

Проблемы формирования эффективной государственной политики в области государственного долга

Валерий Горегляд
первый заместитель Председа-
теля Совета Федерации

В России за последнее десятилетие с помощью выпуска долговых обязательств удалось относительно успешно решить, с моей точки зрения, две важные задачи: покрыть дефицит федерального бюджета без резкого роста денежного агрегата M2, а также ограничить инфляцию и валютный курс рубля. Однако следует признать, что регулирование экономической активности с помощью долговых инструментов в России существенного развития пока не получило.

В ближайшие 3—4 года рост резидентского федерального долга может быть связан с необходимостью поддержки основ пенсионной системы. Уже с 2004 г. около одной пятой накопительной части пенсионных взносов (приблизительно 180—200 млрд руб. в год) может быть вложена в инструменты фондового рынка и долговые обязательства. Прежде всего речь идет о федеральных обязательствах, но допустимы и вложения в субфедеральные займы при условии повышения их надежности. Переход к накопительной системе выводит на первый план вопросы надежности государственных долговых обязательств, гарантий своевременного возврата долга и приемлемой доходности. Приемлемая величина доходности должна находиться в довольно узком интервале. С одной стороны, доходность в среднесрочной перспективе должна превы-

шать инфляцию на потребительском рынке, иначе рано или поздно это может вызвать рост недовольства среди будущих пенсионеров. С другой стороны, доходность долговых обязательств должна быть ниже типичной доходности инвестиций в экономику.

Для повышения устойчивости накоплений пенсионных фондов возможно размещение этих накоплений не только в рублевых, но и в валютных ценных бумагах. При этом следует разработать схемы обеспечения долга валютными резервами или активами стабилизационного фонда. Однако мы не должны забывать о том, что рост спроса со стороны пенсионных фондов может дестабилизировать фондовый рынок, уровень развития которого оставляет желать лучшего. Дело в том, что рынок публичного долга в современной России развит недостаточно, на нем обращается только часть долговых обязательств. Так, из общего объема федеральных долгов (порядка 180 млрд руб.) на рынке обращается лишь 30% эмитированных бумаг. Надежные данные по рыночному обороту субфедеральных займов вообще обнаружить достаточно сложно. Считается, что большинство субфедеральных ценных бумаг реально на рынок не выходят. И хотя объем субфедеральных внутренних долгов на рынке в 10 раз меньше федеральных — порядка 23 млрд руб., факт выплат или невыплат по этим долгам существенно влияет на российский кредитный рейтинг. Как бы мы ни тракто-

вали юридическую сущность региональных и местных займов, они все-таки продолжают оставаться частью суверенной задолженности России, во всяком случае, в глазах зарубежных кредиторов.

Необходимо учитывать и то обстоятельство, что для региональных органов власти привлечение рыночных заимствований может оказаться конъюнктурно выгодным, поскольку это проще, чем обеспечить рост собираемых налогов и сокращение бюджетных расходов. В этом есть определенная опасность, с которой мы, кстати, сталкивались в канун кризиса 1998 г. Искусение займами может нарастать с учетом того, что расплачиваться по займам после смены власти будет иное руководство, что мы сегодня и наблюдаем. Поэтому первоочередной задачей следует считать повышение финансовой культуры власти и введение санкций, в том числе персональных, за неплатежи. Собственно, на это в первую очередь и следует обратить внимание законодателям при разработке различных норм.

Кроме того, необходимо обеспечить публичность принятия решений о местных займах, на ближайшие 5—10 лет законодательно ввести обязательность формирования фонда обеспечения для субъектов Федерации и органов местного самоуправления, осуществляющих заимствования на внутреннем рынке.

Новой тенденцией развития рынка субфедерального долга является секьюритизация долговых

обязательств субъектов Федерации. Она представляет должнику ряд выгод: повышается спрос на долговые обязательства, упрощается долгосрочное погашение долга. Секьюритизация повышает ответственность местных органов власти за принятые решения, поскольку они непосредственно оцениваются рынком. В этой связи важное значение приобретает создание национальной рейтинговой системы.

Смею также предположить, что в условиях либерализации валютного законодательства будет стираться разница между рублевым и валютным госдолгом. При этом сохранится различие в структуре собственности, поскольку держателями внешнего долга могут быть как резиденты, так и нерезиденты, которые могут оказывать неодинаковое влияние на экономическое развитие страны ввиду различных мотивов, определяющих их поведение на рынке.

Важным элементом государственной стратегии в области госзаимствований является создание системы производительного использования части заемных средств с целью создания базы для следующего погашения займа. И хотя либеральная теория настойчиво советует изъять из государственного ведения все виды эффективного инвестирования, следует заметить, что переложение проблемы погашения займов только на бюджет — прямой путь к возникновению долговой спирали. Обеспечение государственной экономической безопасности требует такого развития системы государственных заимствований, которая не создает сверхнапряжения для налогоплательщиков в периоды пресловутых «пиков выплат». Нужно полагать, что рынок госзаимствований должен в определенной части выполнять общую функцию фондового рынка, частью которого он является, а именно мобилизовывать инвестиционные ресурсы и обеспечивать их «доставку» в реальный сектор экономики. Думаю, что в текущем году при выработке принципов бюджетной политики

на ближайшие несколько лет, эта позиция все-таки будет учтена.

Константин Корищенко заместитель Председателя Центрального банка России

Рынок государственного долга, безусловно, важен для банковской системы и Центрального банка прежде всего как инструмент денежно-кредитной политики. Необходимо отметить, что с этой точки зрения подход к внутреннему рынку и рынку внешнего долга должен быть различным.

Я также хотел бы обратить внимание на взаимосвязь следующих трех элементов: денежной политики, валютно-денежного рынка и государственного долга. Связь между этими элементами объясняется, в частности, взаимным влиянием валютного курса и процентных ставок. По мере того как будет развиваться внутренний рынок, будет происходить либерализация валютного регулирования, эта связь будет становиться все сильнее. В то же самое время внутренний рынок и рынок внешнего долга будут все больше отдаляться друг от друга и жить по своим собственным законам.

Одним из печальных последствий 1998 г. является то, что в течение нескольких лет очень большое внимание уделялось проблемам бюджетной и налоговой политики и отчасти решение этих проблем происходило за счет того, что Центральный банк постепенно был лишен одного из главных инструментов денежно-кредитной политики, а именно портфеля государственных ценных бумаг.

За последние несколько месяцев мы видим, как во всем мире резко снижается стоимость заимствований. В значительной степени это является следствием денежно-кредитной политики ФРС и Европейского центрального банка и только отчасти отражает инвестиционную привлекательность тех регионов, в которых происходит снижение ставок. На самом деле в этой ситуации кроется достаточно большой риск, потому что, поддерживая высокие ставки, соответствующие

уровню текущей инфляции, на внутреннем рынке мы сталкиваемся с избыточным притоком капитала, который будет провоцировать дальнейшую инфляцию. Если же мы будем идти в сторону снижения процентных ставок, то мы можем создать проблемы для развития реальной экономики. Другими словами, рынок государственного долга — это своего рода балансирующий элемент, и его размер играет очень важное значение. В этом плане на порядок более важным является приоритетное развитие внутреннего долга, а развитие рынка внешнего долга является на самом деле неоднозначным процессом. Если мы посмотрим на развитые страны, то там или отсутствует, или достаточно невелик объем того, что называется внешним заимствованием, или заимствованием в иностранной валюте.

В заключение хотелось бы отметить, что размеры долгового рынка, помимо всего прочего, должны соответствовать размерам экономики. Уже отмечалось, что пенсионные сбережения и сбережения в целом у нас достаточно велики, а размер внутреннего рынка недостаточен для того, чтобы их «переварить». Одним из препятствий для развития финансового рынка является его инфраструктура. И в этом плане мне кажется, что консолидация инфраструктуры фондового рынка, создание в скорейшем времени единого центрального депозитария, возможно, единой клиринговой организации это то, что позволило бы еще быстрее развивать как рынок государственных ценных бумаг, так и рынок корпоративных ценных бумаг, и, таким образом, развивать весь финансовый рынок, который в большинстве стран является доминирующим фактором развития экономики.

Белла Златкис заместитель министра финансов РФ

Федеральный рынок внутреннего долга — это элемент денежной политики, валютной политики, бюджетно-налоговой политики и т.д. Из-

вестно, что заимствование — обратная сторона налогов, или отложенные налоги. Соответственно мы имеем возможность прибегать к заимствованиям на рынке и при этом несколько снижать налоги, направлять налоговые поступления на другие бюджетные цели. Либо мы предполагаем полностью погасить долг, но при этом увеличить или оставить неизменной налоговую политику на обозримую перспективу.

Бюджет на 2003 г. сформирован таким образом, что из более 650 млрд руб., необходимых для погашения долга, с внутреннего рынка мы привлекаем 169 млрд руб. В настоящее время пока еще существуют некоторые пики по внешнему долгу, но общая нагрузка не очень большая — 42,4% ВВП. Через 2—3 года, не раньше, мы сможем сгладить долговую нагрузку. Наступит время, когда мы начнем всерьез рассматривать заимствования как возможность и стимул для снижения налогового бремени. Но пока перед нами стоит другая задача: снизить те долговые пики, которые еще проявляются в отдельные периоды.

В ближайшие 2 года мы можем занимать на внутреннем рынке порядка 240—250 млрд руб., здесь я называю максимальные значения. Мы рассчитываем, что в сектор государственного долга через все специализированные институты будет поступать около 40% средств пенсионной системы. На финансовом рынке сегодня существует проблема качественного актива, и в условиях проведения пенсионной реформы ее так или иначе придется решать. Как мы предполагаем, средства пенсионной системы будут «расходиться» по негосударственным пенсионным фондам, по корпоративному сектору.

Вместе с пенсионной реформой будет развиваться и обязательное страхование, а это также «длинные» деньги в достаточно большом объеме. Тем не менее мы предполагаем, что эти средства не будут привлекаться для финансирования дефицита бюджета, это серьезный шанс для развития экономического потенциала страны.

С внешнего рынка мы пока не собираемся привлекать средства, и в результате на 1 января 2006 г. объем долга сократится до 29—30%. Я полагаю, что 29% ВВП — это достаточно положительный показатель для такой страны, как Россия. Сегодня пропорции таковы: 15% — внутренний долг, 85% — внешний. Это соотношение будет меняться достаточно медленно, тем не менее, по нашим планам, к 2006 г. оно изменится: 25% будет составлять внутренний долг и 75% — внешний.

Несколько слов о процентных ставках. По данным Счетной палаты, в 2002 г. доходность рынка госдолга, с учетом роста стоимости активов, в определенные периоды составляла от 35 до 70%, а внешнего — до 80%. Это лишнее подтверждение тому, что низкие ставки на внутреннем рынке еще не аргумент отрицательной доходности для участника рынка. Другими словами, сегодня на рынке внутреннего долга вполне можно работать, только не надо смотреть на рынок глазами «ленивого инвестора», который вложил деньги, ждет погашения в 2015 г. и думает, что он будет получать фиксированную зарплату.

Говоря о проблеме заимствований субъектов Федерации, я сразу же хочу ответить на вопрос: «Есть ли субъекты Федерации, которые стоят на пороге дефолта?». Отвечаю: «В России таких нет.» Ситуация же с Нижним Новгородом такова: платежи города по всем видам долгов в этом году составляют примерно 3,4 млрд из 16 млрд валюты бюджета, или 10 млрд руб. из свободных, не связанных бюджетных потоков. Это не смертельно. Показатели области по обслуживанию долга не превышают предусмотренные бюджетным законодательством. Проблема заключается в крайне неудачном построении платежных графиков. В любом случае, это я говорю с полной ответственностью, проблема текущих долгов Нижнего Новгорода будет решена в полном соответствии с интересами и самой области, и инвесторов.

Геннадий Колесников заместитель председателя ФКЦБ России

ФКЦБ хоть и не является регулятором федеральных и субфедеральных заимствований, тем не менее поддерживает тезис, который высказал господин Корищенко: нельзя «выпускаться», не имея хорошей инфраструктуры, не организовав вторичное обращение.

Проект создания центрального депозитария, совершенствование всей системы регистрации и учета прав на ценные бумаги очень актуален. Федеральная комиссия выступает за то, чтобы наши биржевые площадки, где осуществляется оборот бумаг (не только корпоративных, но и бумаг субъектов Федерации), работали в режиме настоящих фондовых бирж, т.е. были прозрачными, надежными, обеспечивали минимизацию рисков.

Хотелось бы обратить внимание на то, что на фондовом рынке появляется новая специализация — финансовый консультант. Прочитав, что входит в его обязанности в соответствии с действующим законодательством: «В случае публичного размещения или публичного обращения эмиссионных ценных бумаг проспект ценных бумаг должен быть подписан финансовым консультантом на рынке ценных бумаг, подтверждающим тем самым достоверность и полноту всей информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, за исключением части, подтверждаемой аудитором или оценщиком». Деятельность консультанта распространяется на любые публично обращающиеся бумаги. Мы считаем, что за счет появления на рынке еще одного агента — финансового консультанта, который будет подписывать проспект и который будет нести за это ответственность, повышается надежность, совершенствуется защита прав инвестора. Кроме того, свою положительную роль, по нашему мнению, должно сыграть включение в Уголовный кодекс статей о наступлении ответственности за умышленное непредоставление информации и за умышленное введение в заблуждение инвестора.

Сергей Сторчак
заместитель Председателя
Правления Внешэкономбанка

Сегодня мы имеем уникальную ситуацию, когда и законодательная, и исполнительная власть оценивает долговую ситуацию Российской Федерации с одинаковых или очень совпадающих позиций. Это является большим прогрессом последних двух лет. Тем не менее при таком совпадении мнений я бы обратил внимание на некоторые разногласия в понятийном аппарате. В частности, мы по-прежнему очень часто используем понятие «поддержка объема государственного долга на экономически безопасном уровне». В то же время мировая практика долговых агентств использует несколько иной понятийный аппарат, который связан с понятием «долговая устойчивость». Понятие «долговая устойчивость» — это математически рассчитываемые величины, связанные с соотношением долга к экспорту, долга к ВВП, структурой платежей долга к различным показателям. В то же время понятие «экономически безопасный долг» требует скорее описательного объяснения, чем математического расчета.

На сегодняшний день приходится констатировать, что с точки зрения управления государственным и внешним долгом мы не в состоянии реализовать такую задачу, как «развитие рыночных инструментов управления долгом». Дело в том, что обеспечение развития рыночных инструментов предполагает наличие доступа к так называемому рынку финансовых инструментов. Страна, лишенная инвестиционного кредитного рейтинга, не в состоянии обеспечить выход на этот рынок по приемлемым для себя ценам.

Очень важный вопрос — создание единой системы управления государственным долгом. Однако дело в том, что инструментарий и содержание работы, связанной с управлением внутренним и внешним долгом, имеют совершенно различное содержание. Структура государственного внешнего долга, к сожалению, диктует необходимость в

очень осторожном продвижении в сторону интеграции двух категорий задолженности. Мы еще будем вынуждены в течение текущего года и, скорее всего, первой половины следующего заниматься вопросами реоформления остатков государственного долга, связанного с заимствованиями бывшего СССР.

Приходится констатировать, что на ближайшие 3—4 года государственный внешний долг в своей большей части будет оставаться нерыночным. Таким долгом управлять практически невозможно. Этот долг погашается в соответствии с имеющимися графиками при одновременном проведении операций, известных как долговые свопы (потенциально эти операции можно отнести к элементам управления государственным долгом).

Очевидно, что ближайшая задача — это урегулирование задолженности, которая все еще остается не реоформленной перед рядом зарубежных кредиторов. Со своей стороны мы выступаем за дальнейшее развитие открытости при обсуждении проблем, связанных с государственным долгом.

Сергей Пахомов
председатель Комитета
государственных заимствований
города Москвы

Тема моего выступления — концепция управления государственным долгом в регионах. Я коротко остановлюсь на содержании концепции, разработанной в нашем городе. Составной частью системы управления финансовыми ресурсами города Москвы является формирование бюджетной политики в области управления государственным долгом. При общем осознании важности задач управления государственным долгом города Москвы и связанных с ним рисков определение термина «управление долгом» все еще, к сожалению, отсутствует как в федеральном законодательстве, так и в законодательстве города Москвы. Под управлением государственным долгом Москвы мы понимаем процесс разработки и практической реализации страте-

гии управления государственными заимствованиями в целях поддержания объема долга на экономически безопасном уровне.

Целью нашей концепции является создание механизма оценки и регулирования долговой нагрузки на бюджет города, а также формулирование порядка управления государственным долгом города Москвы в системе так называемого единого заемщика.

Проблема заключается в том, что ограничения, накладываемые действующим законодательством на объем государственного долга субъекта Российской Федерации и на платежи в счет его обслуживания, не позволяют достоверно выявлять и прогнозировать нарастание кризисных тенденций. Все критерии Бюджетного кодекса базируются, с одной стороны, на сопоставлении суммы объема ежегодных выплат по обслуживанию долга с расходами бюджета за один планируемый финансовый год и, с другой стороны, на сопоставлении объема долга с доходами бюджета без учета сроков погашения обязательств.

В нашей концепции мы вводим дополнительный критерий безопасного уровня долга, который основан на сопоставлении двух показателей: прогнозируемых доходов бюджета и предстоящих в каждом финансовом году выплат по погашению долга. Основным критерием безопасного уровня долга является условие, согласно которому ежегодные выплаты в счет погашения долга в текущем году и в будущие периоды не должны превышать то, что мы условно называем капитальным ресурсом бюджета соответствующих лет. **Капитальный ресурс бюджета** представляет собой превышение доходов бюджета над его текущими и частью капитальных расходов и направляется только на финансирование инвестиционных программ. Мы считаем, что указанный критерий должен быть включен в систему бюджетного планирования для обеспечения защиты текущих расходов бюджета от рисков, связанных с погашением долга. С помощью капитального ресурса

са бюджета создается возможность маневра во время финансовых кризисов, когда новые займы невозможны, а старые подходят к погашению.

Если мы посмотрим на текущую долговую ситуацию с применением нашего критерия и предположим, что будем его строго соблюдать, и текущая ситуация существенно не изменится (объемы доходов и расходов бюджета, его структура будут такими же), то мы увидим, что отношение наших долговых выплат до 2011 г. к капитальному ресурсу (срок, который мы можем просчитать в соответствии с имеющимся долгом) составляет небольшие величины.

Мы считаем, что при планировании бюджетного процесса российским регионам и публичным заемщикам необходимо исходить из следующего: *первое* — всегда должна быть инвестиционная составляющая в бюджете, *второе* — займы всегда должны использоваться исключительно на финансирование инвестиций, *третье* — необходимо активное управление долгом, для того чтобы не допускать пиковых нагрузок на бюджет и в случае кризиса всегда иметь возможность покрыть долговые выплаты из инвестиционных расходов бюджета.

Константин Волков президент Национальной фондовой ассоциации

В настоящее время российский фондовый рынок бурно развивается, тем не менее поставим вопрос следующим образом: нужны ли региональные заимствования? На наш взгляд, региональные заимствования эффективны для регионов только при наличии определенных условий.

Во-первых, это определенный уровень экономической «работы» администрации, наличие внятной экономической программы по развитию регионов, эффективных инвестиционных проектов. *Во-вторых*, это осознанная необходимость постоянно действующего механизма оптимизации привлечения ресурсов. И, наконец, важнейшим усло-

вием развития рынка субфедеральных и муниципальных заимствований является заинтересованность хозяйственной власти на местах.

Развитый финансовый рынок в регионе приносит следующие преимущества:

- рост налоговой базы, поскольку операции на финансовом рынке совершаются в «белом» обороте, растущий объем операций, растущее число контрагентов, вовлеченных в этот оборот, означают увеличение налоговой базы;

- накопление инвестиционного ресурса и укрепление экономического потенциала региона, в том числе за счет включений в экономический оборот части ранее незадействованных ресурсов, если говорить о выпуске ипотечных ценных бумаг, то это — недвижимость и земельные ресурсы;

- решение социальной задачи по созданию системы сбережений для населения;

- создание кредитной истории — имиджа региона, который в свою очередь определяет стоимость и условия тех же региональных заимствований.

Таким образом, задача формирования финансового рынка в регионах, наряду с мерами по развитию отдельных отраслей, сама по себе достойна внимания. Хотелось бы подчеркнуть, что в данном случае речь идет не о создании замкнутого анклава, а об использовании конкурентных преимуществ каждого отдельного региона при встраивании его в единую систему национального финансового рынка.

Какие показатели позволяют судить о достаточно развитом финансовом рынке региона?

Наличие постоянных, высоких объемов финансовых операций.

Наличие основных финансовых параметров, например безрисковой ставки, формирование которой является задачей рынка государственных ценных бумаг и не только федерального уровня.

Формирование ресурсной базы внутри региона.

Предложение новых финансовых инструментов и операций с ними, в

том числе связывающих временно свободные средства и закрепляющих их в регионе.

Появление слоя местных инвесторов, в первую очередь населения.

Рост числа профессиональных участников финансового рынка, их растущее взаимодействие между собой и таким образом формирование региональной инфраструктуры, преодоление сегментированности рынка, которая в настоящее время является характерным признаком российского финансового рынка.

Если говорить о потенциальном объеме такого рода рынка, то можно оттолкнуться от общих сбережений населения на депозитных вкладах в банках. Общий объем в прошлом году оценивается приблизительно в 30 млрд долл. Если какая-то часть этого объема, — 10—20% — пойдет на рынок федеральных облигаций и муниципальных заимствований, то соответственно это сумма, ради которой можно строить инфраструктуру и организовывать участников.

Правильно организованная и выстроенная система региональных заимствований решает большинство из поставленных задач по формированию финансового рынка. *Во-первых*, это формирование инвестиционного потенциала, по крайней мере в объеме выпущенных займов. Поскольку такого рода средства, один раз вовлеченные в финансовый оборот, становятся уже инвестиционным ресурсом, а не «сбережением в чулках».

Следующая задача — это финансирование бюджета, в том числе покрытие кассовых разрывов, резервных стабилизационных фондов, финансирование инвестиционных проектов.

И, *наконец*, это снижение в перспективе стоимости заимствований. Если этот процесс долговременный, то для инвесторов заем становится привлекательным и опыт наиболее продвинутых регионов, таких как Москва или Санкт-Петербург, это наглядно демонстрирует.

Движущими силами системы региональных заимствований высту-

пают федеральные власти, местные администрации, профучастники и партнеры. Соответственно возникает задача объединения всех заинтересованных лиц. НФА как ассоциация, объединяющая профессиональных участников рынка, этим вопросом и занимается.

Функции профессионального объединения при этом заключаются:

■ *Во-первых*, в привлечении участников в региональные проекты в роли разработчиков, андеррайтеров, участников рынка и инвесторов. Этот процесс идет очень непросто даже по значительно более развитому рынку корпоративных облигаций. Этому имеются объективные и, что очень важно, субъективные причины: некоторая инерционность участников, их стремление получать более высокую доходность, более высокую прибыль, причем сиюминутную. Соответственно речь не идет о том, чтобы разово привлечь участников к тому или иному проекту, а о том, чтобы вести с ними постоянную работу в этом направлении.

■ *Во-вторых*, в стандартизации деятельности участников. Сейчас у нас готовится первое практическое пособие по андеррайтингу, которое будет описывать и стандартизовать те или иные процедуры, которые в настоящее время осуществляются во многом по наитию участников.

■ *В-третьих*, в контроле за работой участников и в обеспечении прав инвесторов.

■ *В-четвертых*, в подготовке и предложении инструментов, операций и технологий. Здесь в качестве примера можно назвать рефинансирование через репо, которое пока применяется только в отношении федеральных бумаг, но способно резко повысить привлекательность региональных бумаг, если такого рода система будет создана.

■ И, наконец, *в-пятых*, в работе по созданию стимулов для привлечения потенциальных инвесторов. Если обратиться к опыту американской системы функционирования региональных и муниципальных ценных бумаг, то там существует оп-

ределенная налоговая льгота по вложению в эти бумаги для физических лиц. Именно этим и объясняется такой большой объем вложений. На наш взгляд, такого рода систему целесообразно предложить для реализации в Российской Федерации. Она позволит резко увеличить инвестиции в регионы и соответственно будет способствовать экономическому развитию страны.

Всю эту деятельность мы пытаемся сейчас ввести в программу стимулирования региональных финансовых рынков, которые МПА готовит вместе с Советом Федерации. Данную программу предполагается реализовывать в виде «пилотных» проектов в отдельных регионах. Так, в Северо-Западном и Приволжском регионах уже созданы рабочие группы для реализации этой программы.

Дмитрий Тарасов директор управления стратегического планирования Сбербанка России

На рынке федерального госдолга в последний год господствовали две тенденции. Первая из них — это снижение доходности. Уже говорилось, что можно заработать и 70% годовых, но куда дальше идти с этими деньгами? Заработал — получил прибыль — и обратно «пошел» в эти же бумаги под 9%, только уже на 15 лет. Кроме того, вкладчикам достаточно трудно объяснить, что в течение одного года можно заработать 70% годовых на рынке ГКО, а в следующем году доходность будет совершенно иной. Они рассчитывают, помещая свои вклады в банк, на то, что хотя бы инфляция будет «отбита». Поэтому все-таки проблема доходности на рынке федеральных государственных ценных бумаг — это реальная проблема для банка.

Вторая тенденция — удлинение сроков заимствований. Выпущены 15-летние бумаги, которые вроде бы имели на рынке успех, но вопрос, кто их купил? Может быть, нерезиденты, которые при первой же возможности выйдут оттуда, как только тенденция укрепления номинального курса рубля закончится.

Будет ли обеспечена при этом такая доходность, которая достигнута — вопрос серьезный.

Кроме того, у банков есть нормы ликвидности. И хотя Центральный банк уже год говорит о возможности их перевода из обязательных в оценочные, пока никакого движения в этом направлении нет. Спросим: есть ли у банковской системы пассивы такой длины? Конечно, хорошо, если годовые наберутся. А раз о 15-летних пассивах говорить нельзя, значит, банк вынужден покупать бумаги в инвестиционный портфель для перепродажи.

В докладе, который представлен к совещанию, сказано, что рынку государственных рублевых бумаг нужна ликвидность, и, в частности, предлагается достичь этой ликвидности путем ограничения участия крупных инвесторов на этом рынке. В этой связи упоминаются, в частности, Сбербанк и пенсионные фонды. Эту проблему можно решить путем увеличения выпуска бумаг. У России самый низкий уровень отношения внутреннего долга к общему долгу — 17% по методологии МВФ. В то время как у США — 100%, Великобритании — 100%, Венгрии — 98%, даже у наших недавних собратьев по социалистическому лагерю — Словакии — 52,5%; Украины — 52,1%. Другими словами, можно финансировать погашение внешнего долга, а он в ближайшие три года будет погашаться в очень больших размерах, выпуском внутренних рублевых ценных бумаг. Благодаря этому эмитент получит возможность снизить свою зависимость от иностранных кредиторов. Кроме того, при выпуске внешних займов существует достаточно серьезная проблема валютного риска: не только изменение курса рубля к доллару или евро, но и колебания доллара по отношению к евро, так как значительная часть долга исчислена в евровалюте, создают бюджетную нестабильность, т. е. приходится закладывать в бюджет на обслуживание долга гораздо большую сумму в рублях. Если долг будет рублевый, а

не валютный, то такой бюджетной нестабильности и необходимости создавать резерв не будет.

Если ограничивать административным путем участие крупных инвесторов на этом рынке, то попытаемся представить себе, что его ждет: маргинализация и спекулятизация. Ведь большинство инвестиционных компаний могут зарабатывать и на падении, и на росте стоимости долга, т. е. цель будет состоять в том, чтобы качать рынок туда-сюда, снимая деньги на движении котировок. В то время как роль крупного инвестора состоит именно в стабилизации рынка.

Если мы посмотрим чуть-чуть дальше, чем на два-три года, мы увидим, что усиливаются интеграционные процессы в СНГ, возникают Таможенный союз, Союз четырех стран. Очевидно, масштабы экономики этих стран значительно меньше масштабов российской экономики. То есть так или иначе вокруг российского рынка госдолга будут крутиться деньги, в том числе и из соседних стран. Поэтому его следует увеличивать, идя на выкуп внешнего долга за счет внутреннего.

С учетом того что деятельность банков, одних из основных инвесторов на рынке рублевого госдолга, регулируется Центральным банком, есть вопросы, связанные с рискованностью активов. То есть банк, даже не желая вкладываться в госбумаги, вынужден их покупать, потому что иначе портфель на 100% будет состоять из кредитов. Более того, вся система рефинансирования завязана на государственные ценные бумаги. Ломбардный список состоит исключительно из этих бумаг, и только с их помощью вы можете получить деньги от Центробанка.

Кроме того, грядет внедрение «базельских требований» к капиталу, так вот там предъявляются жесткие требования к рискованности активов. И у банков, если не будет расти рынок госдолга, остаются всего лишь две альтернативы: вкладываться в инструменты ЦБР, а доходность по ним очень низкая, или вкладываться в доллары на корсчетах за границей. Это, наверное, не

лучший выход для России, которая испытывает острую нехватку инвестиционных ресурсов.

В заключение следует сказать, что наличие рынка рублевых госбумаг с развитой инфраструктурой, это сама по себе большая ценность. И было бы недальновидно губить его, исходя из того, что сейчас заимствования не нужны. Мы считаем, что Минфин в этом смысле прав — рынок рублевых заимствований нужно развивать более высокими темпами.

Александр Филаретов управляющий Санкт-Петербургской валютной биржи

Петербургская биржа работает на рынке с 1995 г., т.е. с момента образования этого рынка. По оборотам на рынке субфедеральных облигаций с 1995 г. биржа занимает первое место в России. На сегодня субфедеральные облигационные займы размещаются на 4 биржах, из них 49,98 % приходится на СПВБ; 47,6% — на ММВБ; 2,39% — на РТС; 0,02% — МФБ. На нашей бирже с 1999 г. существуют сделки репо, которые в Москве появились только в прошлом году. По итогам прошлого года 68% оборота с облигациями субъектов Федерации приходилось именно на сделки репо — наиболее активно используемый инструмент. Хотелось бы отметить, что по объему эмиссии на Москву и Петербург приходится 81% рынка субъектов Федерации и только 19% — на все остальные субъекты.

Опыт СПВБ говорит о том, что специализация работы биржи с тем или иным инструментом может позволить создать торговую площадку за пределами Садового кольца, которая интересна не только региональным, но и московским участникам. Такие специализированные площадки могли бы существенно дополнять центральный общероссийский рынок, который сложился в Москве.

Единственное, что отличает этот рынок от ГКО/ОФЗ так это система расчетов. Если на рынке ГКО/ОФЗ Центральным банком осуществля-

ются межрегиональные расчеты по итогам торгов без использования фактического перевода участниками расчетов через межрегиональные платежи, то такая система на рынке субфедеральных облигаций не действует, поскольку задействована не одна биржа, а несколько.

Сегодня здесь затрагивалась тема создания единого расчетно-кредитного госцентра. Появление такого центра, который имел бы договоры со всеми торговыми площадками, с депозитариями, с расчетными центрами, решило бы проблему участников, в первую очередь региональных. Имея в таком центре одну позицию, любой участник мог бы торговать на любой бирже, имея при этом один денежный счет и один счет по бумагам в одном из депозитариев. Движение в этом направлении видится мне наиболее перспективным. Хотя существует еще возможность создания «онлайн» системы расчетов с Центральным банком. Но она создается уже не один год, и, похоже, в ближайшее время мы ее не увидим. ■

Материал подготовлен на базе официальной стенограммы парламентских слушаний «Рынок федеральных, субфедеральных и муниципальных заимствований и экономический рост. Проблемы формирования эффективной государственной политики в области государственного долга», состоявшихся 2 апреля 2003 г. в Москве.