохранение данной политики позволит достичь стратегической цели по уровню инфляции - не выше 4% - уже в конце 2017 г. В предстоящем периоде ожидается переход банковской системы от структурного дефицита ликвидности (хронической нехватки денежных ресурсов в экономике и необходимости постоянного кредитования коммерческих банков со стороны Банка России) к ее структурному профициту (отсутствие задолженности перед этим кредитором «последней инстанции»). Избыток свободных ресурсов, а также необходимость выполнения банками нормативов по краткосрочной ликвидности будут способствовать росту спроса на высококачественные финансовые активы с низким уровнем риска. Все эти факторы будут играть ключевую роль в формировании устойчивого спроса на государственные ценные бумаги и, как ожидается, будут способствовать созданию необходимых предпосылок для привлечения требуемых федеральному бюджету ресурсов на национальном рынке капитала по приемлемым уровням доходности.

2.2. Государственные заимствования – основной источник финансирования дефицита федерального бюджета

В соответствии с федеральным законом о федеральном бюджете на 2017 год и плановый период 2018-2019 гг. масштабы дефицита бюджета сохранятся на высоком уровне. В 2017 г. этот показатель составит 3,2% ВВП, в 2018 и 2019 гг. – 2,2% и 1,2%, соответственно. Одновременно серьезные изменения претерпит структура источников финансирования этого дефицита. По мере исчерпания средств, накопленных в Резервном

фонде и ФНБ, будут последовательно увеличиваться объемы заимствований, прежде всего, на внутреннем рынке долгового капитала. К концу планируемого периода государственные заимствования, скорее всего, станут основным источником финансирования дефицита федерального бюджета. Их доля увеличится с 20% в 2016 г. до 91% в 2019 г. (График 11).

График 11. Изменение структуры основных источников финансирования дефицита федерального бюджета, %



Источник: Минфин России

В то же время объемы чистых внешних заимствований, выраженных в ценных бумагах, примут отрицательные значения: минус 21,2 млрд. рублей в 2017 г., минус 60,1 и минус 13,2 млрд. рублей в 2018 и 2019 гг., соответственно. Что касается валовых внутренних заимствований, то они, напротив, возрастут с 1,2% ВВП в 2016 г. до 1,7% в 2019 г. В этот год чистые внутренние заимствования достигнут 1,1% ВВП (против 0,6% ВВП в 2016 г.). Данные значения станут максимальными за всю историю современной России.

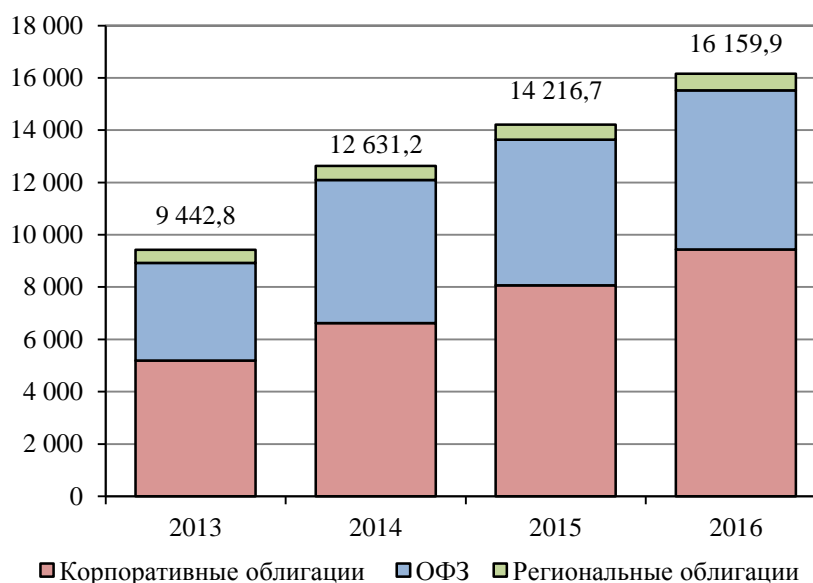
Таким образом, налицо тенденция к накоплению существенных бюджетных рисков, связанных, как минимум, с возможным ухудшением для Российской Федерации как суверенного заемщика финансовых условий заимствований и ростом долговой нагрузки. При самом негативном сценарии речь может идти о невозможности привлечения заемных ресурсов в необходимых объемах и на приемлемых условиях.

2.3. Состояние внутреннего рынка долгового капитала

В период с 2013 по 2016 г. объем внутреннего долгового рынка Российской Федерации вырос с 9,4 до 16,2 трлн. рублей (График 12) или с 13,3% до 19,5% ВВП. В среднем ежегодно рынок увеличивался примерно на 20%. За указанный период сегмент государственных ценных бумаг вырос на 2,3 трлн. рублей, до 6,1 трлн. рублей, а сегмент корпоративных

облигаций – на 4,2 трлн. рублей, до 9,4 трлн. рублей. При этом рынок корпоративного долга показал несколько лучшую динамику, увеличиваясь ежегодно на 22,1% против 17,7% по сегменту государственного долга.

График 12. Структура внутреннего долгового рынка Российской Федерации (по состоянию на конец 2016 г.), млрд. рублей



Источник: CBonds, Минфин России

На текущем этапе емкость российского рынка государственных облигаций в рублях пока еще заметно уступает большинству рынков облигаций в национальных валютах ряда других стран, сопоставимых с Россией по уровню экономического развития (График 13). Вместе с тем, учитывая, что в предстоящем периоде ежегодные валовые заимствования составят в среднем около 1,6 трлн. рублей, то есть возрастут по сравнению с 2016 г. на 60%, рынок гособлигаций России имеет существенный потенциал роста. В случае выполнения в полном объеме программ государственных внутренних заимствований, к 2019 г. объем рынка государственных ценных бумаг возрастет на 3,3 трлн. рублей, до 9,4 трлн. рублей или с 7,4% до 9,5% ВВП. При этом прирост за трехлетний период составит 53%, что почти в 1,5 раза превысит соответствующий показатель за период 2013-2016 гг. (39%).

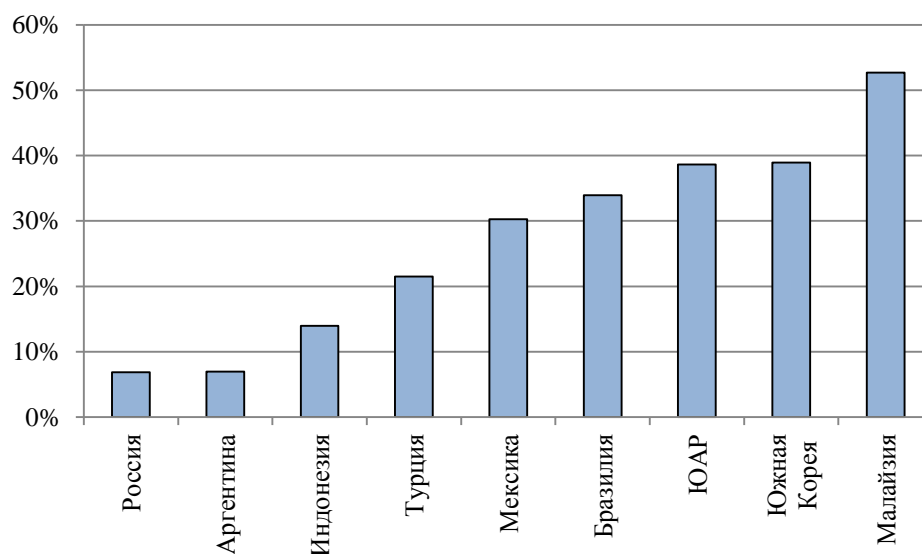
В период 2013-2016 гг. российский долговой рынок рос не только в объеме, но и по количеству участников. Число корпоративных заемщиков увеличилось с 353 до 389¹, а субфедеральных и муниципальных с 38 до 46².

¹ Количество эмитентов, облигаций которых находились в обращении на начало 2013 года и конец 2016 года соответственно, по данным CBonds

² По данным Минфина России

В отчетном периоде ежедневный биржевой оборот госбумаг вырос с 15 до 19 млрд. рублей¹, в то время как для корпоративных и региональных облигаций этот показатель практически не изменился, оставаясь в среднем на уровне 24 и 1,8 млрд. рублей³, соответственно.

График 13. Емкость рынков государственных облигаций в национальных валютах ряда стран, % ВВП



Источник: BIS, по состоянию на конец 2015 г.

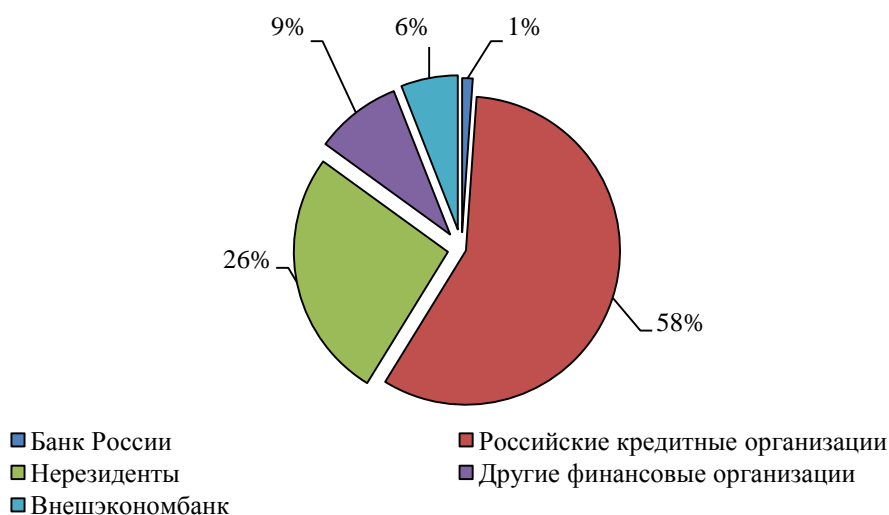
Основными держателями ОФЗ (График 14) выступают российские кредитные организации, которые используют государственные ценные бумаги для обеспечения рефинансирования через инструменты РЕПО с Банком России и Федеральным казначейством. Российские банки осуществляют вложения в ОФЗ преимущественно в целях выполнения нормативов краткосрочной ликвидности, управления ликвидностью в целом и реализации краткосрочных стратегий инвестирования. Доля консервативных институциональных инвесторов из числа небанковских организаций на рынке ОФЗ пока незначительна. На текущем этапе на рынке государственных облигаций к числу таких инвесторов может быть отнесен Внешэкономбанк как государственная управляющая компания средствами пенсионных накоплений (далее – ГУК), а также ряд нерезидентов (например, Норвежский пенсионный фонд). Не попадают на внутренний долговой рынок и денежные средства, принадлежащие российским экспортерам нефти, газа, сырьевых товаров.

По состоянию на конец 2016 г. в портфеле ГУК находилось гособлигаций в валюте Российской Федерации в сумме около 339,0 млрд. рублей, что эквивалентно примерно 6%

¹ По данным CBonds

рынка ОФЗ. В 2015 г. Правительство Российской Федерации приняло решение о снижении доли государственных ценных бумаг Российской Федерации в расширенном инвестиционном портфеле Внешэкономбанка с 50% до 40% в целях стимулирования увеличения доли корпоративных облигаций, выпущенных, в том числе для финансирования инфраструктурных проектов. Снижение указанной доли не привело к продаже ГУКом государственных ценных бумаг, однако сократило потенциал для дальнейших покупок ей данных инструментов. Последствия этого решения для долгового рынка и государственных заимствований еще предстоит увидеть и оценить.

График 14. Структура владельцев ОФЗ, %

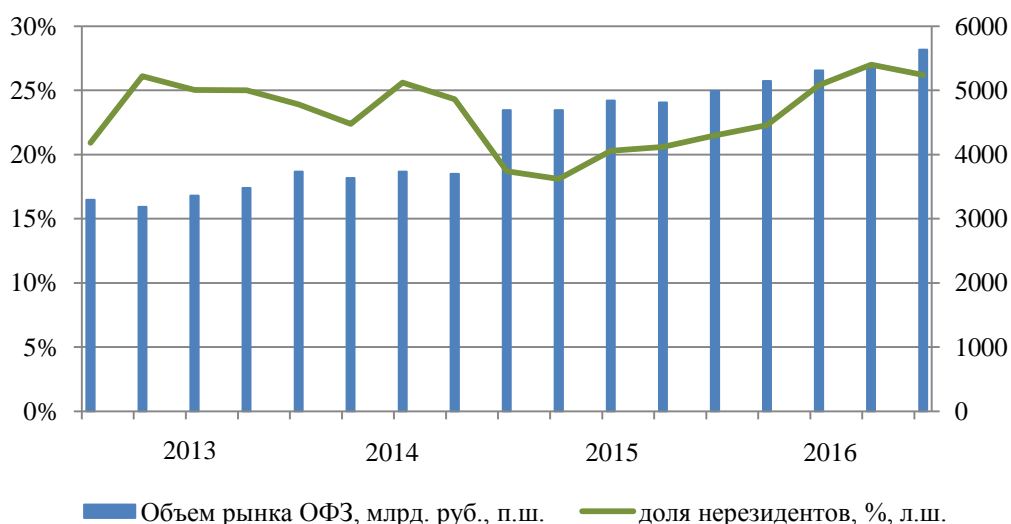


Источник: Минфин России, Банк России, по состоянию на конец 2016 г.

Значительным потенциалом для инвестирования в ОФЗ обладают средства резервов страховых компаний, которые по своему объему сопоставимы с накоплениями негосударственных пенсионных фондов. Однако в настоящее время ни страховые компании, ни пенсионные фонды не осуществляют сколько-нибудь значимых инвестиций в государственные облигации. Одна из причин – обязанность управляющих компаний переоценивать эти бумаги по состоянию на конец года по рыночной стоимости. Нежелание принимать риск переоценки приводит к тому, что управляющие пенсионными средствами предпочитают депозиты в коммерческих банках государственным ценным бумагам, ограничивая таким образом спрос на ОФЗ. Данное обстоятельство обуславливает необходимость скорейшего рассмотрения вопроса обоснованности сохранения вышеуказанного нормативного требования как с точки зрения перспектив формирования рынка долгосрочных инвестиций, необходимого для развития национальной экономики, так и в плане ожидаемого наращивания государственных заимствований.

Доля средств нерезидентов, инвестированных в ОФЗ, на протяжении ряда лет остается на довольно высоком уровне (Графики 14 и 15). В 2016 г. в их портфелях накопилась четвертая часть обращающихся на рынке государственных бумаг. Одним из факторов, обуславливающим интерес нерезидентов к этим инвестициям и оказывающим влияние на их поведение на рынке, является доля российских государственных облигаций в структуре глобальных индексов облигаций. Позиции России как суверенного заемщика в данных индексах выглядят обнадеживающе. По состоянию на конец 2016 г., российские облигации включены в такие ключевые глобальные индексы, как EMBI Global Diversified (рассчитывается инвестиционным банком Джей Пи Морган (J.P. Morgan)), Global Aggregate Bond Index – Барклайс (Barclays), и EMGBI - Ситигруп (Citigroup).

График 15 Динамика рынка ОФЗ и доли нерезидентов на нем в 2013 – 2016 гг.



Источник: Минфин России, Банк России

Присутствие ОФЗ в глобальных индексах свидетельствует о соответствии характеристик внутреннего долгового рынка России и непосредственно параметров выпусков государственных облигаций требованиям, предъявляемым международным инвестиционным сообществом. В целом, в настоящее время этот рынок обладает всеми атрибутами развитого долгового рынка и стабильной базой инвесторов. В то же время объемы предложения государственных ценных бумаг, запланированные на ближайшие три года, оцениваются как предельные с точки зрения текущей его емкости. Данное обстоятельство обуславливает особую важность успешного решения поставленных задач по диверсификации предлагаемых рынку долговых инструментов и расширению круга его участников.

В этом плане положительную роль могло бы сыграть кардинальное улучшение кредитных рейтингов, присваиваемых России и отдельным выпускам государственных облигаций, прежде всего, глобальными рейтинговыми агентствами. Однако в начале 2015 г. из-за роста геополитических рисков, усиления негативных тенденций в российской экономике (замедление темпов роста ВВП, отток капитала и др.) долгосрочные кредитные рейтинги России по обязательствам в иностранной валюте были понижены всеми тремя международными рейтинговыми агентствами. Standard & Poor's оценил российский риск в иностранной валюте на уровне «BB+» – верхней ступени неинвестиционной категории с негативным прогнозом. Вслед за этим рейтинговое агентство Moody's присвоило рейтинг обязательствам Российской Федерации в иностранной и национальной валюте «Ba1» с негативным прогнозом. Fitch Ratings понизило рейтинг обязательств в иностранной валюте до уровня «BBB-» – нижней ступени инвестиционного уровня с присвоением рейтингу негативного прогноза. В то же время рейтинги от Standard & Poor's и Fitch Ratings по обязательствам Российской Федерации в национальной валюте остались на инвестиционном уровне «BBB-».

В то же время, при принятии решений о снижении суверенных рейтингов России зарубежные агентства явно и неприкрыто руководствовались факторами геополитического характера. В присвоенных России рейтингах слабо учтен целый ряд объективных фактов, характеризующих сильные стороны российской экономики и устойчивость её финансовой системы. Речь идет, в частности, о накопленных международных резервах, включая средства суверенных фондов, об устойчивом профиците счета текущих операций, следовании Банком России политике плавающего валютного курса и других.

В 2016 г. зарубежные агентства частично скорректировали ранее принятые решения. В марте 2016 г. Moody's поместило суверенный рейтинг России – наряду с рейтингами ряда других стран-экспортеров нефти – в категорию «особое наблюдение» с «негативным» прогнозом. Однако уже в апреле агентство исключило российский рейтинг из указанной категории. В сентябре 2016 г. Standard & Poor's хотя и сохранило суверенный рейтинг России на прежнем уровне, но улучшило его прогноз с оценки «негативный» на «стабильный». В октябре 2016 г. Fitch Ratings также улучшило прогноз по суверенному кредитному рейтингу России с «негативного» на «стабильный». К началу 2017 г. Российская Федерация имела следующие уровни суверенных кредитных рейтингов от зарубежных агентств: Standard & Poor's – «BB+», прогноз «стабильный»; Moody's – «Ba1», прогноз «негативный»; Fitch Ratings – «BBB-», прогноз «стабильный», то есть с точки зрения оценки кредитоспособности страны аналитики этих агентств поставили Россию в один ряд с такими суверенами, как Доминиканская Республика, Коста-Рика, Республика Сербия, хотя

доходности обращающихся на рынках их долговых инструментов на 150-175 б.п. превышают доходности еврооблигаций России¹.

Таким образом, сложилась парадоксальная ситуация, когда инвесторы и рейтинговые агентства дают противоположные оценки кредитоспособности России. Этому «феномену» есть, очевидно, вполне конкретное объяснение, определяемое, в числе других факторов, способностью экономики России поддерживать устойчивость в условиях серьезных внешних шоков. Однако «оторванность» оценок рейтинговых агентств от фундаментальных характеристик российской экономики не может не беспокоить, хотя уже в 2016 г. Standard & Poor's и Moody's улучшили свои прогнозы по российскому рейтингу с «негативного» на «стабильный».

В целях создания благоприятных предпосылок для государственных заимствований Минфин России совместно с другими федеральными органами исполнительной власти и организациями на постоянной основе ведет открытый диалог с международными рейтинговыми агентствами с целью раскрытия максимально подробной информации о планах России по совершенствованию ее экономики и созданию необходимых условий для ее дальнейшего устойчивого роста.

Сомнения в обоснованности решений, принятых международными рейтинговыми агентствами, спровоцировали общероссийскую дискуссию о перспективах развития рейтинговой деятельности (бизнеса) в Российской Федерации. В результате, в 2015 г. было зарегистрировано АКРА, учрежденное 27 крупнейшими российскими компаниями и системообразующими финансовыми институтами, получившее всеобъемлющую поддержку как Банка России, так и Правительства Российской Федерации.

Как ожидается, развертывание деятельности национального рейтингового агентства обеспечит формирование альтернативного аргументированного мнения относительно кредитоспособности России и надежности выпускаемых ею долговых инструментов, а также «здоровую конкуренцию» с международными рейтинговыми агентствами. С созданием АКРА участники долгового рынка получили доступ к дополнительной независимой экспертизе, нередко необходимой для принятия инвестиционных решений. В свою очередь, финансовые власти России расширили свои возможности в плане снижения зависимости от оценок иностранных рейтинговых агентств при выполнении функций по пруденциальному надзору и регулированию финансовых рынков.

¹ По данным агентства Рейтер на конец 2016 г. для 10-летних долговых инструментов в долл. США

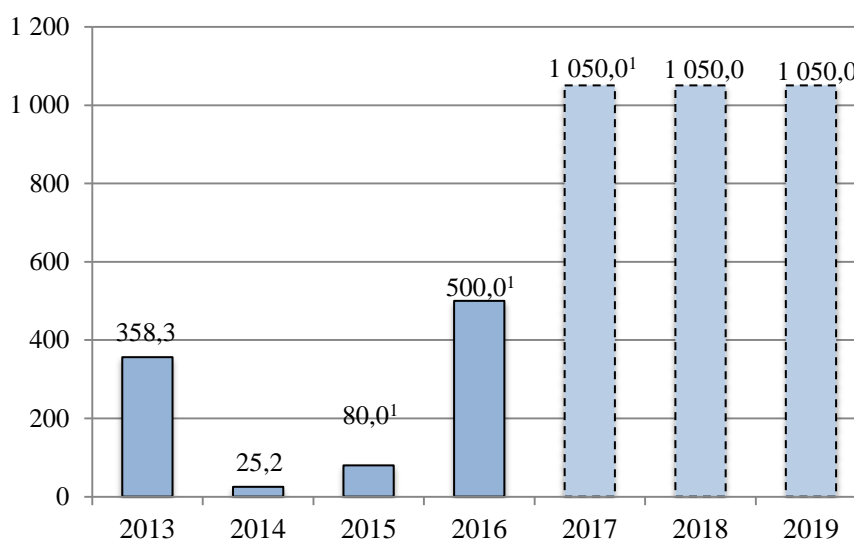
3. Приоритеты и инструменты долговой политики

3.1. Заимствования на внутреннем рынке долгового капитала

3.1.1. Предпосылки для увеличения объемов внутренних заимствований

Как уже отмечалось ранее, в предстоящий период национальный долговой рынок выступит в качестве основного источника финансирования дефицита федерального бюджета. Ожидается, что в 2017-2019 гг. чистые внутренние заимствования будут превышать 1 трлн. рублей в год (График 16). Запланированные объемы привлечения более чем в три раза превышают средний ежегодный объем чистых внутренних заимствований за последние шесть лет.

График 16. Объемы чистого привлечения средств в 2013-2019 гг. за счет эмиссии государственных ценных бумаг в валюте Российской Федерации, млрд. рублей



Источник: Минфин России

Реалистичность планов по столь значительному наращиванию объемов заимствований без риска раскручивания долговой спирали и без ущерба для рынка корпоративного долга обуславливается следующими обстоятельствами. Прежде всего, ожидается снижение инфляции до 4% и сохранение на соответствующих умеренных уровнях процентных ставок в экономике, что будет способствовать росту привлекательности инструментов с фиксированной доходностью. Вторым существенным условием является ожидаемое наличие

¹ Без учета операции обмена

у российских банков, выступающих «якорными» инвесторами на внутреннем долговом рынке, значительного объема ликвидности, источником которой станут, прежде всего, средства федерального бюджета, поступающие в экономику. В результате, участники рынка будут иметь возможность увеличить объемы своих вложений в государственные ценные бумаги.

Нерезиденты сохранят свое присутствие на рынке российских гособлигаций, однако, скорее всего, не будут готовы наращивать свои позиции в ОФЗ теми же темпами, что и российские инвесторы. В результате, объем вложений иностранных участников рынка хоть и вырастет в абсолютном выражении, но доля нерезидентов на долговом рынке будет планомерно «размываться», опускаясь ниже текущих значений, оцениваемых на уровне 26%¹.

Значительная доля нерезидентов среди держателей государственных ценных бумаг, безусловно, может считаться одним из свидетельств зрелости российского рынка. Однако активность иностранных инвесторов – из-за повышенной «мобильности» их капиталов и специфических предпочтений по типам долговых инструментов – сопряжена с определенными рисками для стабильного функционирования национального рынка и является объектом пристального внимания со стороны как Минфина России, так и Банка России. В этом контексте ожидаемая тенденция к снижению доли присутствия нерезидентов будет способствовать минимизации данных рисков.

3.1.2. Инструменты исполнения программы заимствований

Решение задачи привлечения заемных средств в запланированных объемах требует диверсификации предлагаемых участникам рынка долговых инструментов по типам и срокам, планомерного поддержания и развития базы инвесторов.

Основными инструментами исполнения программы государственных внутренних заимствований останутся ОФЗ-ПД и ОФЗ-ПК. При этом, по сравнению с предыдущим периодом, роль инструментов с плавающей процентной ставкой будет возрастать.

При относительно стабильной ситуации на рынке и тренде на снижение процентных ставок акцент будет делаться на размещении средне- и долгосрочных ОФЗ-ПД. Напротив, в периоды повышенной волатильности процентных ставок предпочтение будет отдаваться эмиссии «защитных» инструментов – ОФЗ-ПК, а также ОФЗ-ИН. Однако привлечение средств за счет эмиссии ОФЗ-ИН не рассматривается в качестве значимого источника финансирования дефицита федерального бюджета. Заимствования в этом инструменте будут

¹ По состоянию на конец 2016 г, по данным Банка России

ориентированы, прежде всего, на решение задачи создания адекватного ориентира по стоимости заимствований для корпоративных заемщиков и индикатора, отражающего инфляционные ожидания участников рынка.

Эмиссия облигаций с изменяющимся уровнем дохода (ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН) станет одним из способов минимизации стоимости привлечения государством заемных средств на длительный срок в условиях, когда процентные ставки по инструментам с фиксированным доходом (ОФЗ-ПД) объективно завышены. Однако выпуск таких облигаций сопряжен для эмитента с риском роста стоимости обслуживания долга в будущем (процентный риск). Как следствие, объем эмиссии таких инструментов не может не быть ограничен. Исходим из того, что совокупная доля ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН в общем объеме государственного внутреннего долга, выраженного в ценных бумагах, не превысит отметку в 20-25% объема государственного внутреннего долга. В настоящее время данный показатель уже достиг 17%¹.

Одним из дополнительных факторов роста привлекательности рынка ОФЗ является развитие рынка производных инструментов на госбумаги. С 2011 г. на Московской Бирже инвесторам предлагаются фьючерсы на корзины ОФЗ со сроками погашения от двух до пятнадцати лет, а с 2016 г. – и фьючерс на ставку РУОНИА, позволяющий хеджировать риск при покупке ОФЗ с переменным купонным доходом. Однако объемы сделок с данными инструментами незначительны и существенно ниже объема торгов на ОФЗ. К числу причин недостаточной развитости указанного сегмента могут быть отнесены факторы как объективного характера (ограниченное количество участников: из 13 крупнейших дилеров ОФЗ на данном рынке представлены только 3), так и нормативные ограничения, связанные с управлением коллективными инвестициями (запрет управляющим компаниям использовать производные инструменты при управлении пенсионными средствами). Тем не менее, в предстоящем периоде будет продолжена проработка вопросов развития рынка производных инструментов на ОФЗ в целях снижения затрат инвесторов на управление процентными рисками, повышения ликвидности спот-рынка ОФЗ и, как следствие, роста привлекательности государственных ценных бумаг и снижения стоимости заимствований Российской Федерации на внутреннем рынке капитала.

На текущем этапе «линейка» долговых инструментов Минфина России вполне обеспечивает потребности различных категорий участников национального рынка капитала. В этой связи в предстоящем периоде не планируется возврат к практике размещения таких нерыночных долговых инструментов, как ГСО, выпускавшиеся в предыдущие годы в целях

¹ По оценке Минфина России по состоянию на конец 2016 г., без учета объема ОФЗ-ПК, переданных банкам ГК «АСВ» на условиях «возврата» банками купонных выплат по полученным ОФЗ в бюджет через ГК «АСВ»

удовлетворения спроса со стороны российских институциональных инвесторов, осуществляющих размещение средств пенсионных накоплений.

Приоритетным направлением эмиссионной политики в планируемом периоде будет выпуск средне- и долгосрочных государственных ценных бумаг. Несмотря на риски некоторого сокращения сроков заимствований на фоне значительного увеличения объема предложения, стратегической целью по-прежнему остается увеличение средней дюрации долгового портфеля до 5 лет (по состоянию на конец 2016 г. – 3,9 года).

В планируемом периоде Минфин России продолжит принимать меры, направленные на повышение ликвидности гособлигаций и открытости рынка государственного долга в целях увеличения доли российских инструментов в глобальных облигационных индексах. Решение этой задачи будет способствовать росту спроса на указанные бумаги, поскольку прямо связано с необходимостью воспроизведения структуры портфеля ценных бумаг, включенных в глобальные индексы, многими институциональными инвесторами и фондами.

3.1.3. Обеспечение комфортного и безопасного доступа населения к рынку государственных облигаций

В предстоящем периоде планируется осуществить эмиссию новых долговых инструментов, ориентированных исключительно на российских физических лиц, т.е. на категорию инвесторов, доля которой в структуре держателей гособлигаций в настоящее время является незначительной. Целью выпуска данных специальных государственных ценных бумаг является не столько фискальная функция, сколько повышение финансовой грамотности населения, воспитание у него культуры сохранения и инвестирования средств, в том числе, за счет стимулирования граждан к средне- и долгосрочным сбережениям. При этом, по крайней мере, на первом этапе, потенциал данного инструмента с точки зрения выполнения программы заимствований весьма ограничен (планируемый ежегодный объем размещения «розничных» ОФЗ – 20-30 млрд. рублей). Приходится учитывать то обстоятельство, что эмиссия сопряжена с высокими операционными и административными издержками, связанными, прежде всего, с созданием и поддержанием системы дистрибуции этих ценных бумаг.

Важным отличием облигаций для населения от «классических» ОФЗ станет нерыночный характер нового инструмента, отсутствие их вторичного обращения, запрет на владение ими юридическими лицами. По своим характеристикам и уровню риска облигации для населения будут «находиться» между банковскими депозитами и обычными ОФЗ, обращающимися на организованном финансовом рынке. По этой причине, новые бумаги,

скорее всего, не будут конкурировать с банковскими вкладами. Для граждан, которые не являются профессиональными участниками рынка, покупка и владение «розничными» ОФЗ станет своего рода промежуточным шагом на пути от традиционного инструмента сбережений, которым является банковский депозит, к рыночным ценным бумагам, имеющим вторичное обращение и сопряженным с повышенными рисками.

3.1.4. Активные операции по управлению государственным долгом

Учитывая сохранение в портфелях участников рынка значительного объема неликвидных государственных ценных бумаг, размещенных в предыдущие годы преимущественно нерыночным способом (вне аукционов), в 2017-2019 гг. Минфин России продолжит начатую в 2015 г. практику обмена этих бумаг на стандартные ОФЗ в целях дальнейшего повышения ликвидности и развития национального рынка долгового капитала. Более того, планируется перейти к регулярной практике обмена теряющих ликвидность обращающихся выпусков с приближающимися сроками погашения на «новые» («on-the-run») выпуски. Указанные операции являются стандартными с точки зрения лучшей мировой практики управления государственным долгом и ориентированы на обеспечение постоянного поддержания ликвидности обращающихся долговых инструментов в ключевых точках кривой доходностей.

Проведение операций обмена будет также направлено на решение следующих задач:

- замена выпусков с нестандартными (незначительными) объемами на эталонные выпуски с объемом в обращении не менее 250 млрд. рублей;
- сокращение государственного долга и / или расходов на его обслуживание;
- корректировка «аномалий» ценообразования обращающихся на рынке облигаций, повышение репрезентативности кривой доходности ОФЗ;
- уменьшение доли Банка России во владении отдельными выпусками государственных облигаций.

Повышение ликвидности обращающихся ОФЗ, обеспечиваемое в результате решения перечисленных выше задач, будет способствовать росту доли государственных ценных бумаг Российской Федерации в глобальных индексах облигаций, важнейшим требованием для включения в которые является уровень ликвидности долговых инструментов. Это, в свою очередь, будет стимулировать спрос на российский риск со стороны нерезидентов.

3.1.5. Поддержание эффективного диалога с участниками рынка

Как эмитент государственных ценных бумаг, Минфин России придает существенное значение поддержанию конструктивного диалога со всеми категориями инвесторов. Основная цель такого взаимодействия – установление с участниками рынка режима «обратной связи» для выявления их настроений и предпочтений, получение актуальной информации о специфике инвестиционного спроса по типам, срокам и объемам долговых инструментов. В этой связи планируется проведение следующих мероприятий:

1) регулярное – не реже раза в квартал - проведение встреч и телефонных конференций с ключевыми участниками рынка;

2) публикация на официальном сайте Минфина России в сети Интернет актуальной информации о состоянии государственного долга и экономики Российской Федерации, планах государственных заимствований, «Основных направлений государственной долговой политики Российской Федерации» на русском и английском языках, квартальных графиков аукционов по размещению ОФЗ, обнародование другой актуальной информации;

3) разъяснение принимаемых решений в области государственного долга Российской Федерации;

4) совершенствование на постоянной основе и приведение в соответствие с лучшими международными стандартами разделов официального сайта Минфина России, посвященных вопросам реализации государственной долговой / заемной политики Российской Федерации.

Кроме того, в рамках мер, направленных на повышение глобальной привлекательности рынка российских гособлигаций, будет продолжено взаимодействие с организациями, осуществляющими расчет и публикацию глобальных индексов облигаций, на которые ориентируются различные категории участников международного рынка капитала.

3.2. Заимствования на международных рынках долгового капитала

3.2.1. Приоритеты и задачи

В условиях прогнозируемого в предстоящем периоде положительного сальдо текущего счета отсутствует объективная потребность в привлечении Российской Федерацией заемных ресурсов в иностранной валюте. Приток этих средств оказывал бы дополнительное нежелательное давление на курс национальной валюты. В этой связи в 2017-2019 гг. планируется продолжить практику ежегодных заимствований на международном рынке капитала в ограниченных объемах. Это необходимо для сохранения присутствия России на

рынке как суверенного заемщика и поддержания репрезентативной кривой доходности долговых обязательств Российской Федерации в иностранной валюте, а также для увеличения числа и круга инвесторов, готовых приобретать российские суверенные облигации, и создания предпосылок для улучшения условий заимствований российских корпоративных эмитентов.

При размещении на внешних долговых рынках основной «фокус-группой» по-прежнему будут выступать нерезиденты. Данный подход представляется абсолютно оправданным, поскольку в полной мере отвечает заявленным выше целям государственных внешних заимствований. Инвесторам, чей капитал имеет российское происхождение, предлагается ориентироваться на суверенные долговые инструменты в рублях. Набор предлагаемых на текущем этапе ОФЗ и по срокам, и по типам в целом «закрывает» их потребности.

В ближайшие три года выпуск еврооблигаций по-прежнему будет осуществляться преимущественно в долларах США, поскольку глобальный рынок долговых инструментов в этой валюте является наиболее емким и позволяет минимизировать стоимость привлекаемых средств. При этом, в случае формирования соответствующих предпосылок, иностранным инвесторам будут предлагаться и облигации, номинированные в иных валютах, например, в евро. Решения о том, в какой валюте будут осуществляться заимствования на внешних рынках, будут приниматься с учетом потребностей создания для российских корпоративных заемщиков соответствующих ориентиров доходности. В данном контексте будет продолжено изучение предпосылок и возможностей осуществления заимствований в китайских юанях.

Полученный в 2016 г. положительный опыт обуславливает оправданность использования национальной инфраструктуры финансового рынка при размещении еврооблигаций. Этот подход, однако, не означает полного отказа от сотрудничества с системообразующими зарубежными (иностранными) финансовыми институтами, особенно с теми из них, которые демонстрируют готовность работать в России и с Россией, несмотря на оказываемое на них давление. Безусловно, будет продолжено активное взаимодействие с международными расчетно-клиринговыми системами Euroclear и Clearstream, обеспечивающими иностранным инвесторам комфортный доступ к рынку российских долговых инструментов как в иностранной, так и в российской валюте.

В целях удовлетворения спроса нерезидентов на российский риск исходим из целесообразности предоставления на законодательном уровне глобальным банкам, оказывающим клиентам кастодиальные услуги по всему миру, права открывать счета депо иностранного номинального держателя в центральной депозитарии России – в НРД. В

настоящее время таким правом обладают только иностранные центральные депозитарии и расчетно-клиринговые системы.

В рамках проведения операций по активному управлению государственным внешним долгом и в целях обеспечения более равномерной долговой нагрузки на федеральный бюджет, в предстоящем периоде планируется выпуск новых еврооблигаций и их использование для обмена (вывода с рынка) ранее выпущенных долговых обязательств, номинированных в иностранной валюте.

3.2.2. Альтернативные рынки

В условиях сохраняющейся геополитической напряженности, следствием которой стало ограничение доступа Российской Федерации и отечественных компаний к внешнему финансированию, приобретает особую актуальность решение задачи обеспечения доступа России и ее хозяйствующих субъектов к альтернативным источникам заемных ресурсов. Безусловный приоритет в рассматриваемой области – выпуск новых долговых инструментов, регулируемых российским правом, с использованием национальной инфраструктуры финансового рынка и с опорой на отечественные финансовые институты.

Наиболее перспективным в этой связи представляется размещение на Московской Бирже ОФЗ, номинированных в китайских юанях и ориентированных не на «офф-шорных», а на внутренних («материковых») инвесторов из Китайской Народной Республики. Основными аргументами в пользу выбора национальной валюты КНР в качестве валюты дебютного выпуска облигаций являются высокая емкость внутреннего долгового рынка Китая, внушительный потенциал юаня как новой резервной валюты, а также важность развития двустороннего сотрудничества с этой страной в финансово-экономической сфере.

В условиях сохраняющегося в КНР режима ограниченной конвертации юаня, а также наличия иных валютных ограничений работа в рассматриваемой области не может быть ускорена и тем более форсирована. В то же время необходимо констатировать, что выход на китайский рынок предполагает наличие соответствующих договоренностей с местными регуляторами и необходимых организационных предпосылок. Стороны поэтапно создают предпосылки для взаимодействия. Соответствующие намерения нашли отражение, например, в Меморандуме о взаимопонимании и сотрудничестве в финансовой сфере между Минфином России и Минфином КНР, подписанном 17 декабря 2015 г. В этом документе в качестве одного из ключевых направлений совместной работы определено обеспечение возможности взаимного доступа эмитентов корпоративных и государственных облигаций на национальные финансовые рынки.

В настоящее время можно говорить о наличии заинтересованности как российских профессиональных участников фондового рынка, так и российских дочерних структур ряда китайских банков выступить организаторами такого размещения. Однако успех вывода российских облигаций на китайский внутренний рынок будет в значительной степени определяться тем, в какой мере китайские регуляторы создадут возможности для китайских материковых инвесторов «открыть для себя» российский рынок, получить шанс для свободного приобретения нового вида суверенных облигаций.

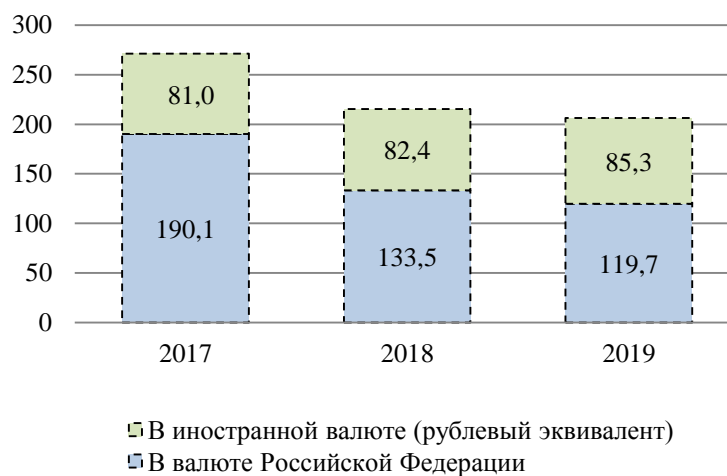
3.3. Государственная гарантийная поддержка

3.3.1. Виды и объемы государственных гарантий

Как и в предыдущие годы, формирование программ государственных гарантий Российской Федерации на предстоящий период осуществляется на основании предложений заинтересованных федеральных органов исполнительной власти, ответственных за государственную политику в соответствующих отраслях экономики, и с учетом опыта оказания государственной гарантийной поддержки предыдущих лет. Общий объем предусмотренных к предоставлению в 2017 г. государственных гарантий в национальной валюте составляет 190,1 млрд. рублей, то есть будет на 87% ниже уровня предшествующего года. Тенденция к уменьшению государственной гарантийной поддержки сохранится и в 2018-2019 гг. Объемы предоставления гарантий запланированы в суммах 133,5 и 119,7 млрд. рублей, соответственно. Что касается госгарантий в иностранной валюте, то в течение следующих трёх лет их суммы будут сохраняться, в среднем, на уровне, эквивалентном 83,0 млрд. рублей в год (График 17).

На предстоящий период будут существенно сокращены объемы гарантийной поддержки инвестиционных проектов (в среднем на 43% по сравнению с 2016 г.). Вместе с тем, данное направление господдержки по-прежнему рассматривается в качестве приоритетного. Госгарантии будут предоставляться как на реализацию проектов в отдельных отраслях экономики и видах производства (в том числе в рамках федеральной целевой программы «Развитие оборонно-промышленного комплекса Российской Федерации на 2011 – 2020 годы», развития двигателестроения для гражданской авиации), так и на реализацию проектов в отдельных регионах страны (Северо-Кавказский федеральный округ). Сохранится и поддержка деятельности АО «РОСНАНО», включая предоставление государственных гарантий по кредитам, привлекаемым заинтересованными организациями для приобретения принадлежащих Обществу предприятий.

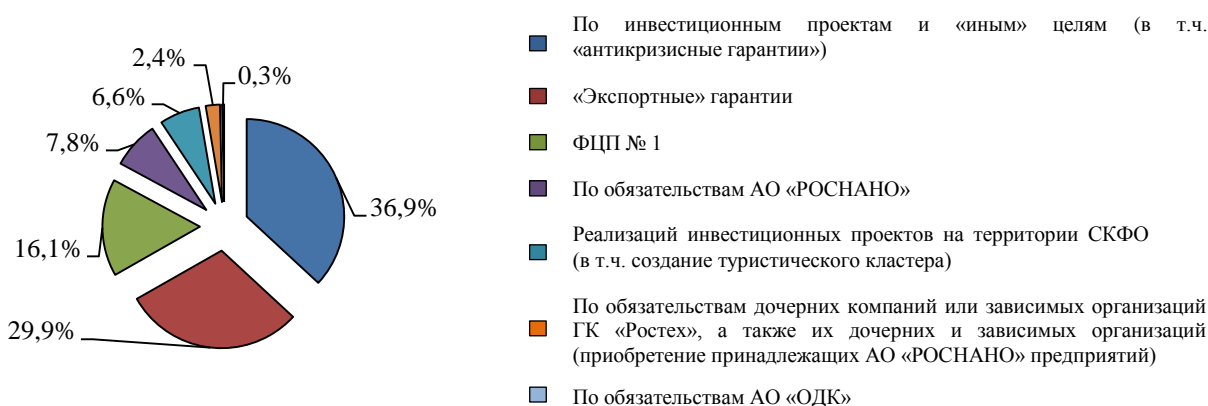
График 17. Планируемые объемы предоставления государственных гарантий Российской Федерацией, млрд. руб.



Источник: Минфин России

В 2017-2019 годах будет продолжено оказание государственной гарантийной поддержки экспорту промышленной продукции (товаров, работ, услуг) с ежегодным лимитом предоставления соответствующих гарантий на уровне 2016 года (1,2 млрд. долларов США).

График 18. Планируемое предоставление государственных гарантий Российской Федерации в 2017 году¹



Источник: Минфин России

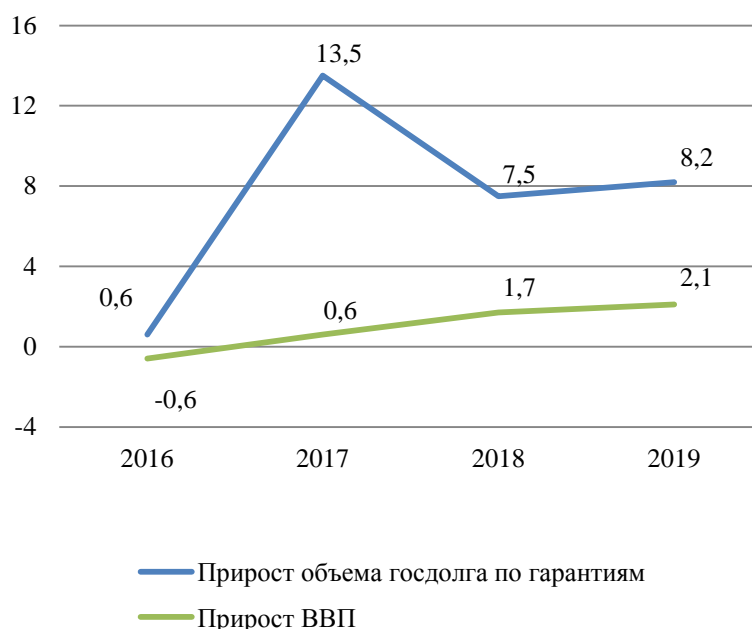
Таким образом, структура планируемых к предоставлению государственных гарантий, в целом, ориентирована на поддержку российских предприятий, столкнувшихся с

¹«Экспортные» гарантии приведены в рублевом эквиваленте по прогнозному курсу доллара США на 2017 год (67,5 руб./долл. США)

последствиями экономического кризиса, и значимых инвестиционных проектов, а также проектов, связанных с экспортом российской высокотехнологичной продукции (График 18).

Учитывая масштабы запланированной гарантийной поддержки и сохраняющийся на неё высокий спрос как со стороны кредиторов, так и заёмщиков, в 2017-2019 гг. объем государственного долга по госгарантиям продолжит рост (График 19), хотя и более низкими темпами, чем в предыдущие годы. Как следствие, долговая нагрузка на федеральный бюджет, связанная с возможными рисками исполнения госгарантий, будет находиться на высоком уровне и продолжит возрастать.

График 19. Прогноз динамики государственного долга по государственным гарантиям Российской Федерации и ВВП, %

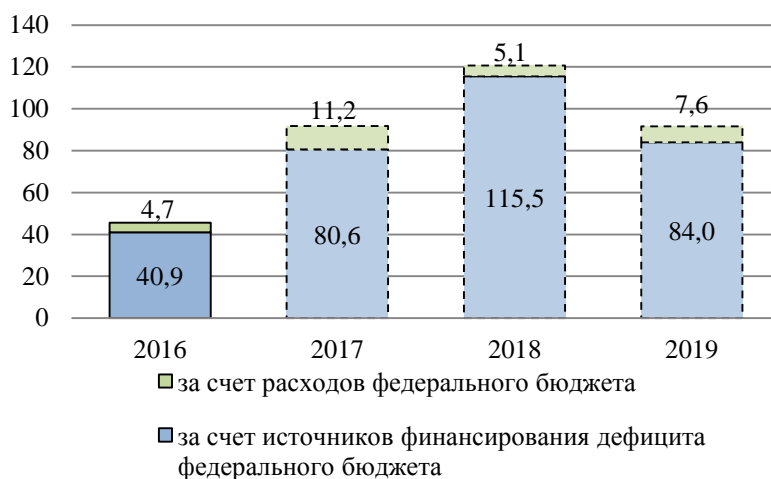


Источник: Минфин России

Следствием роста государственного долга Российской Федерации по госгарантиям является увеличение объемов бюджетных ассигнований, предусматриваемых на их возможное исполнение (График 20). Учитывая долгосрочный характер обязательств, обеспечиваемых государственными гарантиями (до 30 лет), основная нагрузка по возможному исполнению принятых обязательств ложится на бюджеты будущих периодов. Расчеты предельных объемов этих ассигнований осуществляются по действующим на момент подготовки проекта федерального бюджета государственным гарантиям, исходя из фактических объемов обеспеченных ими обязательств и с учетом оценки вероятности наступления гарантийных случаев.

В предстоящий период потребуются существенно бóльшие (в среднем на 122% или 55,7 млрд. рублей) ежегодные объёмы бюджетных ассигнований на исполнение госгарантий в рублях, чем в 2016 году. Напротив, ассигнования на исполнение госгарантий в иностранной валюте планируется сократить в среднем на 47% (3 млрд. рублей). При этом средства на исполнение будут предусматриваться только по источникам финансирования дефицита федерального бюджета. В расходах федерального бюджета соответствующие ассигнования не предусмотрены из-за отсутствия действующих в период 2017-2019 годов госгарантий, выраженных в иностранной валюте и предоставленных без права регрессного требования.

График 20. Объем бюджетных ассигнований, планируемых на исполнение государственных гарантий Российской Федерации в валюте Российской Федерации, млрд. руб.



Источник: Минфин России

3.3.2. Необходимость корректировки принципов и приоритетов государственной гарантийной поддержки

К концу планируемого периода государственная гарантийная поддержка достигнет таких масштабов, что её последствия – государственный долг по условным обязательствам федерального бюджета – станут одним из важных факторов финансовой стабильности России. По этой причине необходимо не только переходить к проведению более консервативной политики в рассматриваемой области, но и как можно оперативнее устранить ряд недостатков текущей практики. В их числе:

- отсутствие ответственности принципала за нереализацию поддерживаемых государством инвестиционных проектов;

– отсутствие единых подходов при предоставлении госгарантий, имеющих сходные цели поддержки ("инвестиционные", "антикризисные"), вне зависимости от субъекта государственной поддержки;

– недостаточная унификация государственной гарантийной поддержки;

– плохо оцениваемое и плохо администрируемое распределение рисков между государством и участниками сделки (проекта), которой (которому) оказывается гарантийная поддержка;

– предоставление государственной гарантийной поддержки «планово-убыточным проектам» и финансово-неэффективным (имеющим неудовлетворительное финансовое состояние) предприятиям;

– несоблюдение определенных ограничений получателями «антикризисной» государственной гарантийной поддержки на период действия госгарантий (например, осуществление премиальных и бонусных выплат высшему менеджменту);

– отход от базовой логики государственной гарантийной поддержки, основанной на том, что государство оказывает помощь, во-первых, организациям, функционирующим в ключевых (стратегически важных) отраслях экономики, и, во-вторых, тем из них, которые столкнулись с временными сложностями в привлечении заимствований из-за изменений макроэкономической ситуации и, как следствие, корректировка кредиторами подходов к принятию и оценке рисков.

Как представляется, следствием неспособности и/или неготовности устранять перечисленные недостатки является то, что в настоящее время государственная гарантия Российской Федерации зачастую воспринимается бизнес-сообществом исключительно как отсроченное бюджетное финансирование, призванное обеспечить кредиторам доходность и возвратность предоставленных заёмщиком ресурсов и «отключающего» необходимость проведения адекватной оценки рисков реализации проектов, поддерживаемых госгарантиями. Прямым следствием данной трактовки сути гарантийного механизма является потеря банками-кредиторами мотивации к осуществлению контроля за финансовым состоянием заемщиков (принципалов) и управлению кредитными рисками, а также к проведению адекватной и всесторонней оценки финансового состояния заемщика (принципала) и/или финансовой состоятельности проекта.

По мере расширения объемов гарантийной поддержки инструмент государственных гарантий нередко стал восприниматься крупнейшими, в том числе государственными, банками как стандартное (типовое) обеспечение по предоставляемым ими кредитам. Более того, все чаще имеют место попытки решать проблемы «токсичных» активов путем получения государственных гарантий при рефинансировании заведомо безнадёжных долгов

и перекалывания всех рисков кредитования проблемных предприятий на федеральный бюджет. Такой подход не соответствует принципу соразмерного разделения рисков между кредиторами и гарантом. Он ставит Российскую Федерацию в заведомо неравное положение, когда гарант, не являясь полноправным участником гарантируемых сделок, лишен возможности управлять имеющимися предпринимательскими рисками.

В рассматриваемом контексте важное значение имеет тот факт, что госгарантии предоставляются на безвозмездной основе. В Российской Федерации отсутствует стандартная, например, для стран-членов ОЭСР, система платности гарантийной поддержки, непосредственно увязывающая стоимость полученной бенефициаром гарантии с уровнем риска проекта (принципала), которому оказывается поддержка. Кроме того, наряду с принимаемыми рисками исполнения гарантийных обязательств предоставление и дальнейшее администрирование государственных гарантий сопряжено с иными постоянными издержками, которые вынуждена нести Российская Федерация как гарант. Выполнение этой деятельности на высоком профессиональном уровне невозможно без привлечения на возмездной основе услуг агента Правительства Российской Федерации, особенно если учесть масштабы гарантийной поддержки. Мониторинг покрытых госгарантиями обязательств, включая проверку наличия и качества предоставляемого принципалами обеспечения, и оценка финансового положения самого принципала также являются весьма затратными операциями. Речь идет о суммах ежегодных издержек в несколько миллиардов рублей. В условиях имеющихся бюджетных ограничений и массового характера предоставления государственных гарантий вопрос о введении платности за получение госгарантий перестает быть чисто теоретическим.

Учитывая изложенное, дальнейшую работу в рассматриваемой области планируем проводить в соответствии со следующими подходами:

- обеспечение соразмерного разделения рисков реализации проектов (поддерживаемой государством сделки) между заемщиком (инициатором проекта), банком-кредитором и государством (гарантом);

- окончательный отказ от практики гарантирования государством уплаты процентов по кредитам (дохода по облигациям);

- предоставление госгарантий, покрывающих 100% обязательств принципала по возврату кредита, только в исключительных случаях, когда это связано с обеспечением национальных интересов и при условии, что предоставление иного обеспечения невозможно или сопряжено с неприемлемыми расходами;

- переход к практике обязательного обеспечения регрессных требований Российской Федерации при предоставлении государственных гарантий;

– введение запрета на предоставление государственных гарантий в пользу банков-бенефициаров, допустивших утрату контроля за целевым использованием средств кредитов, обеспеченных государственными гарантиями, а также за иным обеспечением кредита, предоставленным принципалом;

– постепенный отход от практики гарантирования государством обязательств по кредитам, источником возврата которых выступают средства федерального бюджета;

– принятие банками-кредиторами обязательств по снижению (ограничению) для принципалов стоимости заёмных ресурсов, привлекаемых под государственные гарантии Российской Федерации;

– создание правовых предпосылок для введения платности предоставления госгарантий и переход к практике покрытия агентом своих издержек за счёт взимания этой платы;

– повышение требований к отбору проектов и заемщиков (принципалов), которым оказывается государственная гарантийная поддержка;

– усиление мер ответственности всех участников механизма государственной гарантийной поддержки, включая бенефициаров, за результаты его использования, в том числе предотвращение недобросовестного поведения выгодоприобретателей;

– отказ от тех видов государственной гарантийной поддержки, которые не имеют концептуальных отличий по целям и условиям предоставления, в конечном итоге отход от практики предоставления трудоёмких индивидуальных (нестандартных) гарантий.

4. Политика в области заимствований субъектов Российской Федерации

Федеративное устройство России, широкие полномочия регионов, в том числе, в сфере формирования и проведения финансовой политики определяют необходимость выработки и применения чётких подходов и критериев федерального центра к регулированию заимствований субъектов. Как бы ни оценивалась их долговая устойчивость, для Правительства Российской Федерации задолженность регионов – это всегда условные обязательства федерального бюджета.

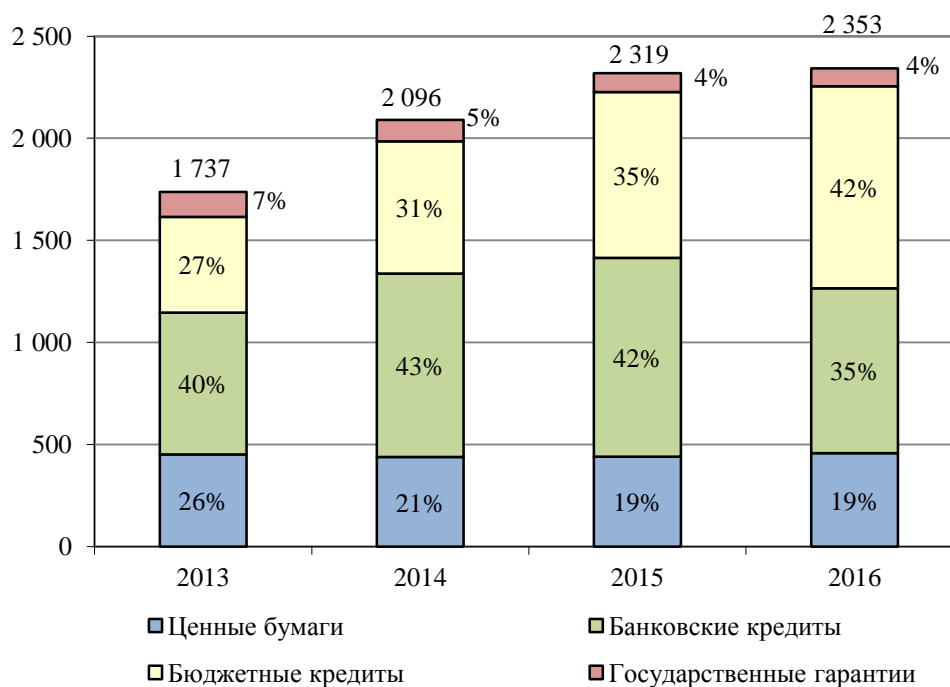
4.1 Объем и структура государственного долга субъектов Российской Федерации

За период с конца 2013 по начало 2017 года государственный долг субъектов Российской Федерации вырос на 35% (График 24), увеличиваясь в среднем более чем на 10% в год. В числе основных причин этой тенденции – падение доходов из-за общего ухудшения экономической ситуации в стране и потребность в финансировании существенно возросших социальных обязательств. Как следствие, по итогам 2016 года государственный долг

субъектов Российской Федерации достиг 2,4 трлн. рублей (2,8% ВВП). Подавляющая сумма задолженности – это долговые обязательства в российских рублях. На долю обязательств в иностранной валюте приходится лишь 0,01% общей суммы задолженности. По данным законов о бюджете субъектов, в 2017 году общая тенденция к росту их госдолга сохранится.

Заметные изменения происходят в структуре задолженности субъектов. Политика замещения (часто – рефинансирования) рыночного долга бюджетными кредитами дала следующие результаты. За период 2014-2016 гг. доля обязательств по ценным бумагам и банковским кредитам уменьшилась с 66% до 54%, а доля задолженности по бюджетным кредитам увеличилась с 27% до 42% (График 21).

График 21. Динамика государственного долга субъектов Российской Федерации, млрд. руб., %



Источник: Минфин России

Несмотря на то, что бюджетные кредиты привлекаются регионами по сверхльготной процентной ставке (0,1% годовых), неправильно оценивать указанную тенденцию как однозначно положительную. Высокая доля таких обязательств в общей структуре долга региона – свидетельство того, что заемщик испытывает проблемы с доступом к рыночным заемным ресурсам – облигационному рынку и банковским кредитам. Субъекты, получающие значительные объемы бюджетных кредитов, быстро ухудшают кредитную историю, лишаются опыта управления накопленным долгом. В будущем это не может не сказаться на

развитии таких регионов как рыночно ориентированных субъектов Федерации. Интерес инвесторов к ним будет скорее уменьшаться, чем возрастать.

Если строго следовать позиции, заявленной Президентом Российской Федерации, субъектам необходимо рассматривать использование облигаций как источник долгосрочного финансирования дефицитов региональных и местных бюджетов и, по возможности, минимизировать привлечение банковских кредитов. Таким образом, замещение рыночного долга субъектов бюджетными кредитами – временная, по сути, антикризисная мера, применяемая федеральными властями в ситуации, когда крайне ограничены возможности рыночных заимствований на приемлемых условиях из-за высоких процентных ставок. В дальнейшем, по мере улучшения ситуации на долговом рынке регионы будут стимулироваться к тому, чтобы подавляющая доля их долговых обязательств была бы следствием рыночных заимствований, прежде всего, в форме выпуска ценных бумаг. Это позволит таким субфедеральным заемщикам иметь стабильный доступ к фондированию, активно управлять долгом, поскольку облигации обладают лучшей ликвидностью по сравнению с банковскими кредитами, влиять на уровень рисков, не зависеть от текущего состояния федерального бюджета. Регулярное размещение облигаций и своевременное их обслуживание будет способствовать формированию публичной кредитной истории субъекта, постепенно расширит круг инвесторов и уменьшит стоимость заимствований. Всех этих преимуществ лишены заимствования у одного единственного кредитора.

Тем не менее, к выпуску облигационных займов пока прибегают лишь немногие регионы. Большинство из них осуществляет заимствования в форме банковских и бюджетных кредитов. Так, в 2016 году привлечение банковских кредитов планировали 74 субъекта, размещение облигаций – 27 субъектов. Однако фактически облигации разместили только 22 субъекта на общую сумму 153,5 млрд. рублей. При этом, в отличие от практики Российской Федерации, региональные власти чаще всего (в 17 из 21 эмиссии) осуществляют выпуск облигаций посредством формирования книги заявок (букбилдинг), а не в рамках регулярных аукционов.

Несмотря на отмеченную выше особенность текущих заимствований регионов, оценка состояния их долговой устойчивости на 1 января 2016 г. является весьма противоречивой.

1) Отношение объема государственного долга субъекта к общему объему доходов бюджета без учета безвозмездных поступлений

Действующей редакцией Бюджетного кодекса Российской Федерации установлено предельное значение данного показателя на уровне 100%, а для субъекта с существенной долей дотаций в консолидированном бюджете – 50%. Средний уровень долговой нагрузки субъектов составил 36,4% ожидаемых в 2016 году собственных доходов. В целом, такой

уровень может быть признан приемлемым, так как не несет существенных рисков долгового кризиса.

Однако для ряда регионов ситуация по данному индикатору является весьма рискованной. Так, у 8 из них уровень долговой нагрузки превысил 100% ожидаемых собственных доходов, еще у 12 - долговая нагрузка превысила 85% и, вероятно, перешагнет уровень 100% у некоторых из них в 2017 году. В условиях высокой стоимости рыночных заемных ресурсов и низкой гибкости региональных бюджетов (в части возможностей сокращения бюджетного дефицита) данная ситуация формирует значительные риски, поскольку на долю обязательств упомянутых 20 «проблемных» заемщиков приходилась почти пятая часть (446 млрд. руб.) от общего объема государственного долга субъектов.

2) Доля расходов на обслуживание госдолга в общей сумме расходов бюджета

Пороговое значение данного показателя, установленное действующей редакцией Бюджетного кодекса, составляет 15% и представляется завышенным. По состоянию на 1 января 2016 года, среднее значение этого показателя по всем субъектам составило 2,3%. Однако у 16 субъектов его уровень был выше 5%. В то же время, практика показывает, что у заемщиков проблемы возникают при весьма низких значениях данного соотношения. В этой связи для коэффициента обслуживания долга целесообразно установить пороговое значение на уровне 10%.

3) Отношение годовой суммы платежей по погашению и обслуживанию госдолга к общему объему налоговых, неналоговых доходов регионального бюджета и дотаций из бюджетов других уровней

Данный показатель является новым, не предусмотренным действующей редакцией Бюджетного кодекса. Предлагается определить в качестве его порогового значения уровень в 20%.

По состоянию на 1 января 2016 г., среднее значение этого показателя по всем субъектам достигло 12% (по состоянию на 1 января 2015 года – 9%). В то же время у 33 регионов данный коэффициент превысил 20% ожидаемых собственных доходов, в том числе у 3 регионов – 50%.

4) Доля краткосрочных обязательств в общем объеме государственного долга субъекта

Данный показатель также является новым. В действующей редакции Бюджетного кодекса он отсутствует. Его пороговое значение предлагается установить на уровне 15%. По состоянию на 1 января 2016 г., сразу у 12 субъектов доля краткосрочных обязательств превысила 15%, а их сумма составила 92 млрд. рублей.

Необходимость введения данного коэффициента напрямую связана с тем, что некоторые регионы, стремясь уменьшить расходы на обслуживание госдолга, используют краткосрочные инструменты заимствований. Это приводит к наращиванию объемов краткосрочной задолженности, что повышает зависимость региональных властей от конъюнктуры финансовых рынков. В лучшем случае, при повышении рыночных процентных ставок высокая доля краткосрочных обязательств чревата увеличением расходов на обслуживание госдолга, в худшем – невозможностью исполнять принятые обязательства, если заемщику не удастся рефинансировать накопленный долг.

Таким образом, текущее состояние государственного долга субъектов характеризуется значительным объемом накопленных обязательств, приближающимся у отдельных регионов к объему их годовых доходов, высокой текущей долговой нагрузкой на региональные бюджеты, наличием значительного объема обязательств перед федеральным бюджетом и существенной долей краткосрочных обязательств. Выявленные «перекосы» в структуре задолженности субъектов, с одной стороны, свидетельствуют о просчетах в проведении заемной политики, а с другой – о необходимости разработки и реализации комплекса мер, направленных на повышение ответственности субъектов в части проведения ответственной заемной/долговой политики.

4.2. Совершенствование механизмов мониторинга и регулирования заимствований регионов

Сложившаяся система регулирования субфедеральных заимствований пока не может быть признана эффективной в силу следующих причин.

1) Установленные Бюджетным кодексом Российской Федерации ограничения практически не сдерживают роста задолженности регионов. Некоторые из них являются слишком «мягкими» и потому практически не работают. Суть других ограничений «искажена» временными нормами, позволяющими региональным властям их не учитывать. Так, до 1 января 2018 г. в предельном объеме госдолга субъекта не учитывается сумма задолженности по бюджетным кредитам и сумма привлекаемых в текущем финансовом году бюджетных кредитов, то есть этот показатель не отражает реальную долговую нагрузку. Сумма расходов на обслуживание госдолга субъекта ограничена 15% расходов бюджета. Очевидно, что такое ограничение является слишком «мягким» и едва ли в состоянии сигнализировать об увеличении рисков платежеспособности региона.

2) Установленный Бюджетным кодексом набор показателей долговой устойчивости является недостаточным. Им определены только два базовых показателя: (а) отношение

объема госдолга субъекта к общему объему доходов бюджета без учета безвозмездных поступлений; (б) доля расходов на обслуживание госдолга субъекта в общем объеме расходов бюджета субъекта. Однако, как показала практика, использование такого «набора» показателей не обеспечивает адекватную оценку долговой устойчивости региона.

3) Отсутствует единый подход к регулированию допуска субъектов к разным формам привлечения кредитных средств. Минфин России регистрирует заимствования, осуществляемые только в одной форме – в виде эмиссии облигаций облигационных займов субъекта. В то же время власти регионов, по сути, бесконтрольно используют кредиты коммерческих банков, часто без оглядки на долговую устойчивость субъекта.

Данные обстоятельства предопределили подготовку предложений о внесении изменений в действующее законодательство. В проекте НРБК Минфином России с опорой на лучшую практику в сфере управления госдолгом предложено усовершенствовать систему оценки долговой устойчивости субъектов путем закрепления более широкого перечня соответствующих показателей, пересмотра установленных пороговых значений применяемых показателей и введения правил классификации регионов Российской Федерации по группам долговой устойчивости.

На основе указанных долговых показателей в регулятивных целях предусматривается введение классификации субсуверенных заемщиков в зависимости от состояния их долговой устойчивости. Оценка этого показателя будет осуществляться в установленном Правительством Российской Федерации порядке с использованием трех коэффициентов, пороговые значения которых будут установлены в НРБК (Таблица 2). Кроме того, планируется использование такого показателя, как «доля краткосрочных долговых обязательств в общем объеме долга».

Отнесение субъектов к группам долговой устойчивости будет осуществляться по следующим принципам. Если все три показателя благоприятные, то регион попадает в 1-ю группу. Если два и более показателей неблагоприятные – в 3-ю группу. Ко 2-й группе относятся все те субъекты, которые не отнесены ни к 1-й, ни к 3-й группам. При этом регионы, включенные в группу заемщиков с низким уровнем долговой устойчивости (3-я группа), не могут быть отнесены к группе заемщиков с высоким уровнем долговой устойчивости ранее, чем через три года после выхода из этой группы, вне зависимости от фактических значений показателей долговой устойчивости.

Аналогичные подходы будут применяться при отнесении муниципальных образований к соответствующим группам долговой устойчивости с той лишь разницей, что такая оценка будет даваться финансовым органом субъекта.

Классификация регионов по группам риска будет являться основанием для предъявления к субъектам требований различной степени «жесткости». Так, субъекты с высоким уровнем долговой устойчивости будут освобождены от необходимости согласования с Минфином России региональных программ заимствований и гарантий. Для регионов со средним и низким уровнем долговой устойчивости такое согласование станет обязательным. Заемщики с низким уровнем долговой устойчивости будут вправе осуществлять рыночные заимствования только для рефинансирования существующего долга. Кроме того, на них будет налагаться обязанность утверждения согласованного с Минфином России плана восстановления платежеспособности.

Таблица 2. Классификация субъектов Российской Федерации по группам долговой устойчивости

| Показатель | Группа 1 (высокая долговая устойчивость) | Группа 2 (средняя долговая устойчивость) | Группа 3 (низкая долговая устойчивость) |
|--|--|--|---|
| Отношение объема госдолга к объему доходов бюджета без учета безвозмездных поступлений | $\leq 50\%$ / $\leq 25\%$ - для высокодотационных субъектов | 50-85% / 25-45% - для высокодотационных субъектов | $> 85\%$ / $>45\%$ - для высокодотационных субъектов |
| Доля расходов на обслуживание госдолга субъекта в общем объеме расходов бюджета за исключением объема расходов, осуществляемых за счет субвенций | $\leq 5\%$ | 5-8% | $> 8\%$ |
| Отношение годовой суммы платежей по погашению и обслуживанию госдолга к доходам бюджета (налоговым, неналоговым и дотациям) | $\leq 13\%$ | 13-18% | $> 18\%$ |

Источник: Минфин России

Вводимая система ранжирования регионов ориентирована на создание возможности заранее выявлять тенденцию к ухудшению долговой устойчивости регионов, своевременно переводить их в группу заемщиков с более низкими показателями и применять к ним соответствующие ограничения и требования. Данные меры направлены на создание условий для своевременной поддержки регионов при появлении долговых проблем.

Планируемый срок официального введения в действие положений НРБК в части оценки состояния долговой устойчивости регионов – 1 января 2019 г. Однако уже в 2016 г. в тестовом режиме Минфин России начал отслеживать показатели долговой устойчивости субъектов, а с 1 января 2018 г. – даты вступления в силу большинства иных положений

НРБК – начнёт ранжировать регионы и публиковать соответствующую информацию на официальном сайте Минфина России.

В качестве ещё одной меры, направленной на повышение эффективности долговой политики субъектов, планируется ввести в Бюджетный кодекс норму, предписывающую региональным властям обязательную разработку и утверждение основных направлений долговой политики субъекта на период не менее трех лет, а также содержащее требование о предварительном представлении проекта этого документа в Минфин России. Необходимость подготовки такого документа была поддержана и соответствующим поручением Президента Российской Федерации. В этом документе должны будут отражаться следующие позиции: итоги реализации долговой политики предыдущего периода и текущее состояние государственного долга субъекта; факторы, определяющие характер и направления долговой политики; её цели и задачи, а также инструменты реализации; анализ рисков для бюджета, возникающих в процессе управления госдолгом субъекта.

Регионы, входящие в первую группу, освобождаются от обязанности согласовывать основные направления долговой политики с Минфином России. Субъекты со средним и низким уровнями долговой устойчивости будут представлять в министерство этот документ одновременно с подлежащими согласованию программами государственных заимствований и государственных гарантий субъекта, но не позднее 1 ноября текущего года. Что касается заемщиков из 3-й группы, то для них планируется установить следующие требования: право занимать только на цели рефинансирования накопленного долга; возможность получения льготных бюджетных кредитов (для 1-й и 2-й группы такая возможность будет исключена). В отношении субъектов Российской Федерации и муниципальных образований с низким уровнем долговой устойчивости и при невыполнении ими плана восстановления платежеспособности может быть инициирован процесс отрешения от должности высшего должностного лица.

В целях оказания регионам методологической поддержки в вопросах повышения эффективности заемной/долговой политики Минфином России разработаны и размещены на официальном сайте министерства «Рекомендации по проведению субъектами Российской Федерации ответственной заемной/долговой политики». Документ подготовлен с учётом положений, зафиксированных в регулярно принимаемых «Основных направлениях государственной долговой политики Российской Федерации», а также с учетом мировой практики и рекомендаций международных финансовых институтов. Исходим из того, что итоги работы регионов в рассматриваемой области будут периодически подводиться на специально организуемых семинарах, а также в ходе одной из сессий «Московского финансового форума».

5. Другие вопросы государственной долговой политики

5.1. Взаимодействие с многосторонними банками развития

Современный этап развития отношений России с МФИ, включая отношения с МБР, характеризуется рядом особенностей, не характерных для предыдущих периодов. Во-первых, Российская Федерация отказалась от привлечения финансовых (бюджетозамещающих) займов. Во-вторых, в МФИ Россия выступает, прежде всего, как акционер, принимающий участие в формировании их политик. В-третьих, из-за «санкций», введенных США и их союзниками, основное внимание уделяется реализации уже одобренных до июля 2014 года проектов в приоритетных сферах и отраслях российской экономики, а также подготовке проектов, финансирование которых предполагается осуществлять по линии недавно созданных МБР с привлечением их заемных средств, а также за счет использования других, в том числе российских, источников.

В настоящее время Россия является акционером семи МБР: МБРР, ЕБРР, АБИИ, НБР, ЧБТР, МИБ и МБЭС. В рамках сотрудничества с ними в качестве суверенного заемщика на различных стадиях подготовки и реализации находится порядка 20 проектов, предполагающих привлечение заемных ресурсов на общую сумму около 5,0 млрд. долл. США. Однако из-за «санкций» ряд проектов не был вынесен на одобрение исполнительных органов этих банков и, как следствие, не вступил в силу. В результате, доля обязательств по кредитам МФИ в структуре государственного внешнего долга Российской Федерации последовательно снижается. К концу 2016 г. она составила менее 2,0%.

Действующие проекты МБР в России направлены на решение задач в различных областях. В их числе – совершенствование системы государственных финансов, повышение уровня финансовой грамотности населения и развитие финансового образования, модернизация и техническое перевооружение учреждений и организаций Росгидромета, реформирование жилищно-коммунального хозяйства, развитие систем государственной статистики, поддержка судебной реформы, сохранение и использование культурного наследия России, реформирование лесопромышленного комплекса и др. (График 22). Среди действующих проектов МБР особого внимания заслуживают проекты в области развития жилищно-коммунального хозяйства, системы государственной регистрации прав на недвижимое имущество, судебной системы.

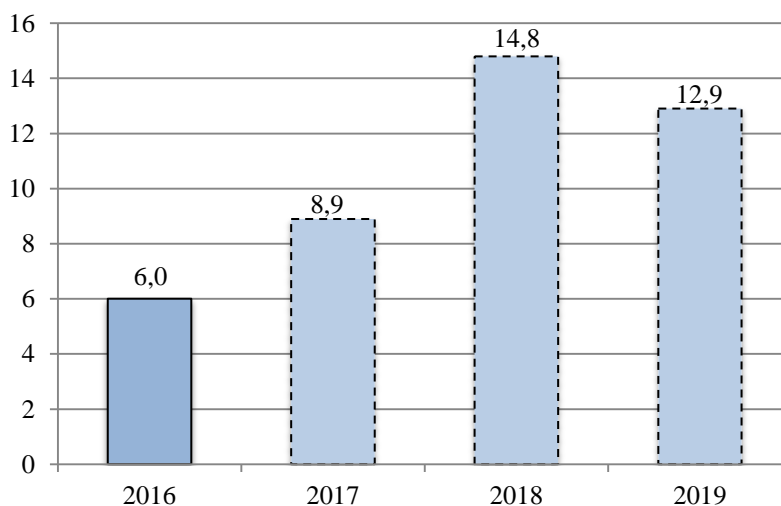
График 22. Отраслевая структура кредитов (займов) многосторонних банков развития в 2016 г., %



Источник: Минфин России

При сохранении нынешнего уровня геополитической напряженности в период 2017 – 2019 гг. общий объем заимствований (использования уже предоставленных кредитов) России у МБР не превысит в среднем 215,4 млн. долл. США в год или 14,8 млрд. рублей (График 23). При этом основной рост будет обеспечен за счет привлечения средств по линии относительно недавно учрежденных МБР, главным образом, НБР. В то же время по ряду «старых» банков, в том числе МБРР и ЕБРР, предполагается дальнейшее сокращение объема проектного портфеля.

График 23. Объем кредитов (займов) многосторонних банков развития, млрд. руб.



Источник: Минфин России

Как известно, в 2015-2016 гг. была запущена операционная деятельность двух новых МБР –НБР и АБИИ. В июле 2016 г. Советом директоров НБР был одобрен первый частный кредит на строительство двух малых гидроэлектростанций в Карелии. При этом в АБИИ Российская Федерация стала третьим по величине акционером после Китая и Индии, а в НБР, наряду с четырьмя другими странами-членами, оформила подписку на пятую часть акций банка.

Значительная доля участия России в акционерном капитале обоих институтов позволяет влиять на принятие ключевых решений в АБИИ и НБР. На этапе развертывания кредитной деятельности менеджментом обоих банков выбрана стратегия, направленная на минимизацию принимаемых рисков. По этой причине АБИИ и НБР приняли кредитные политики, предусматривающие предоставление, в основном, суверенных займов, займов под государственную гарантию стран-участниц, а также, в случае с НБР, предоставление займов национальным институтам развития с целью дальнейшего кредитования на льготных условиях частного сектора. В текущих геополитических условиях Россия имеет возможность пользоваться только первыми двумя из перечисленных механизмов. Однако, как ожидается, при ослаблении санкционного давления активное участие в финансировании проектов частного сектора сможет принимать Внешэкономбанк, что, в свою очередь, приведет к снижению нагрузки на федеральный бюджет.

Возврат к практике активного привлечения суверенных займов у МБР приобретает самостоятельное значение. Это связано с действием нескольких факторов. Прежде всего, в условиях бюджетных ограничений резко уменьшаются возможности финансирования системно значимых проектов, особенно в инфраструктуре, за счет доходов федерального бюджета. Ресурсы, которыми обладают ведущие МБР, могут стать важным источником решения проблемы отсутствия «длинных денег». Кроме того, взаимодействие с этими банками даст возможность привлекать их экспертно-аналитический потенциал, улучшит используемые Россией правила финансирования и процедуры реализации проектов, что будет способствовать росту доверия предприятий негосударственного сектора, стимулировать привлечение частных инвестиций; сами проекты смогут опираться на гибкие механизмы финансирования, позволяющие оптимизировать объемы привлекаемых у МБР финансовых ресурсов¹. Наконец, немаловажное значение имеет низкая стоимость соответствующих заимствований, а также возможность получения дополнительного финансирования, в т.ч. грантового, за счет участия в донорских программах МБР.

¹ Речь идет о возможности пересматривать объем и условия привлекаемых средств в зависимости от изменения рыночной конъюнктуры

Как показывает опыт взаимодействия с указанными банками, на текущем этапе ключевой задачей, которую необходимо решить как можно быстрее, является подготовка достаточного количества таких проектов, которые могут быть ими оценены, как подходящие для финансирования (т.н. «bankable projects») и как соответствующие их внутренним политикам, а также страновым стратегиям. Россия, как, впрочем, и большинство других стран-акционеров МБР, столкнулась в данной сфере с серьезными вызовами. Достаточно сказать, что за 2016 г. ЕАБР, например, располагая ликвидностью, превышающей 1 млрд. долларов США, не запустил в нашей стране ни одного проекта. Непросто идет поиск и отбор проектов для Нового банка развития.

Учитывая изложенное, в предстоящий период сотрудничество с МБР будет строиться на основе следующих подходов:

- 1) поиск, подготовка и последующая реализация проектов на территории Российской Федерации с участием, прежде всего, НБР и АБИИ, а также активное участие Российской Федерации как акционера в деятельности других МБР, направленное на обеспечение эффективного использования их потенциала в интересах Российской Федерации, разработку и принятие мер по снятию ограничений, касающихся операций МБРР и ЕБРР с российским участием;
- 2) проведение линии на увеличение портфеля проектов, реализуемых МБР в Российской Федерации без финансовых обязательств со стороны Российской Федерации;
- 3) участие в различных инициативах и инструментах, предусматривающих применение гибких механизмов взаимодействия, включая реализацию проектов совместно с МБР.

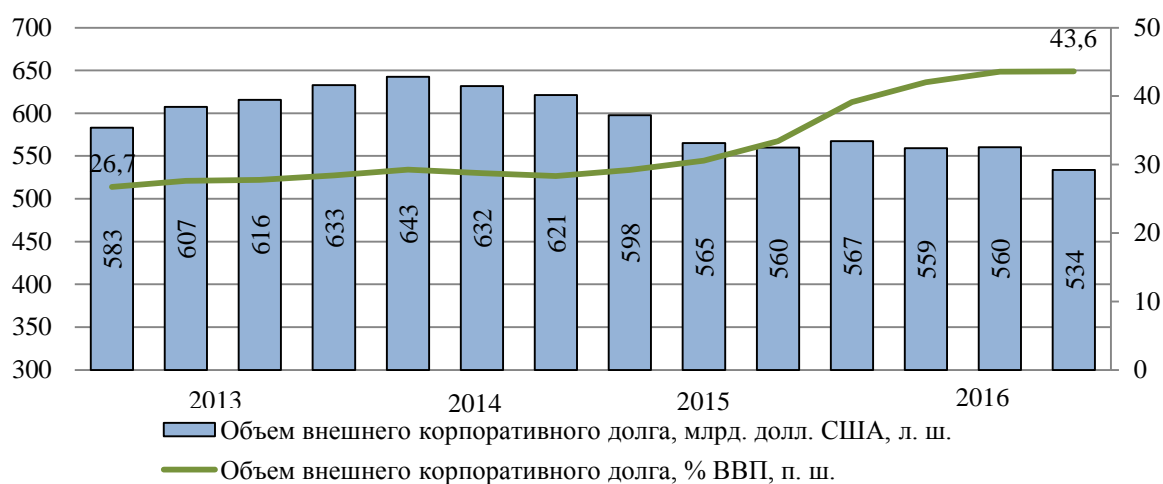
5.2. Мониторинг долговых обязательств корпоративного сектора

Несмотря на то, что в последние годы из-за геополитической напряженности, ограничений во взаимной торговле и инвестициях, многие российские компании и банки, традиционно являвшиеся активными участниками международных долговых рынков, были лишены доступа к внешнему финансированию, не утратила своего значения задача по обеспечению адекватного мониторинга долговых обязательств корпоративного сектора перед зарубежными кредиторами. Закрытие рынков капитала для большинства российских заемщиков привело лишь к смене тенденции роста внешнего корпоративного долга России на тенденцию к его уменьшению.

По оценкам Минфина России, по состоянию на 1 июля 2016 г. международные обязательства предприятий России, номинированные в иностранной валюте, составили 534

млрд. долл. США. С 2014 г. – периода введения санкционных мер в отношении ряда российских компаний – такие обязательства существенно снизились на 87 млрд. долл. США или на 14%. Однако из-за падения курса рубля соотношение внешнего корпоративного долга к ВВП заметно увеличилось (График 24). Учитывая, что основные доходы хозяйствующих субъектов России формируются в рублях и что для них пока закрыта тема рефинансирования валютного долга на зарубежных рынках, способность этих должников обслуживать и погашать задолженность остается важнейшим фактором стабильности всей финансовой системы страны.

График 24. Объем внешнего корпоративного долга в иностранной валюте



Источник: Банк России, Минфин России

В то же время анализ текущей ситуации в сфере внешних обязательств корпоративного сектора позволяет сделать вывод о том, что риски подрыва финансовой стабильности являются незначительными. Это объясняется действием следующих факторов:

1) основная часть долга корпоративного сектора приходится на крупнейших российских экспортеров, генерирующих достаточный для обслуживания и погашения долга объем денежных потоков в иностранной валюте, а сравнительно низкие уровни долговой нагрузки этих заемщиков позволяют им частично рефинансировать свои внешние обязательства на внутреннем рынке капитала;

2) по оценке Минфина России, значительной – до 25% общего объема внешнего корпоративного долга – является доля внутригрупповых кредитов. Благодаря активному использованию механизма пролонгации данного типа заимствований фактические суммы возврата кредитов не превышают 60% от предусмотренных консолидированным графиком сумм погашения внешнего долга; в результате, в 2017 г. фактический объем выплат может

составить 45-50 млрд. долл. США по сравнению с плановым уровнем в 78 млрд. долл. США, отраженным в отчетности Банка России;

3) дополнительным фактором стабильности выступает накопленный объем международных резервов (387 млрд. долл. США по состоянию на конец 2016 г.), полностью покрывающий растянутые на ближайшие несколько лет вперед валютные обязательства российских заемщиков; при необходимости Банк России в состоянии предоставлять корпоративным заемщикам фондирование в иностранной валюте с целью «удлинения» графика погашения их внешнего долга.

4) в Банке России создана и действует система постоянного мониторинга внешних обязательств российского корпоративного сектора; между Банком России и Минфином России налажен оперативный обмен данными по структуре и объемам заимствований российских предприятий; для поддержания стабильной ситуации с валютной ликвидностью Банк России располагает подтвердившим свою эффективность набором инструментов валютного рефинансирования (валютный своп, операции репо, кредиты в иностранной валюте, обеспеченные залогом прав требования по кредитам крупнейшим экспортерам в иностранной валюте).

В целом, хозяйствующие субъекты России адаптировались к новым условиям привлечения долгового финансирования, в частности, за счет рефинансирования валютного долга на внутреннем финансовом рынке. В то же время постепенно формируются предпосылки для выхода на международные рынки капитала тех российских компаний, в отношении которых не были введены «санкции». Более того, ряд российских корпоративных заемщиков воспользовались снижением цен на собственные облигации и провели обратный выкуп долговых обязательств, номинированных в иностранной валюте.

Общее снижение рисков, связанных с внешними заимствованиями российских компаний, нашло отражение и в оценках кредитоспособности России от ведущих международных рейтинговых агентств. В последних пресс-релизах этих агентств данный риск уже не включен в список основных угроз, с которыми сталкивается или может столкнуться российская экономика.

5.3. Компенсационные выплаты по сбережениям граждан Российской Федерации

Отдельную проблему текущей долговой политики представляет собой вопрос о компенсационных выплатах по сбережениям граждан Российской Федерации, которые были накоплены в период существования бывшего СССР. Выполнение обязательств по этим сбережениям осуществляется за счет источников финансирования дефицита федерального бюджета, а именно, - за счет государственных внутренних заимствований.

Обеспечение сохранности указанных сбережений предусмотрено Федеральным законом от 10 мая 1995 г. № 73-ФЗ «О восстановлении и защите сбережений граждан Российской Федерации». В соответствии с этим, а также рядом других федеральных законов данные интересы россиян подлежат обеспечению с учетом покупательной способности советского рубля в 1991 г. При этом в принятых актах проблема источников финансирования соответствующих бюджетных расходов не решена.

Как установлено законодательством Российской Федерации, компенсационные выплаты осуществляются по четырем финансовым инструментам: вклады в Сберегательном банке Российской Федерации по состоянию до 20 июня 1991 г., вклады (взносы) в организациях государственного страхования Российской Федерации по состоянию на 1 января 1992 г., Государственные казначейские обязательства СССР и сертификаты Сберегательного банка СССР, реализованные (проданные) на территории Российской Федерации в период до 1 января 1992 г.

Ежегодно на осуществление соответствующих выплат в федеральном бюджете предусматриваются ассигнования, сумма которых определяется исходя из его текущих возможностей. В 2013 – 2016 гг. на компенсационные выплаты было израсходовано 29,3 млрд. рублей средств федерального бюджета, в т.ч. в 2013 г. – 9,2 млрд. рублей, в 2014 г. – 7,8; в 2015 г. – 6,8; в 2016 г. – 5,5 млрд. рублей. На период 2017 – 2019 гг. предусмотрены выплаты в объеме по 5,5 млрд. рублей ежегодно.

Заключение

Вне зависимости от геополитической и макроэкономической ситуации, конъюнктуры внешних и внутренних рынков, в предстоящем периоде государственная долговая политика будет направлена на осуществление заимствований Российской Федерации в объемах, необходимых для решения поставленных социально-экономических задач. При этом будут обеспечены финансовые интересы Российской Федерации как суверенного заемщика с точки зрения как «цены» заимствований, так и их структуры. Решению данной задачи будет способствовать постоянное присутствие России на внутреннем и внешнем рынках долгового капитала, предполагающего, в числе других мер, проведение прозрачной и последовательной аукционной политики, постоянное информационное взаимодействие с инвестиционным сообществом и рейтинговыми агентствами, последовательное увеличение числа и расширение круга инвесторов, заинтересованных во вложении денежных средств в государственные ценные бумаги Российской Федерации, дальнейшую модернизацию инфраструктуры внутреннего долгового рынка.

Фактический объем государственных заимствований будет определяться результатами исполнения федерального бюджета, а также конъюнктурой внутреннего и внешнего долговых рынков. Накопленный объем финансовых обязательств перед национальными и зарубежными кредиторами будет находиться в пределах, исключающих появление угрозы долговой устойчивости Российской Федерации. Заемная политика будет направлена на поддержание кредитных рейтингов России и обеспечение ее безусловной платежеспособности.

Государственный долг Российской Федерации в 2013 – 2019 гг., млрд. рублей

| Категория долга | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Государственный долг Российской Федерации | 7 548,3 | 10 299,1 | 10 951,9 | 11 109,8 | 12 680,5 | 13 778,6 | 15 133,7 |
| Государственный внутренний долг Российской Федерации: | 5 722,2 | 7 241,2 | 7 307,6 | 8 003,5 | 9 241,4 | 10 430,7 | 11 602,2 |
| в том числе: | | | | | | | |
| государственные ценные бумаги Российской Федерации в национальной валюте | 4 432,4 | 5 475,7 | 5 573,1 | 6 100,3 | 7 205,2 | 8 301,0 | 9 388,8 |
| прочее | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| <i>государственные гарантии Российской Федерации в валюте Российской Федерации</i> | <i>1 289,9</i> | <i>1 765,5</i> | <i>1 734,5</i> | <i>1 903,1</i> | <i>2 036,2¹</i> | <i>2 129,7¹</i> | <i>2 213,5¹</i> |
| Государственный внешний долг Российской Федерации: | 1 826,1 | 3 057,9 | 3 644,3 | 3 106,3 | 3 439,0 | 3 347,9 | 3 531,5 |
| в том числе: | | | | | | | |
| государственные ценные бумаги Российской Федерации в иностранной валюте: | 1 331,2 | 2 209,9 | 2 617,7 | 2 281,3 | 2 526,4 | 2 426,6 | 2 555,0 |
| облигации внешних облигационных займов | 1 331,0 | 2 209,6 | 2 617,3 | 2 281,1 | 2 526,2 | 2 426,4 | 2 554,8 |
| ОВГВЗ | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| задолженность по кредитам правительств иностранных государств | 69,9 | 101,2 | 89,2 | 62,4 | 51,3 | 46,9 | 44,6 |
| задолженность перед многосторонними банками развития | 51,2 | 65,9 | 70,4 | 49,9 | 50,6 | 41,3 | 32,6 |
| прочее | 0,7 | 1,1 | 1,5 | 1,2 | 1,5 | 1,5 | 1,6 |
| <i>государственные гарантии Российской Федерации в иностранной валюте</i> | <i>373,1</i> | <i>679,8</i> | <i>865,5</i> | <i>711,5</i> | <i>809,2¹</i> | <i>831,5¹</i> | <i>897,7¹</i> |

¹ Исходя из выполнения программ государственных гарантий Российской Федерации в российских рублях - на 70%, в иностранной валюте - на 20%

