

Влияние государственного долга на экономическую безопасность России

О.А. Николайчук

Экономическая безопасность — многогранная и многоаспектная проблема, включающая в себя ряд составляющих. Нас в данном исследовании прежде всего интересует финансовая безопасность страны как приоритетная задача управления экономическими и, в частности, финансовыми процессами.

Положительные изменения в экономике Российской Федерации, связанные с посткризисным возобновлением экономического роста, а также финансовым оздоровлением, привели к тому, что международные рейтинговые агентства повысили суверенные кредитные рейтинги России. В течение последних пяти лет рейтинг Российской Федерации по заимствованиям в иностранной валюте был повышен всеми ведущими агентствами со «спекулятивного» до «инвестиционного» уровня¹ и поднят на одну-две ступени выше, чем минимальный инвестиционный уровень.

Считается, что эти изменения вызвали осязаемое увеличение спроса зарубежных инвесторов на номинированные в иностранной валюте российские государственные ценные бумаги. В этих благоприятных условиях правительство приняло решение о возобновлении активной деятельности по привлечению внешних финансовых ресурсов, которые должны выступить в качестве катализатора развития экономики страны.

Рассмотрим современную долговую ситуацию страны, в которой начались такие изменения. В табл. 1 представлена динамика государственного долга.

Очевидно значительное увеличение государственного внутреннего долга: за последние четыре года долг вырос в 2,3 раза, при этом государственные гарантии выросли в 3,6 раза, что свидетельствует об увеличении долговой нагрузки на экономику. Коммерческие банки осуществляют кредитное финансирование даже известных крупнейших предприятий только под гарантии государства.

Особо необходимо отметить, что в общей величине долга удельный вес гарантий на 1 января 2013 г. составил лишь 18,6%.

¹ Moody's: Baa1/стабильный; Standard&Poor's: BBB/стабильный; Fitch: BBB/стабильный // http://www.rusbonds.ru/ank_org.asp?emit=6874

**Государственный долг Российской Федерации
(2007–2013 гг. (млрд руб.))**

Виды долга	Величина долга на:						
	01.01.07	01.01.08	01.01.09	01.01.10	01.01.11	01.01.12	01.01.13
Объем государственного внутреннего долга России. Всего	1064,88	1301,15	1499,82	2094,73	2940,39	4190,550	4841,925
В том числе государственные гарантии	31,23	46,68	72,49	251,36	472,25	637,334	902,662
Объем государственного внешнего долга России. Всего	1102	1192	1138	1218	1153	1793	2146

Источник: Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг. (Минфин России. 2012 г.)

В соответствии с Программой государственных внутренних заимствований Российской Федерации на 2012 г., объем привлечения денежных средств был запланирован в объеме 1,5 трлн руб. Фактически Министерство финансов России осуществило привлечение денежных средств на внутреннем рынке капитала в объеме 737,3 млрд руб. (1,5% ВВП), что на 46% меньше аналогичного показателя в 2011 г.²

Объем заемных средств, привлеченных на рынке государственных облигаций в 2012 г., оказался почти равным совокупному объему привлечения за два предыдущих года. Планируется, что совокупное ежегодное привлечение средств на внутреннем рынке капитала в ближайшие три года будет снижаться и в 2015 г. составит 1,1 трлн руб.

Рост объема государственных облигаций в обращении и курс на размещение крупных выпусков с индикативными сроками до погашения (3, 5, 7, 10 и 15 лет) способствовали увеличению в 2012 г. оборотов ежедневных торгов ОФЗ и, как следствие, увеличению ликвидности обращающихся государственных ценных бумаг. В результате кривая доходностей ОФЗ стала полноценным ориентиром для ценообразования по корпоративным и муниципальным долговым инструментам.

Объем и ликвидность вторичного рынка ОФЗ, однако, все еще уступают аналогичным показателям вторичного рынка корпоративных облигаций. По сравнению с 2009 г. в 2011–2012 гг. средняя доходность рыночного портфеля госбумаг снизилась примерно на 350 б.п., однако в условиях возросшей волатильности на мировых, а значит и национальном, финансовых рынках за последние два года диапазон ее колебаний достигал 110 б.п.

² Мониторинг и прогнозы социально-экономического развития Российской Федерации в январе – октябре 2012 г. от 28 ноября 2012 г., Министерство экономического развития Российской Федерации.

С целью достижения целевого ориентира по дюрации портфеля ОФЗ (5 лет) в 2012 г. осуществлялось размещение государственных облигаций преимущественно со сроками до погашения 5–15 лет. Средняя дюрация размещенных бумаг составила 5,6 года, что позволило за 8 месяцев 2012 г. увеличить общую дюрацию портфеля ОФЗ до 3,8 года (с 3,6 года на начало 2012 г.). Вместе с тем в структуре обращающегося портфеля ОФЗ доля долгосрочных бумаг остается недостаточно высокой.

Высокая волатильность является одной из текущих особенностей рынка ОФЗ, весьма чувствительного к колебаниям на валютном и сырьевом рынках. Отсутствие в достаточном объеме инструментов хеджирования рисков не способствует готовности инвесторов покупать государственные бумаги в моменты, когда ситуация на внешних рынках обострена или внутренние условия инвестирования ухудшились. В результате кредиторы повышают свои требования к уровню доходности размещаемых займов (премии на аукционах). На денежном рынке России благодаря свободной ликвидности и низким краткосрочным процентным ставкам появляются арбитражные возможности, которые привлекают спекулятивный капитал, в том числе иностранный. Как следствие, ценовая волатильность растет, а риски локальных инвесторов также повышаются.

В период 2011–2012 гг. был реализован ряд важных мер по либерализации доступа иностранных инвесторов на российский рынок ценных бумаг: принят закон о центральном депозитарии, определен перечень иностранных организаций, которым центральный депозитарий открывает счета депо номинального держателя, включающий ведущие международные депозитарно-клиринговые системы Евроклир и Клирстрим, снят запрет на внебиржевое обращение ОФЗ.

Бюджетный кодекс Российской Федерации предписывает включать указанные ценные бумаги в объем государственного внутреннего долга (по валютному признаку)³, а Счетная палата Российской Федерации в Заключении на проект федерального закона «О федеральном бюджете на 2011 год и на плановый период 2012 и 2013 годов» относит данные обязательства к объему государственного внешнего долга в рублевом выражении⁴, что противоречит положениям Бюджетного кодекса Российской Федерации.

Однако считать позицию Счетной палаты необоснованной было бы ошибочно, поскольку сама суть инструмента «еврооблигация» состоит в его наднациональном характере. В Большом экономическом словаре⁵ дается следующее определение: «Еврооблигация — международная ценная бумага на предъявителя, которая представляет собой долговое обязательство заемщика, получившего долгосрочный (от 5 до 15 лет) заем в какой-либо из евровалют. Может быть обычной или конвертируемой облигацией, выпуск и размещение которых (евроэмиссия) осуществляется эмиссионным синдикатом, состоящим из банков, кредитных учреждений, брокерских и других фирм разных стран».

³ Бюджетный кодекс Российской Федерации. Ст. 98 п. 4.

⁴ Заключение Счетной палаты Российской Федерации на проект федерального закона «О федеральном бюджете на 2011 год и на плановый период 2012 и 2013 годов», 2010 // Счетная палата Российской Федерации.

⁵ Борисов А.Б. Большой экономический словарь. М.: Книжный мир, 2003. 895 с.

Все параметры данного определения применимы к новому выпуску: срок обращения, привлечение эмиссионного синдиката⁶, осуществление размещения за пределами страны. Противоречием является только валютная составляющая долгового инструмента: сегодняшний рубль нельзя отнести к числу евровалют. Следовательно, необходимо привести законодательную и экономическую трактовки, а также практическое содержание осуществленных заимствований к единому знаменателю.

Осуществление заимствований на международном рынке капитала в целом способствовало решению стратегической задачи по расширению круга инвесторов, диверсификации источников финансирования дефицита бюджета, формированию репрезентативной кривой доходности для всех российских заемщиков.

В 2012 г. Минфин России продолжил публиковать график аукционов на предстоящий квартал, а также продолжил практику объявления ориентиров доходности размещаемых выпусков государственных облигаций, что было положительно воспринято участниками рынка как сигнал, направленный на дальнейшее повышение прозрачности рынка государственных ценных бумаг.

Еще раз обратим внимание на структуру внутренних заимствований (рис. 1):

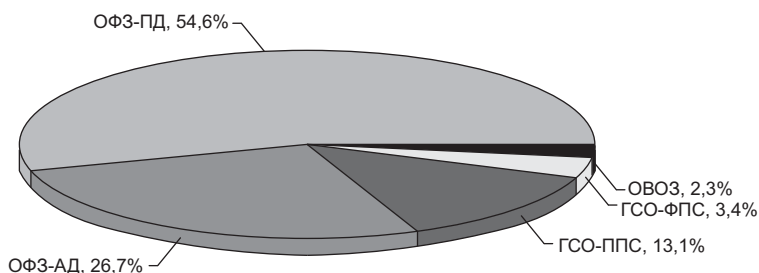


Рис. 1. Структура государственного внутреннего долга РФ по видам долговых обязательств на 01.03.2013 г., (%)

Источник: Информационно-аналитический раздел Минфина России // <http://info.minfin.ru/debt.php>

Наибольшую долю занимают долговые обязательства в виде облигаций федерального займа с постоянным купонным доходом (54,6%). В этом случае размеры всех купонов можно определить как постоянную величину на весь период до погашения.

Держателями почти 40% государственных ценных бумаг, эмитированных Минфином РФ, являются банки. Из этой суммы на пять крупнейших по величине активов банков приходится более 65% гособлигаций. Сформировавшаяся структура держателей государственных ценных бумаг объясняется их сравнительно невысокой доходностью⁷.

⁶ <http://www.rusbonds.ru/all.asp/>. Агентами по размещению еврооблигаций Россия-2018 стали J.P. Morgan, Aktiengesellschaft; DeutscheBank, Aktiengesellschaft; HSBCBankPLC; ЗАО «ВТБ Капитал»; ЗАО «Ренессанс Капитал».

⁷ О долговой политике последних лет // Банковское дело. 2009. № 10. С. 28–31.

Анализ внутренних заимствований позволяет утверждать, что последние не смогли решить проблему нехватки средств.

Объемы внешних заимствований в период 2007–2010 гг. оставались практически неизменными⁸. В период 2009–2011 гг. произошли следующие изменения:⁹

- окончательно урегулированы обязательства Российской Федерации по внешнему долгу бывшего СССР перед Международным банком экономического сотрудничества (МБЭС);

- проведен заключительный этап реоформления коммерческой задолженности бывшего СССР перед иностранными кредиторами;

- осуществлено урегулирование остатка обязательств Российской Федерации по внешнему долгу бывшего СССР перед Лондонским клубом кредиторов.

В 2010 г. впервые более чем за десятилетие (после дефолта 1998 г.) Минфин России от имени Российской Федерации осуществил государственные внешние заимствования путем выпуска и размещения на международном рынке капитала облигаций внешних облигационных займов со сроками погашения в 2015 и 2020 г. в объеме 5,5 млрд долл. США, с доходностью 3,74 и 5,08% годовых соответственно. Номинал облигации обоих выпусков составил 100 тыс. долл. США. При этом не могли не измениться показатели долговой устойчивости РФ (табл. 2).

Таблица 2

Показатели долговой устойчивости Российской Федерации

№ п/п	Показатель	2012	2013	2014	2015	Пороговое значение
1	Отношение государственного долга Российской Федерации к ВВП	11,8	13,1	13,7	13,4	25
2	Доля расходов на обслуживание государственного долга Российской Федерации в общем объеме расходов федерального бюджета	2,6	3,2	3,4	3,3	10
3	Отношение платежей на обслуживание и погашение государственного долга Российской Федерации к доходам федерального бюджета	7,9	9,9	7,1	9,3	10
4	Отношение государственного долга Российской Федерации к доходам федерального бюджета	56,2	68,0	72,1	71,4	100
5	Отношение государственного внешнего долга Российской Федерации к годовому объему экспорта товаров и услуг	11,5	13,2	14,8	15,4	220
6	Отношение расходов на обслуживание государственного внешнего долга Российской Федерации к годовому объему экспорта товаров и услуг	0,5	0,6	0,6	0,6	25

Источник: Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг. (Минфин России, 2012 г.)

Интересен анализ показателей, демонстрирующих постепенный рост (начиная с 2010 г.) расходов на обслуживание государственного долга в общем объеме расходной части государственного бюджета (см. рис. 2).

⁸ Здесь имеются в виду ценные бумаги в иностранной валюте.

⁹ Основные результаты деятельности Минфина России в 2008–2011 гг. от 1 февраля 2012 г.

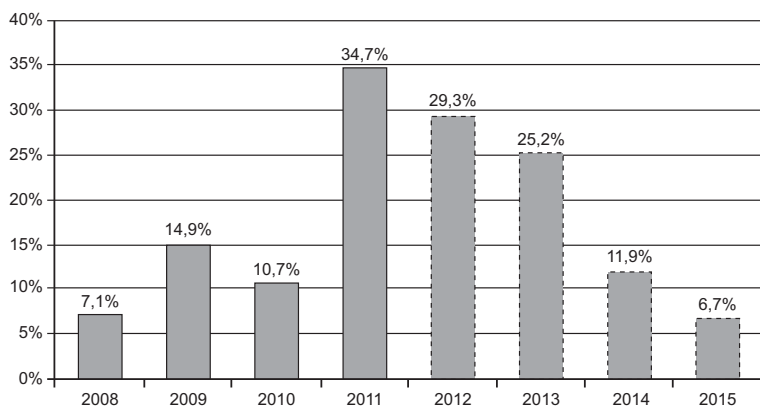


Рис. 2. Динамика роста расходов на обслуживание государственного долга Российской Федерации, в % к предыдущему году

Источник: Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2013-2015 гг. (Минфин России, 2012 г.).

С точки зрения национальной безопасности даже увеличение расходов по обслуживанию государственного долга не представляет ощутимой угрозы. По данным Минфина, до 2013 г. они не превышали 1% ВВП. Лидеры «Большой двадцатки» на саммите в Торонто в 2010 г. поставили цель снизить дефициты бюджетов к 2013 г. не менее чем в 2 раза, а соотношение величин государственного долга и ВВП привести к оптимальной величине к 2016 г. Но это не отвечает на вопрос, каков оптимальный предел государственного долга именно для России. На первый взгляд, долг на уровне 14% ВВП по сравнению с другими странами, например США, Японии, Германии, Италии, может показаться незначительным.

Представленная структура (рис. 3) говорит о достаточном уровне доверия инвесторов всех экономически развитых регионов к российским еврооблигациям.

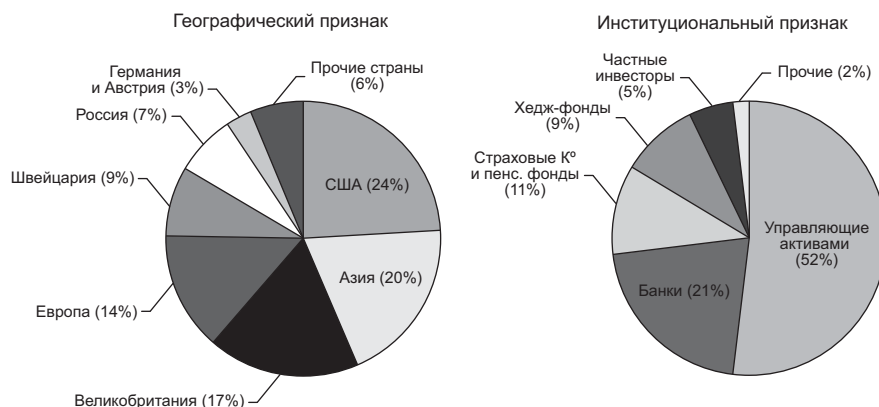


Рис. 3. Структура инвесторов при первичном размещении еврооблигаций Россия-2020, (%)

Источник: составлено автором по материалам информационного агентства Cbonds // <http://www.cbonds.info/ru/rus/emissions/emission.phtml/params/id/12439>

Важным свидетельством такого отношения является довольно крупная доля участия страховых компаний и пенсионных фондов разных стран (11% всех участников), поскольку именно эти организации являются обладателями самых длинных и дешевых денег и выбирают для их размещения самые надежные международные финансовые активы.

В 2011 г. впервые в истории размещены еврооблигации Российской Федерации, номинированные в рублях, совокупным объемом 90 млрд руб. со сроком обращения 7 лет. Этот выпуск стал самым крупным по объему размещенных еврооблигаций суверенного заемщика в национальной валюте из тех стран, что представляют формирующиеся рынки. Это способствовало тому, что роль рубля как региональной резервной валюты укрепилась, валютные риски для федерального бюджета были ограничены, круг инвесторов расширен, а источники финансирования дефицита бюджета были диверсифицированы.

В обоснование необходимости и пользы осуществления эмиссии приводились следующие аргументы¹⁰:

- размещение является серьезным шагом вперед с точки зрения создания финансового центра в России;
- осуществляется продвижение рубля на международные рынки;
- возрастает доверие инвесторов к российским ценным бумагам;
- создается новый сегмент мирового рынка — еврооблигации в рублевой номинации;
- обеспечивается удержание инфляции на низком уровне и сохранение необходимого объема Резервного фонда в случае снижения цен на нефть.

Таким образом, объединяя и анализируя информацию из различных источников (среднесрочные финансовые планы страны за последние годы, документы стратегического планирования, данные о размещении и погашении внешней и внутренней задолженности, высказывания представителей властных структур, данные информационных и аналитических агентств), можно выделить несколько причин для сомнения в допустимости величины долговой нагрузки для российской экономики.

Первая. По-прежнему экономика России зависит от доходов на углеводородное сырье. Об этой проблеме мы писали в разные годы¹¹, ее актуальность не утрачена и в современных российских условиях. От повторения сценария падения цен на нефть страна не застрахована. Ненацеленность на инновационный путь развития, отсутствие прироста реального сектора экономики и увеличение государственного долга станет причиной перекладывания вновь образовавшихся долгов на будущие поколения, а сегодняшние займы могут стать

¹⁰ По материалам официальной стенограммы встречи В.В. Путина и А.Л. Кудрина 28.02.2011 г. <http://premier.gov.ru/events/news/14271/>

¹¹ См.: напр. *Николайчук О.А.* Возможна ли инновационная экономика в России? // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2011. № 1. С. 63–73; Рентные доходы как основа формирования государственного бюджета // Сборник научных статей в трех частях I Международной научно-практической конференции «Актуальные вопросы управления и развития экономики». Выпуск 1, часть 2. М.: АБИК, 2010. С. 131–136; Прошлое и настоящее рентных отношений в России // Вестник СПбГУ. Серия «Экономика». 2003. № 3. С. 63–68.

причиной будущих экономических кризисов. К этому надо добавить обязательства нашей страны по проведению сочинской Олимпиады. Названные обстоятельства увеличивают расходы по обслуживанию госдолга, что само по себе наращивает долговую нагрузку на федеральный бюджет.

Вторая. Инвестиционный климат — достаточно чувствительная величина. Пока у страны есть возможность иметь займы под минимальные процентные ставки. Увеличение долговых и обслуживающих обязательств не может не сказаться на степени риска инвесторов, которые отреагируют ростом процентных выплат.

Третья. Продолжится предоставление государственных гарантий, а значит, вырастут средства бюджета на их обеспечение. В 2011–2013 гг. на эти цели в федеральном бюджете были предусмотрены следующие суммы: 316,7 и 23,7 млрд руб. соответственно из источника финансирования дефицита бюджета и расходов федерального бюджета соответственно.

Четвертая. Рост долга происходит за счет значительной доли участия страховых компаний и пенсионных фондов разных стран. Это касается и отечественного Пенсионного фонда. Следовательно, для обеспечения снижения рисков значительное увеличение государственных заимствований недопустимо.

И наконец, пятая причина. Минфин ожидает снижение среднего срока погашения облигаций внутреннего займа до 8 лет (например, этот же показатель в 2004 г. составлял 20 лет). Значит рост долга только ухудшит данную ситуацию при хождении на рынке преимущественно кратко- и среднесрочных облигаций.

Все вышеизложенное позволяет сделать вывод о том, что для современной России достигнут верхний порог возможных заимствований и их дальнейшее наращивание повлияет на инвестиционный климат, увеличит обслуживание госдолга и, как следствие, снизит экономическую безопасность страны.