Федеральное агентство по образованию

Байкальский государственный университет экономики и права

Факультет ускоренной подготовки

Кафедра финансов

Специальность 06.04 "Финансы и кредит"

**КУРСОВАЯ РАБОТА**

по дисциплине "Финансы"

Внутренний государственный долг России: состав, структура, динамика развития

Исполнитель: студент гр. УФ-2-07

Рупасов Юрий Геннадьевич

Руководитель: Винокурова В.П.

Иркутск, 2008 г.

Содержание

Введение

1. Государственный долг

1.1 Понятие государственного долга

1.2 Внутренний государственный долг и его сущность

1.3 Состав внутреннего государственного долга

2. Структура и динамика развития внутреннего долга россии

2.1 Структура внутреннего долга РФ

2.2 Динамика и перспективы развития внутреннего долга РФ

2.2.1 Этап 1. Развитие рынка государственных ценных бумаг за счет внутренних ресурсов (май 1993 г. - конец 1995 г.)

2.2.2 Этап 2. Расширение рынка внутреннего долга за счет внешних инвесторов (начало 1996 г. - конец 1997 г.)

2.2.3 Этап 3. Кризис российского рынка внутреннего долга (конец 1997 г. - август 1998 г.)

2.2.4 Этап 4. Восстановление рынка внутреннего долга (1998 - 2002 гг.)

2.2.5 Этап 5. Дальнейшее развитие рынка федеральных облигаций (2003 г. и далее)

3. Внутренняя долговая политика

3.1 Основные принципы и направления внутренней долговой политики в РФ на ближайшие годы

Заключение

Список использованной литературы

Приложения

Введение

В настоящее время экономики многих стран характеризуется наличием больших государственных внешних и внутренних долгов. Ни одно государство не обходится без заимствования денежных ресурсов на финансовых рынках посредством государственных внутренних займов, которые выступают в качестве эффективного инструмента преодоления ограниченности налоговых поступлений в бюджет и эффективного проведения денежно-кредитной политики.

Переход России к рыночной экономике также потребовал от правительства пересмотра основных принципов финансирования бюджетных расходов и перехода к широко используемым в мировой практике безинфляционным методам покрытия дефицитов бюджета. Постепенно роль основного источника денежных поступлений в российский бюджет наряду с налогами (если не принимать во внимание сверх доходов от продажи углеводородного сырья) стали выполнять государственные займы, объемы выпуска которых в условиях экономического роста в стране - постоянно увеличиваются.

Вопрос о государственных долгах связан с самим фактом непосредственного участия государства в экономической жизни общества. Это участие в современных условиях определяется задачей создания антиинфляционного механизма экономического роста, суть которого состоит в обеспечении полной занятости и установления стабильного уровня цен.

Необходимость государственного вмешательства обусловлена тем, что само по себе действие закона стоимости, понуждая хозяйствующие субъекты добиваться максимальной прибыли путем сокращения затрат капитала и повышения качества продукции, не в состоянии разрешать макроэкономические проблемы. Напротив, механизм распределения ресурсов, основанный на стихийном внутриотраслевом и межотраслевом переливе капитала, приводит к нарушению макроэкономического равновесия, к несоответствию между совокупным спросом и совокупным предложением.

Идея государственного долга как некой общественной ноши возникает, потому что долги правительства, в конечном счете, являются долгами налогоплательщиков. Однако на основе данного подхода государственный долг как проблема не существует, за исключением той его части, которая принадлежит иностранцам, поскольку все граждане государства, вместе взятые, являются и держателями государственного долга, и должниками по нему.

Поэтому очевидно, что нарастание внутреннего долга менее опасно для национальной экономики по сравнению с ростом ее внешнего долга. Утечки товаров и услуг при погашении внутреннего долга не происходит, однако возникают определенные изменения в экономической жизни, последствия которых могут быть весьма значительны.

Основными целями данной курсовой работы являются: раскрытие понятия государственного внутреннего долга РФ, рассмотрение структуры долга и его видов, анализ последствий от внутренних государственных заимствований и состояния государственного внутреннего долга в настоящее время, а также, рассмотрение методов управления госдолгом, влиянии долга на экономику страны.

## 1. Государственный долг

## 1.1 Понятие государственного долга

В толковых словарях есть множество определений государственного долга, например:

Сумма задолженности государства внешним и внутренним кредиторам. Различают внешний государственный долг и внутренний государственный долг. Государственный долг складывается из задолженности центрального правительства, региональных и местных органов власти, государственных организаций, предприятий.

Сумма задолженности по выпущенным и непогашенным государственным займам (включая начисленные по ним проценты); в зависимости от рынка размещения валюты, займа и других характеристик подразделяется на внутренний и внешний, в зависимости от срока погашения - капитальный и текущий.

Следует различать иностранный долг, с одной стороны, и государственный долг - с другой. Внешний долг - это то, что страна взяла взаймы за границей, чтобы покрыть дефицит платежного баланса. Государственный долг - это то, что государство взяло взаймы, чтобы покрыть дефицит платежного баланса. Та часть, которую государство занимает за рубежом, будет таким образом входить как в государственный, так и в иностранный долг. Движение платежного баланса определяет суммарный иностранный долг. Государственный долг определяется динамикой бюджетного дефицита. Чтобы государственный долг уменьшался, бюджет должен иметь положительное сальдо. Если государственный бюджет имеет дефицит, государственный долг увеличивают для покрытия этого дефицита, путем выпуска новых займов, в основном заменяя краткосрочные обязательства более долгосрочными ценными бумагами или обязательствами, по которым истекает срок погашения новыми облигациями - то есть рефинансируют государственный долг.

Большая часть государственного долга обычно возникает внутри страны. В основном займы поступают от предприятий и более или менее зажиточных домашних хозяйств. Таким образом, граждане тем или иным образом способом оплачивают издержки государственного долга, в частности путем уплаты налогов, предоставляя государству возможность платить проценты по государственному долгу.

Термин "Государственный долг" в его общеупотребительном значении включает не весь государственный сектор. В США, например, в государственный долг финансы штатов и муниципалитетов обычно опускаются. В то время как федеральное правительство работало, например, в 1988 г. с очень большими дефицитами, правительства штатов и муниципалитетов в совокупности имели весьма значительное положительное сальдо.

Из вышеприведенных определений, очевидно, что государственный долг - это суммарная задолженность государства своим кредиторам. В зависимости от происхождения кредиторов, государственный долг подразделяется на внутренний и внешний.

Государственный долг - совокупность дефицита государственного бюджета за определенный период. Это экономическое определение государственного долга. В России юридическое определение государственного долга приведено в Бюджетном кодексе Российской Федерации[[1]](#footnote-1) в статье 97 в которой говорится: "к государственному долгу Российской Федерации относятся долговые обязательства Российской Федерации перед физическими и юридическими лицами Российской Федерации, субъектами Российской Федерации, муниципальными образованиями, иностранными государствами, международными финансовыми организациями, иными субъектами международного права, иностранными физическими и юридическими лицами, возникшие в результате государственных заимствований Российской Федерации, а также долговые обязательства по государственным гарантиям, предоставленным Российской Федерацией, и долговые обязательства, возникшие в результате принятия законодательных актов Российской Федерации об отнесении на государственный долг долговых обязательств третьих лиц, возникших до введения в действие настоящего Кодекса".

Государственные долговые обязательства Российской Федерации могут существовать в форме:

кредитных соглашений и договоров, заключенных от имени Российской Федерации, как заемщика, с кредитными организациями, иностранными государствами и международными финансовыми организациями;

государственных займов, осуществленных путем выпуска ценных бумаг от имени Российской Федерации;

договоров и соглашений о получении Российской Федерацией бюджетных кредитов от бюджетов других уровней бюджетной системы Российской Федерации;

договоров о предоставлении Российской Федерацией государственных гарантий;

соглашений и договоров, в том числе международных, заключенных от имени Российской Федерации, о пролонгации и реструктуризации долговых обязательств Российской Федерации прошлых лет.

Долговые обязательства Российской Федерации могут быть краткосрочными (до одного года), среднесрочными (свыше одного года до пяти лет) и долгосрочными (свыше пяти лет и до 30 лет). Существуют ограничения по срокам погашения долговых обязательств, которые не могут превышать 30 лет, а также не допускается изменение условий выпущенного в обращение государственного займа, в том числе сроков выплаты и размера процентных платежей, срока обращения.

Государственный долг можно классифицировать по различным критериям. По валютному критерию государственный долг делится на внешний и внутренний: рублевые долги относятся к внутреннему долгу, а валютные соответственно - к внешнему. В международной практике есть и другое определение внешнего долга - как совокупного долга нерезидентам, а внутреннего долга - как совокупного долга резидентам.

Различают также капитальный государственный долг, то есть вся сумма выпущенных и непогашенных долговых обязательств государства, включая проценты, которые должны быть уплачены по этим обязательствам, а также текущий долг - расходы по выплате доходов кредиторам по всем долговым обязательствам государства и по погашению обязательств, срок оплаты которых наступил.

## 1.2 Внутренний государственный долг и его сущность

Экономика каждой отдельной страны представляет собой достаточно сложную картину, весьма богатую ярко выраженными индивидуальными чертами. Наличие индивидуальных признаков в государственных бюджетах отдельных стран обусловлено многочисленными и многообразными причинами, среди которых на первом месте стоят размеры территории государства, и, в особенности, численность населения, географическое положение страны, строй экономических отношений, относительное богатство или бедность нации, политический строй государства.

Но, несмотря на все разнообразие индивидуальных и локальных признаков, характеризующих финансовые системы отдельных стран, им присущи общие, типические черты, существование которых объясняется общностью тех основных условий, в среде которых развивается хозяйство современных государств. Одной из особо важных типических характеристик является наличие в финансовых системах всех государств - государственного долга, везде государственная задолженность порождает огромные ежегодные расходы, повсюду финансовая политика практически ежегодно сталкивается с необходимостью прибегать к системе государственного заимствования с целью мобилизации или стерилизации денежных средств, что стало вторым после налогов методом финансирования государственных расходов.

Существование государственного долга в бюджетах всех государств, неизбежная необходимость постоянного обращения к системе государственного заимствования, безусловно, является одним из самых характерных фактов в истории мирового финансового хозяйства. Многочисленные исторические изыскания обильным фактическим материалом доказывают, что практически все государства с древних времен прибегали к услугам и помощи кредита и, что в их истории слишком часто встречались такие моменты, когда единственным выходом из затруднительного положения оказывалось обращение к кредиту в той или иной форме.

По своей сущности государственный внутренний долг представляет собой совокупность кредитно-финансовых отношений, возникающих в связи с перемещением капиталов из национального частного сектора в государственный бюджет на основе их заимствования. С помощью государственного долга преодолевается ограниченность налоговых поступлений в госбюджет, ограничивается рост наличной денежной массы, государственные займы играют существенную роль в обеспечении бюджетного равновесия.

На первоначальных этапах развития стран с рыночной экономикой нарастание госдолга было связано с увеличением правительственных военных расходов, а также расходов для обеспечения механизма функционирования тогда еще относительно небольшого государственного сектора. А постепенно, начиная с 1930-х годов, в связи с резким ростом правительственных расходов по вмешательству в экономику значение внутреннего государственного долга качественно изменилось.

Последнее было вызвано двумя обстоятельствами. Во-первых, превращением государственных финансов в важнейшую материальную основу государственного регулирования экономики, основным теоретическим источником для которого стали научные разработки представителей кейнсианского течения. Превращение кредитного финансирования в важнейший инструмент стимулирования совокупного спроса и легализация бюджетных дефицитов как средства стабилизации экономики привело к увеличению размеров и качественным изменениям государственных расходов. Во-вторых, модификацией природы денежного обращения, когда в связи с утратой деньгами связи с золотом государственный кредит остался единственным стержнем их стабильности. Государственные займы стали выступать эффективным инструментом кредитно-денежной политики государства.

Внутренний государственный долг играет достаточно весомую роль в экономике всех государств и по его доле в общем, объеме госзадолженности можно судить об экономическом положении государства. Например, в развитых рыночных государствах на долю внутреннего долга приходится основная масса всей госзадолженности, в то же время, как в большинстве развивающихся стран и стран с переходной экономикой в связи с низким уровнем внутренних накоплений основная масса государственной задолженности приходится на внешний долг.

В дальнейшем под внутренним государственным долгом будем понимать - внутреннюю задолженность государства организациям, предприятиям и населению, образовавшаяся в связи с привлечением их средств для выполнения государственных программ и заказов, государственных облигаций и других государственных ценных бумаг, а также вследствие наличия вкладов населения в государственных банках, выраженную в валюте Российской Федерации.

## 1.3 Состав внутреннего государственного долга

В состав общего государственного долга в странах с рыночной экономикой, как правило, включается долг центрального правительства (федеральный долг), задолженность местных органов власти (коммунальный долг), государственных корпораций и предприятий и другие долги, причисленные законодательством страны к государственному долгу. Их соотношение определяется особенностями экономического и исторического развития каждой страны, но, как правило, большую часть внутреннего долга составляет задолженность центрального правительства.

Качественный анализ государственной задолженности позволяет выделить три ее составных элемента.

Первый из них - финансовая задолженность, под которой понимаются денежные обязательства государства, возникшие в связи с правительственными займами кредитных средств (государственные ценные бумаги, кредиты Центральных банков и др.), предназначенные для финансирования расходов государственного бюджета. Данный вид задолженности широко распространен как в развитых рыночных странах, так и в странах с переходной экономикой, и именно этот вид задолженности определяет в большей степени размеры внутреннего госдолга.

Второй вид государственной задолженности - административная задолженность, которая включает в себя находящиеся в тесной взаимосвязи с проведением текущей бюджетной политики денежные обязательства. К данному виду долга относятся, прежде всего, задолженности по платежам в государственном секторе (например, долги по выплате заработной платы на государственных предприятиях и учреждениях). Другими словами, это те средства, статьи расхода по которым уже были утверждены в бюджете, но платежи по ним в силу возникших проблем не были произведены. Этот вид задолженности сохраняется до момента его погашения в новом финансовом году и носит обычно краткосрочный характер. Данный вид задолженности в большей степени характерен для стран с переходной экономикой, где существуют огромные проблемы с пополнением доходной части бюджета, связанных в первую очередь с общим экономическим кризисом в стране (падение производства, стагнация, высокие темпы инфляции, неэффективная система налогообложения). К примеру, это было в России в 1990-х годах, когда задолженность по выплате заработной платы работникам бюджетных предприятий и организаций составляла более 47 трлн. руб., или около 2% ВВП. При этом, как правило, сумма просроченных платежей такого рода из государственной казны не учитывалась в качестве составляющей госдолга и бюджетного дефицита.

Третий вид государственной задолженности представляет собой возможные долговые обязательства, возникающие при предоставлении государственными органами гарантий и поручительств в рамках содействия определенной деятельности государственных и частных предприятий. Выделение бюджетных средств на подобные цели является наиболее плодотворным и отвечающим государственным экономическим интересам. Данный вид госзадолженности широко распространен в развитых странах. Для стран с развивающейся экономикой этот вид долга представляется наиболее перспективным с точки зрения промышленного подъема экономики.

В объем государственного внутреннего долга Российской Федерации согласно бюджетного кодекса включаются:

номинальная сумма долга по государственным ценным бумагам Российской Федерации, обязательства по которым выражены в валюте Российской Федерации;

объём основного долга по кредитам, которые получены Российской Федерацией и обязательства по которым выражены в валюте Российской Федерации;

объем основного долга по бюджетным кредитам, полученным Российской Федерацией;

объем обязательств по государственным гарантиям, выраженным в валюте Российской Федерации;

объем иных (за исключением указанных) долговых обязательств Российской Федерации, оплата которых в валюте Российской Федерации предусмотрена федеральными законами до введения в действие настоящего Кодекса.

Размеры и структура государственного внутреннего долга представлены в программе государственных внутренних заимствований Российской Федерации, субъектов Федерации и муниципальных образований. Программа входит в число документов, представляемых одновременно с проектом бюджета на очередной финансовый год.

Предельные объемы внутреннего долга утверждаются законом о бюджете на соответствующий финансовый год (верхний предел государственного внутреннего долга Российской Федерации на 1 января 2009 года установлен в сумме 1 824 700 718,8 тыс. рублей). Предельный объем может быть превышен правительством РФ, если это снижает расходы по обслуживанию государственного долга. В законе о бюджете утверждается также предельный объем заемных средств, направляемых Россией, субъектами Федерации или муниципальными образованиями на финансирование бюджета соответствующего уровня.

## 2. Структура и динамика развития внутреннего долга россии

## 2.1 Структура внутреннего долга РФ

К настоящему времени структура государственного внутреннего долга РФ сложилась из долговых обязательств нерыночного характера и обязательств от размещения на организованном рынке ценных бумаг (далее ОРЦБ), номинированных в рублях.

Долговые обязательства нерыночного характера, образовавшиеся в начале 90-х годов, не являлись прямыми заимствованиями государства. Возникновение этих обязательств было следствием недофинансирования в 1985-1995 годах первичных необходимых государственных нужд, которые в дальнейшем были переоформлены на задолженность государства банковской системе и/или отдельным отраслям хозяйственной деятельности. В эту же группу нерыночных долговых инструментов входят обязательства государства перед населением по распространенным в конце 80-х годов чекам на товары народного потребления, лотереям и целевым вкладам населения в Сберегательный банк Российской Федерации, органы государственного страхования, казначейские обязательства и золотые сертификаты. Указанные виды заимствований не могли восполнить дефицит федерального бюджета и, начиная с 1993 года, государство стало активно выпускать государственные рублевые ценные бумаги для широкого круга инвесторов - Государственные краткосрочные облигации (далее ГКО), которые размещались и обращались на ОРЦБ. ГКО, как правило, размещались для финансирования кассовых разрывов, срок обращения - до 1 года, доходом по ГКО является дисконт, то есть разница между ценой покупки и номиналом (ценой погашения). ГКО предоставляют их владельцам право на получение номинальной стоимости облигации при ее погашении. Номинальная стоимость одной облигации - 1000 рублей.

Создание рынка государственных ценных бумаг было необходимо для прекращения практики прямого (эмиссионного) кредитования Банком России Правительства Российской Федерации и создания нового сегмента финансовой системы - добровольного размещения государственных долговых инструментов через открытую торговую систему - биржу. Размещение ГКО позволило эмитенту (Минфин России) осуществлять заимствования на покрытие кассовых разрывов и на неотложные бюджетные нужды.

В истории развития внутреннего государственного долга можно выделить пять этапов долга, начиная с 1993 года:

Первый этап относится к 1993 - 1995 годам. Он характеризуется небольшим размером внутреннего долга состоящий из ценных бумаг, и его медленным ростом, поскольку в этот период использовались только две разновидности ценных бумаг - облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ) и государственные краткосрочные облигации (ГКО).

На втором этапе - начиная с 1996 года по 1997 год наблюдался резкий рост государственного внутреннего долга. В это время стали активно использоваться такие инструменты, как ГКО, Облигации Федеральных Займов (ОФЗ), облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ) и ОВГВЗ. Большие выпуски этих ценных бумаг и определяли динамику внутреннего долга в то время, однако наибольшее распространение получили ГКО, которые были наименее удобными и выгодными для государства.

Третий этап развития внутреннего госдолга с конца 1997 года и до августовского дефолта 1998 года, после которого рынок государственных ценных бумаг был существенно свернут. В 1998 - 2002 годах пришлось значительное сокращение темпов роста внутренних заимствований через ГКО и ОФЗ, стали погашать некоторые части нерыночного долга (векселя Минфина, долговых товарных обязательств) и постепенное восстановление рынка долговых обязательств.

После 2002 года динамика внутреннего долга стала развиваться по иному пути, это связано с тем, что изменились цели выпуска государственных ценных бумаг: т. е они стали использоваться для стерилизации лишней ликвидности и рефинансирования долга, а не для покрытия дефицита бюджета страны. Вместе с этим структура долга тоже подвергнута изменению - практически из обращения вышли ГКО и ОФЗ-ПК.

В настоящее время, (после недавно прошедшего юбилея дефолта 1998 года), согласно программе государственных внутренних заимствований Российской Федерации на 2008 год все внутренние займы будут выражены в виде государственных ценных бумаг, в размере 369 043 907,3 тыс. рублей. А в 2009 году они составят 396 294 035,9 тыс. рублей и 522 944 290,0 тыс. рублей в 2010 году соответственно (см. прил. рис.2.1). Также программой предусмотрено предоставление государственных гарантий Российской Федерацией в 2008 году на сумму 72 100 000 тыс. рублей, а в 2009-2010 годах на общую сумму 125 000 000 тыс. рублей. Государственной или муниципальной гарантией согласно действующего Бюджетного кодекса РФ признается способ обеспечения гражданско-правовых обязательств, в силу которого Российская Федерация - гарант - дает письменное обязательство отвечать за исполнение лицом, которому дается государственная гарантия, обязательства перед третьими лицами полностью или частично.

Для реализации целей государственной долговой политики Минфин России осуществляет выпуск (эмиссию) государственных ценных бумаг, в соответствии с условиями выпуска (графиками) производит погашение и выплату купонного дохода (процентные платежи). Владельцами облигаций могут быть российские и иностранные юридические и физические лица (резиденты и нерезиденты). Для каждого выпуска отдельно могут устанавливаться ограничения на потенциальных владельцев.

Минфин России определяет объем каждого выпуска исходя из предельного объема выпуска государственных ценных бумаг, установленного Правительством Российской Федерации на соответствующий финансовый год.

Размещение облигаций осуществляется в форме аукциона (продажа с публичного торга) или по закрытой подписке (на основании договоров купли-продажи между Минфином России и инвестором без совершения этих сделок через торговую систему). Документом, фиксирующим условия отдельного выпуска облигаций и удостоверяющим права на все количество облигаций отдельного выпуска, является глобальный сертификат. Глобальный сертификат хранится в депозитарии. В глобальном сертификате указываются процентные ставки купонного дохода.

При неполном первичном размещении эмитированной ценной бумаги осуществляется ее доразмещение, а при наличии спроса со стороны инвесторов осуществляется выпуск (эмиссия) дополнительного транша, имеющего первичные характеристики ценной бумаги в полном объеме.

Основной объем долга приходится на рыночные заимствования, осуществляемые путем выпуска государственных ценных бумаг.

Государственные долговые обязательства Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в валюте Российской Федерации, согласно приказа[[2]](#footnote-2) Министерства Финансов РФ могут быть следующих типов:

векселя Министерства финансов Российской Федерации;

целевые расчетные чеки и целевые вклады;

облигации государственных целевых беспроцентных займов СССР 1990 г.;

государственные гарантии Российской Федерации;

облигации внутреннего займа РСФСР 1991 г. ("Апрель", "Октябрь");

облигации Российского внутреннего выигрышного займа 1992 г.;

государственные краткосрочные бескупонные облигации сроком обращения до 1 года;

облигации федерального займа с переменным купонным доходом сроком обращения свыше 1 года до 5 лет;

облигации федерального займа с постоянным купонным доходом сроком обращения свыше 1 года до 5 лет (или свыше 5 лет до 30 лет);

облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом сроком обращения свыше 1 года до 5 лет (или свыше 5 лет до 30 лет);

облигации федерального займа с переменным купонным доходом сроком обращения свыше 5 лет до 30 лет;

облигации государственного сберегательного займа Российской Федерации;

государственные сберегательные облигации с постоянной процентной ставкой купонного дохода сроком обращения до 1 года (или свыше 1 года до 5 лет и свыше 5 лет до 30 лет);

государственные сберегательные облигации с фиксированной процентной ставкой купонного дохода сроком обращения до 1 года (или свыше 1 года до 5 лет и свыше 5 лет до 30 лет);

облигации государственного нерыночного займа сроком обращения до 1 года (или свыше 1 года до 5 лет и свыше 5 лет до 30 лет);

облигации федерального займа с амортизацией долга с фиксированной процентной ставкой купонного дохода сроком обращения свыше 1 года до 5 лет (или свыше 5 лет до 30 лет);

облигации федерального займа с амортизацией долга с переменной процентной ставкой купонного дохода сроком обращения свыше 1 года до 5 лет (или свыше 5 лет до 30 лет).

По состоянию на 24 марта 2008 года внутренний государственный долг выраженный в ценных бумагах составлял 1 292 352,404 млрд. рублей, что подтверждается данными таблицы 2.1 (в которой также приведена расшифровка сокращений ценных бумаг).

Как видно из вышеупомянутой таблицы внутренний долг Российской Федерации представлен только пятью видами ценных бумаг, все из которых являются тем или иным видом облигаций. Причем основную долю в долге - 65% занимают облигации федерального займа с амортизацией долга (см. прил. рис.2.2). ОФЗ-ПД, ОФЗ-ФД, ОФЗ-АД относятся к облигациям с известным купонным доходом. Облигации с известным купонным доходом (размеры которых заранее объявляются Эмитентом - Министерство Финансов РФ) являются ценными бумагами, дающими его владельцам право на периодическое получение процентного (купонного) дохода.

Таблица 2.1. Государственный внутренний долг выраженный в долговых ценных бумагах (по состоянию на 24 марта 2008 г)

|  |  |
| --- | --- |
| Структура государственного долга по видам ценных бумаг | млн. руб. |
| Облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД) | 290 652,814 |
| Облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФД) | 42 627,945 |
| Облигации федерального займа с амортизацией долга  (ОФЗ-АД) | 837 656,515 |
| Государственные сберегательные облигации с постоянной процентной ставкой купонного дохода (ГСО-ППС) | 10 415,130 |
| Государственные сберегательные облигации с фиксированной процентной ставкой купонного дохода (ГСО-ФПС) | 111 000,000 |
| Всего: | 1 292 352,404 |

При этом здесь возможно также получение дисконта, если цена приобретения облигаций при первичном размещении или на вторичных торгах - будет меньше цены их реализации, в том числе при погашении облигаций по их номиналу:

облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД) в этом случае размеры всех купонов определяются как постоянная величина на весь период до погашения;

облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФД) в данном случае величина купонного дохода устанавливается при выпуске как фиксированная величина, которая может различаться для различных периодов выплат;

облигации федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). Впервые были выпущены в мае 2002г. Главная особенность ОФЗ-АД в том, что погашение номинальной стоимости облигаций осуществляется по частям в разные даты. Несмотря на то, что купон в полной сумме выплачивается эмитентом облигаций тому лицу, которому они принадлежат на дату выплаты, или купонную дату, каждый предыдущий владелец также имеет право на получение дохода пропорционально сроку владения. Это достигается тем, что при приобретении облигаций их покупатель должен выплатить прежнему владельцу помимо собственно цены ("чистой" цены) облигаций также и величину накопленного купонного дохода (далее НКД).

ГСО - государственные сберегательные облигации с индексированным по уровню инфляции доходом. Сравнительно новый вид облигаций, имеющих специфические особенности по размещению, обращению, расчету купонного дохода и объему.

Реформирование и развитие пенсионной реформы, начатое Правительством Российской Федерации в 2002 году, и развитие страховых институтов вызвало необходимость выпуска привлекательных рублевых ценных бумаг для размещения накапливаемых институциональными инвесторами средств, которые должны быть использованы в последующие периоды.

В целях реализации постановления Правительства Российской Федерации от 6 января 2001 года №771 "Вопросы эмиссии и обращения государственных сберегательных облигаций" и приказа Минфина России от 19 августа 2004 года №68н "Об утверждении условий эмиссии и обращения государственных сберегательных облигаций" Минфин России приказом от 10 января 2006 года №1н утвердил Положение об обслуживании государственных сберегательных облигации. В соответствии с нормами указанных документов владельцами облигаций могут быть юридические лица, являющиеся резидентами Российской Федерации (инвесторы): страховые организации, негосударственные пенсионные фонды, акционерные инвестиционные фонды, Пенсионный фонд Российской Федерации, иные государственные внебюджетные фонды Российской Феде-рации (в случае если инвестирование средств фондов в государственные ценные бумаги Российской Федерации предусмотрено законодательством Российской Федерации).

Основным отличием государственных сберегательных облигаций от облигаций федеральных займов является то, что ГСО на вторичном рынке не обращаются, залог облигаций не допускается.

Инвестирование средств в ГСО дает институциональным инвесторам ряд преимуществ по сравнению с другими низкорискованными инструментами размещения средств, в частности позволяет избежать переоценки таких вложений при изменении рыночной стоимости, а также соответствует зарубежной практике использования подобными категориями инвесторов аналогичных нерыночных инструментов.

Инвесторы имеют право на предъявление облигаций к выкупу в даты, определенные в решении о выпуске облигаций, и к обмену на федеральные государственные ценные бумаги в соответствии с решением о выпуске облигаций и в порядке, предусмотренном утвержденным Положением, при этом предъявление инвесторами облигаций к выкупу осуществляется на добровольной основе.

Размещение облигаций осуществляется на аукционе либо по закрытой подписке. Размещение облигаций по закрытой подписке осуществляется путем заключения договора купли - продажи облигаций между эмитентом - Минфином России и инвестором.

Минфин России может проводить аукцион по размещению облигаций как по различным ценам, так и по единой цене. Процентные ставки купонного дохода могут быть постоянными (для всех купонных периодов процентная ставка совпадает) или фиксированными (для всех купонных периодов процентная ставка определена, но не совпадает). Для краткосрочных облигаций могут быть установлены нулевые процентные ставки купонного дохода.

Облигации выпускаются специально для консервативных инвесторов, являются специальным финансовым инструментом, привлекательным для инвесторов, которые ориентированы на долгосрочное инвестирование и держат, как правило, ценные бумаги в своем портфеле до наступления срока их погашения, бумаги средне - и долгосрочные.

Сбербанк России выполняет функции агента и депозитария по обращению ГСО. Первое размещение ГСО-ФПС (фиксированная процентная ставка на каждый купонный период) было проведено Сберегательным банком Российской Федерации по закрытой подписке в июле 2006 года. Ставка купонного дохода составила от 8,55% до 6% годовых. А в декабре 2006 года был проведен аукцион по размещению ГСО-ППС (постоянная процентная ставка по всем купонным периодам).

## 2.2 Динамика и перспективы развития внутреннего долга РФ

Рынок внутреннего долга не может считаться уникальным явлением в мировой практике - почти все страны мира, где финансовая сфера присутствует в более или менее оформленном виде и имеются хотя бы приблизительные очертания финансовых рынков, выпускают государственные ценные бумаги. Учреждение российского рынка внутреннего долга было призвано ликвидировать практику прямого (эмиссионного) кредитования Центральным Банком РФ Министерства финансов РФ. Одновременно решалась задача создания значительного по размерам рынка государственных ценных бумаг, который характеризовался бы высокой ликвидностью и низкими рисками федеральных облигаций. Развитие российского рынка внутреннего долга было непосредственно связано с эволюцией национальной финансовой сферы, действиями денежных властей, как в области осуществления макроэкономической политики, так и в проведении чисто рыночных преобразований. В результате структура совокупного денежного предложения стала менее ликвидной, снизились темпы инфляции, прочие сегменты национального рынка интенсивно развивались.

Основное увеличение внутреннего долга произошло в предкризисный период с 1993 по 1998 годы, когда бурно рос рынок государственных ценных бумаг, выпускаемых для покрытия дефицита бюджета. Тогда же задолженность различных кредиторов перед Банком России (в том числе возникших до распада СССР) принималась на государственный внутренний долг.

За последние 10 лет после кризиса 1998 года внутренний долг увеличился на 186,57% или на 841,38 млрд. рублей, что соответствует планам правительства в долгосрочной перспективе, что наглядно представлено в приложении на рисунке 2.3

Эволюцию рынка государственных ценных бумаг можно вполне логично разбить на этапы которые отражают его интенсивное развитие, появление ресурсных ограничений, открытие рынка для внешнего капитала, возникновение глубокого кризиса и, наконец, посткризисную историю рынка.

На текущий момент можно выделить 5 этапов развития российского рынка внутреннего долга. Этап 1 связан с переходом российских денежных властей от прямого финансирования Центральным банком РФ дефицита федерального бюджета к созданию рынка федеральных облигаций. Этап 2 обусловлен возникновением ресурсных ограничений для дальнейшего развития рынка внутреннего долга и его открытием для внешних инвесторов. Содержание Этапа 3 определяется системным финансовым кризисом, тогда как Этап 4 характеризуется его постепенным преодолением. Наконец, Этап 5 представляет собой возможное дальнейшее развитие рынка внутреннего долга.

## 2.2.1 Этап 1. Развитие рынка государственных ценных бумаг за счет внутренних ресурсов (май 1993 г. - конец 1995 г.)

Целью создания российского рынка государственных ценных бумаг был переход от прямого кредитования Минфина Центробанком (т.е. финансирования дефицита федерального бюджета за счет денежной эмиссии) к эмиссии государственных ценных бумаг и их размещению на финансовом рынке. Предполагалось, что данный способ финансирования бюджетного дефицита будет способствовать снижению инфляции, развитию финансового рынка России, в частности, стимулировать рост банковских сбережений экономических агентов (юр. и физ. лиц) и расширению спектра предлагаемых банковских услуг.

Вплоть до октября 1995 года рынок внутреннего долга устойчиво развивался, не испытывая особых проблем. Высокий объем привлекаемых средств с рынка наряду с высокой доходностью обусловили быстрый рост объема внутреннего долга. В то же время рынок государственных облигаций представлял собой финансовый сегмент, на котором коммерческие банки могли эффективно размещать привлеченные и собственные средства. Высокие процентные ставки по депозитам обеспечивали ускоренный прирост вкладов населения в коммерческих банках по сравнению с ростом внутреннего долга, обеспечивая расширение ресурсной базы для данного сегмента финансового рынка. Так, если в мае 1993 года вклады физических лиц в банках составляли лишь 6,8% от совокупного денежного предложения, то к концу октября 1995 года соответствующий показатель составлял уже 32,8%.

Развитие рынка внутреннего долга оказало определенное позитивное влияние на российскую банковскую систему. Если до середины 1993 года деятельность российских коммерческих банков сводилась лишь к перераспределению централизованных кредитов и участию с иностранной валютой, то развитие рынка государственных ценных бумаг сформировало альтернативное направление для эффективного размещения банковских активов. Начиная с этого момента, развернулась банковская конкуренция за привлеченные средства юридических и физических лиц, населению и предприятиям был предложен широкий спектр депозитов с достаточно высокими процентными ставками, комиссионные сборы за расчетно-кассовое обслуживание были сведены на нет, а время проведения банковских транзакций было минимизировано. Таким образом, к середине 1995 года российские коммерческие банки за счет развития рынка государственных ценных бумаг были максимально заинтересованы в привлечении средств клиентов и, как следствие, предлагали на рынке набор банковских услуг, практически соответствующий мировым стандартам. С другой стороны, возможность инвестирования в доходные, надежные и ликвидные государственные ценные бумаги снижала заинтересованность банков в кредитовании реального сектора экономики и населения, что, в свою очередь, ограничивало возможности экономического развития.

Нужно отметить, что в течение данного этапа развития рассматриваемого сегмента финансового рынка в России произошли, по меньшей мере, два примечательных события. Во-первых, сразу после кризиса на валютном рынке 11 октября 1994 года, получившего название “черный вторник”, рынок государственных ценных бумаг впервые был использован для стабилизации состояния российских финансов.

Тогда, сразу после резкого падения курса рубля (более чем на 25%), наряду с проведением валютных интервенций Центробанком была резко повышена доходность госбумаг, что позволило привлечь на рассматриваемый сегмент свободные рублевые ресурсы и, соответственно, снизить спрос на иностранную валюту. В дальнейшем подобная практика регулирования доходности государственных ценных бумаг для стабилизации ситуации на валютном рынке использовалась вплоть до кризиса в августе 1998 года.

Во-вторых, после банковского кризиса в августе 1995 года рынок госбумаг фактически стал выполнять одну из функций рынка межбанковских кредитов - т.е. определять минимальную стоимость свободных финансовых ресурсов. Кризис на рынке межбанковских кредитов, разразившийся в августе 1995 года, был вызван банкротством ряда банков и был назван “кризисом доверия". В ситуации “взаимного недоверия" коммерческих банков рынок государственных ценных бумаг рассматривался в качестве наименее рискованного и наиболее ликвидного и фактически был основным сегментом, на котором размещались свободные краткосрочные ресурсы. Рынок же межбанковских кредитов служил лишь дополнением рынка госбумаг, позволяя после завершения сессий вторичных торгов госбумагами перераспределять оставшиеся рублевые ресурсы.

Основными участниками рынка были Центробанк, Сбербанк РФ и коммерческие банки. Юридические и физические лица могли инвестировать свободные средства в государственные ценные бумаги напрямую, однако их доля была незначительна.

Объем внутреннего долга на 1 января 1996 года составлял около 80 млрд. деноминированных рублей. Средний срок обращения государственных ценных бумаг (дюрация) составлял 100 дней, причем сверхкороткие, короткие и средние по срокам обращения бумаги были распределены достаточно равномерно.

Результаты первого этапа развития рынка внутреннего долга содержали как позитивные, так и негативные характеристики. В качестве позитивных особенностей, содействующих финансовой стабилизации, можно выделить следующие:

стабилизация финансовой сферы России. Рынок государственных облигаций способствовал снижению инфляции, стабилизации обменного курса рубля. В середине 1995 г. был введен режим “валютного коридора”;

развитие российской банковской системы и организованных сбережений экономических агентов. Развитие рынка государственного долга было важным фактором развития российской банковской системы, аккумуляции сбережений экономических агентов в форме депозитов, что также выступило в качестве фактора достижения финансовой стабилизации;

идентификация минимальной стоимости свободных ресурсов в экономике - информационный эффект. Либерализация экономики России обусловила возникновение эффекта "долларизации" российской экономики. На практике это означало, что почти все расчеты, сбережения и инвестиции, а также процентные ставки были привязаны к курсу доллара США. Кроме того, вплоть до середины 1995 года существовала множественность процентных ставок, определяемых на различных сегментах финансовых рынков, характеристиками которых были высокие риски, отсутствие информации об объемах сделок (т.е. идентификация процентных ставок могла происходить на минимальных объемах либо по информации о спросе и предложения, но без заключения реальных сделок). В подобной ситуации субъекты хозяйственной деятельности были лишены надежных ориентиров текущей доходности или, другими словами, информации о стоимости свободных денежных средств, что затрудняло кратко - и среднесрочное планирование хозяйственной деятельности.

Одновременно первый этап развития рынка внутреннего долга содержал негативные моменты с точки зрения развития финансовой сферы:

перераспределение сбережений экономических агентов в сторону рынка ГКО/ОФЗ. На рынок внутреннего долга привлекались практически все сбережения экономических агентов, что снижало возможности банковского кредитования реального сектора;

высокие реальные процентные ставки. Они способствовали быстрому росту облигационного долга, причем доля аккумулированного на рынке процентного дохода быстро возрастала. Более того, высокий уровень реальных процентных ставок на рынке внутреннего долга определял еще более высокие ставки для других банковских активов, что делало, например, банковский кредит практически недоступным;

значительный по объему портфель Центрального банка, доля которого устойчиво превосходила 35% от общего объема рынка федеральных облигаций, что являлось одной из форм скрытой денежной эмиссии.

## 2.2.2 Этап 2. Расширение рынка внутреннего долга за счет внешних инвесторов (начало 1996 г. - конец 1997 г.)

Исчерпав внутренние ресурсы развития рынка внутреннего долга, денежные власти России фактически имели единственное направление дальнейшего развития данного сегмента - открытие его для внешних инвесторов. Так, с февраля 1996 года внешние инвесторы были допущены на первичные аукционы, а с августа 1996 года - и на вторичные торги по государственным ценным бумагам. Либерализация доступа внешних инвесторов на рынок внутреннего долга дополнительно стимулировалась тем фактом, что именно в апреле-мае 1996 года накопленный и реинвестированный процентный доход сравнялся по своему объему с реально привлеченными на данный рынок средствами. В дальнейшем ситуация, обусловленная сравнительно высокой доходностью федеральных облигаций, стремительно ухудшалась для денежных властей, поскольку на обслуживание долга тратилось все больше средств, тогда как привлекалось все меньше рублевых ресурсов. Допуск на рынок внешних инвесторов на время улучшил конъюнктуру рынка внутреннего долга. С середины 1996 года по середину 1997 года доля внешних инвесторов на рынке внутреннего долга возросла с 0% до 30%, а средневзвешенная доходность федеральных облигаций снизилась с 35% до 19% годовых.

Объем облигационного долга в ценах размещения на 01.01.96 составил 52,22 млрд. руб., рыночная стоимость долга равнялась 66,3 млрд. рублей, а по номинальной стоимости внутренний облигационный долг составил 82,19 млрд. рублей. Средний срок долга (дюрация) на начало 1996 года равнялась 102,8 дней. В течение 1996 года облигационный долг по номиналу возрос в три раза и на 01.01.97 составил 237 млрд. рублей. Несколько возросла и средняя длина долга - до 140 дней. Участниками рынка остались по-прежнему Центробанк, Сбербанк РФ, коммерческие банки, но на данном этапе добавились и внешние инвесторы. Причем, внешние инвесторы, обладая более дешевыми привлеченными средствами, вытесняли российских участников с рынка внутреннего долга. Так, если на 01.01.97 доля портфеля внутренних инвесторов (без Центробанка) составляла 70,3% всех обращающихся бумаг, а внешних инвесторов - 17%, то на 01.01.98 внутренние инвесторы владели 46,7% бумаг, тогда как внешние - 27,5%.

Внешние инвесторы разместили значительные средства на рынке российского внутреннего долга. Так, в течение 1996 году на рынок ГКО/ОФЗ поступило, согласно данным внешнеплатежного баланса РФ, 5,9 млрд. долларов, а в 1997 году - 10,9 млрд. долларов. Приведенные данные свидетельствуют, что основным ресурсным обеспечением рынка внутреннего долга на рассматриваемом этапе были внешние инвестиции, а также ресурсы Сбербанка. Средства коммерческих банков постепенно выводились с рынка внутреннего долга на другие сегменты финансового рынка. В 1997 году, практически исчерпав ресурсы привлечения средств на внутреннем рынке, российские коммерческие банки осуществляли поиск дополнительных и, что важно, более дешевых средств на внешнем рынке. В частности, речь идет о привлечении значительного объема синдицированных кредитов.

Доходность по государственным ценным бумагам в течение второго этапа существенно снизилась - со 140% годовых в преддверии президентских выборов в середине 1996 года до 18% в конце лета 1997 года. Однако подобное снижение доходности государственных облигаций никак не могло устроить коммерческие банки, учитывая высокую стоимость привлеченных средств. Коммерческие банки в условиях низкого к ним доверия со стороны населения и предприятий были вынуждены предлагать высокие реальные процентные ставки с целью сохранить имеющиеся пассивы хотя бы на неизменном уровне.

Открытие рынка внутреннего долга для внешних инвесторов и последовавший за этим приток внешних портфельных инвестиций в Россию обусловил необходимость выбора денежными властями РФ направления политики управления внутренним долгом. С одной стороны, поступление внешних портфельных инвестиций предоставляли возможность российским денежным властям последовательно снижать доходность федеральных облигаций. С другой стороны, поступление внешних инвестиций предоставляло возможность денежным властям изменить состав инвесторов на рынке внутреннего долга - прежде всего, снизить долю портфеля ЦБР на рынке внутреннего долга (с целью уменьшения денежной эмиссии при расширении рынка и соответствующего снижения инфляции). Снижение доходности федеральных облигаций обеспечивало уменьшение объема процентных платежей из федерального бюджета и снижение процентных ставок в национальной экономике (что потенциально создавало основу для расширения банковского кредитования реального сектора и, теоретически, фундамент для будущего экономического роста). Более равномерное снижение доходности федеральных облигаций за счет поступления средств внешних инвесторов предоставляло принципиально другие возможности российским денежным властям в области управления внутренним долгом. Прежде всего, наиболее актуальной задачей выступало уменьшение портфеля ЦБР на рынке федеральных облигаций. Продажа федеральных облигаций, находящихся в портфеле ЦБР, внешним инвесторам, позволила бы денежным властям принципиально изменить структуру внешнего долга - резко снизить долю Центрального банка (и, возможно, Сбербанка РФ), но при этом сохранить присутствие национальных инвесторов на рынке внутреннего долга. Реализация данного сценария предоставляла российским денежным властям возможность провести изменение структуры инвесторов на рынке внутреннего долга, но за счет меньшего снижения доходности федеральных облигаций. В результате можно было бы ожидать меньшего снижения доходности (и, соответственно, больших по объему процентных платежей из федерального бюджета), более высокой инфляции, но подобные решения позволили бы стабилизировать рынок внутреннего долга и темпы инфляции в краткосрочной перспективе. Более того, в данном случае денежные власти РФ имели бы возможность избежать финансового кризиса в 1998 году - за счет потенциально больших операций ЦБР на открытом рынке (после уменьшения объема его портфеля федеральных облигаций), сохранения заметной доли российских коммерческих банков на рынке внутреннего долга (т.е. за счет регулирования рисков банковской системы).

Тем не менее, денежные власти России, поставив в качестве основного приоритета снижение процентных ставок, преследовали две основные цели: сократить стоимость внутреннего долга (либо темпы его роста) и создать условия для расширения кредитования предприятий реального сектора. Действительно, средневзвешенную доходность к погашению государственных облигаций удалось существенно снизить - главным образом за счет средств внешних инвесторов. Однако расширение кредитования промышленности не произошло - вследствие комплекса причин, в первую очередь, высоких рисков кредитования реального сектора. В результате коммерческие банки в 1997 году. последовательно вытеснялись на более доходные, но и более рискованные сегменты российского финансового рынка - рынок муниципальных облигаций, рынок сельскохозяйственных облигаций (“агробондов”), вексельный рынок. Перевод российскими коммерческими банками средств с рынка федеральных облигаций на другие сегменты увеличивал банковские риски и создавал проблемы с банковской ликвидностью (вследствие более низкой ликвидности альтернативных рынку ГКО/ОФЗ финансовых сегментов).

Результаты второго этапа развития рынка внутреннего долга также могут быть оценены неоднозначно. В результате в качестве позитивных характеристик данного этапа можно выделить:

макроэкономическую и финансовую стабилизацию. В течение данного этапа наблюдалось значительное снижение темпов инфляции, стабилизация обменного курса рубля, снижение процентных ставок. Впервые за время проведения рыночных преобразований был отмечен незначительный, но рост объемов промышленного производства и увеличение реальных доходов населения;

российский финансовый рынок последовательно интегрировался в мировую финансовую систему. Наиболее известные международные рейтинговые агентства (Standard&Poors, Moody’s, Fitch IBCA) присвоили России, регионам РФ и ряду предприятий достаточно высокие рейтинги, что позволило привлечь значительные объемы кредитных ресурсов.

снижение процентных ставок. В течение 1996-1997 годов средневзвешенная доходность государственных ценных бумаг снизилась со 142% годовых в мае 1996 года до 18,15% годовых в октябре 1997 года. Подобное снижение доходности государственных облигаций обуславливало общее снижение процентных ставок в экономике и создавало определенные предпосылки для роста кредитования реального сектора экономики России;

развитие смежных сегментов финансовых рынков. В 1996-1997 годах активно развивались смежные сегменты финансового рынка России - прежде всего, рынок субфедеральных облигаций и отчасти рынок производных инструментов.

Ключевыми негативными факторами на данном этапе выступали следующие: реализация модели "долговой экономики" - развитие национального рынка капитала одновременно с ухудшением внешней конъюнктуры и платежного баланса России. Привлечение сбережений российских экономических агентов и внешних инвестиций на рынок внутреннего долга и последующее использование заемных средств на текущее потребление увеличили совокупный внутренний спрос в экономике России. С учетом того, что производство, по меньшей мере, не увеличивалось, а рост цен был минимальным (21,8% в 1996 году и 11% в 1997 году), расширение совокупного спроса компенсировалось ростом импорта. Естественно, подобная ситуация ухудшила состояние счета текущих операций (положительное сальдо счета текущих операций снизилось с 11,6 млрд. долл. в 1996 году до 4,0 в 1997 году). Дополнительно, существенно возрос отток капитала из России - только чистые покупки иностранной валюты населением в 1996-1997 годов составили 22 млрд. долларов; рост рисков банковской системы. Российские коммерческие банки активно работали на финансовом рынке, предлагая различные банковские инструменты и высокие процентные ставки по депозитам для физических и юридических лиц. Клиенты коммерческих банков, в свою очередь, были ориентированы на высокие процентные ставки по имеющимся у них свободным рублевым ресурсам. С точки зрения привлеченных рублевых средств российские коммерческие банки не устраивала текущая доходность государственных облигаций. В связи с этим коммерческие банки реализовывали тогда три стратегии управления портфельными инвестициями. Во-первых, исходя из “дорогих” привлеченных средств, банки выводили средства с рынка федеральных облигаций на другие более доходные, но и более рискованные, сегменты финансовых рынков - на рынок муниципальных облигаций, на рынок векселей, а также на кредитование предприятий, но под более высокие проценты. Во-вторых, банки интенсивно искали более дешевые привлеченные средства - именно в 1997 году российские коммерческие банки привлекли основный объем внешних кредитов. В-третьих, в рамках управления рисками коммерческие банки направляли часть средств, большей частью собственных, в финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте; увеличение риска финансового кризиса. В течение данного этапа в России существенно возрос инфляционно-девальвационный потенциал, главным образом, по причине притока иностранных портфельных инвестиций. Проблема состояла в том, что приток внешних портфельных инвестиций не сопровождался ростом валютных резервов ЦБ РФ. Любое проявление нестабильности, вызванное как внешними причинами, так и внутренними (например, социально-политической нестабильностью, ухудшением фундаментальных экономических показателей, ростом инфляционных и девальвационных ожиданий), могло вызвать отток внешних средств с российского финансового рынка. В данном контексте это означало бы продажу внешними инвесторами активов, номинированных в российских рублях, и их перевод в иностранную валюту. Естественно, что следствием данного процесса явилось бы падение цен всех ценных бумаг на внутреннем рынке, равно как и резкое падение обменного курса рубля - то есть возникновение финансового кризиса. Дополнительные угрозы возникали вследствие размещения банковских средств в активы с высокими рисками.

## 2.2.3 Этап 3. Кризис российского рынка внутреннего долга (конец 1997 г. - август 1998 г.)

Третий этап развития рынка внутреннего долга вполне закономерно начинается с мирового финансового кризиса, хотя внешне казалось, что потрясения на фондовых рынках стран Юго-Восточной Азии и экономически развитых стран не затронут финансовый рынок России. Действительно, во время пика кризиса на фондовых рынках Юго-Восточной Азии в конце 1997 года внешние инвесторы, активно выводившие с указанных рынков собственные средства, оставили уровень своих вложений в российские государственные ценные бумаги практически неизменным. Так, в течение октября 1997 года портфель внешних инвесторов на рынке ГКО/ОФЗ возрос более чем на 1 млрд. долларов (по номинальной стоимости), в течение ноября 1997 года снизился на 2 млрд. долларов, а в декабре того же года вновь возрос на 1 млрд. долларов - то есть по итогам указанного периода объем вложений не изменился.

В России же, напротив, коммерческие банки активно продавали ГКО/ОФЗ, а свободные рублевые средства (не только выведенные с рынка федеральных облигаций) конвертировали в иностранную валюту. В результате в октябре-ноябре 1997 года совокупный портфель госбумаг по номинальной стоимости коммерческих банков уменьшился на 16.3 млрд. рублей (около 3 млрд. долл), а интервенции Центробанка на валютном рынке за октябрь-декабрь 1997 года составили около 8 млрд. долларов.

В то же время, сразу после кризиса конца 1997 года зарубежные инвестиционные банки пересмотрели свои среднесрочные стратегии и, соответственно, структуру своих инвестиционных портфелей. Естественно, что лимиты средств, направляемых на развивающиеся рынки, были существенно сокращены. Для России, в частности, это означало значительное уменьшение новых поступлений портфельных инвестиций, хотя, согласно сравнительно высоким кредитным рейтингам на начало 1998 году, отечественные рынки капитала все еще могли рассчитывать на дополнительные иностранные поступления.

Тем не менее, основные неприятности на рынке внутреннего долга начались именно в 1998 году и были непосредственно связаны с действиями российских денежных властей.

Во-первых, согласно программе либерализации российского рынка капитала, Центробанк РФ более не контролировал доступ внешних инвесторов на рынок внутреннего долга. До этого ЦБ РФ заключал с внешними инвесторами форвардные контракты на поставку иностранной валюты. Подобные форвардные контракты заключались при достаточно высоком (в то время невыгодном для внешних инвесторов) обменном курсе, за счет чего денежные власти, с одной стороны, контролировали доходность на рынке федеральных облигаций, с другой - гарантировали доходность в иностранной валюте для нерезидентов.

Гарантированный форвардный обменный курс рубля предоставлял нерезидентам более низкую доходность по федеральным облигациям (нежели можно было бы получить в результате проведения операций на внутреннем рынке), но существенно более высокую по сравнению с прочими развивающимися рынками и сопровождающуюся государственными гарантиями.

В 1997 году, по мере либерализации российского финансового рынка и его интеграции в мировую финансовую систему, доля обязательных форвардных контрактов на поставку иностранной валюту для иностранных вложений в федеральные облигации (а сначала они были обязательными) снижалась, равно как и их доходность, регулируемая форвардным обменным курсом. Тем не менее, гарантированная ЦБ РФ доходность вложений в государственные ценные бумаги (снижавшаяся с 22 сначала до 19%, а затем до 12% годовых в иностранной валюте), а также гарантии денежных властей, отчасти устраивали зарубежных инвесторов.

После отказа ЦБ РФ от подобной стратегии практика страхования (хеджирования) рисков девальвации российского рубля переместилась на рынки производных финансовых инструментов, прежде всего на рынок форвардных контрактов на поставку иностранной валюты, где контрагентами иностранных инвесторов являлись уже российские коммерческие банки. Участники данного рынка выступили в качестве дополнительного фактора нестабильности рынка внутреннего долга, чутко реагируя на все негативные новостные сообщения и повышая стоимость форвардных контрактов. Инвесторы на рынке федеральных облигаций, стремясь сохранить для себя приемлемую доходность государственных ценных бумаг, пересчитанную в иностранную валюту, способствовали снижению цен на российские государственные облигации (то есть росту доходности).

Во-вторых, с начала 1998 года Центробанк отказался от практики увеличения собственного портфеля государственных ценных бумаг. Действительно, только за октябрь-ноябрь 1997 года портфель ЦБ РФ значительно увеличился (на 36 млрд. рублей или более чем на 5 млрд. долларов) и его доля составила 26.5% от обращающихся на рынке федеральных облигаций. Покупка Центробанком госбумаг означала эмиссию рублевых ресурсов, которые формировали дополнительный спрос на иностранную валюту и способствовали росту инфляции и давлению на обменный курс рубля. Однако отказ от увеличения собственного портфеля фактически означал ликвидацию практики проведения операций на открытом рынке. На начало апреля 1998 года портфель ЦБР сократился по номиналу на 3.4 млрд. рублей, а удержать средневзвешенную доходность в пределах 35% годовых позволил лишь рост поступлений средств внешних инвесторов.

В результате действия перечисленных факторов конъюнктура вторичного рынка госбумаг в 1998 году была крайне нестабильной. Дополнительное воздействие на падение цен государственных облигаций оказывали различные новостные события (в первую очередь, политические, например, смена состава правительства РФ), а также возрастающая вероятность девальвации российского рубля. Разнообразные оценки возможности резкой девальвации рубля, подготавливаемые аналитическими подразделениями зарубежных банков и независимыми центрами, воздействовали, прежде всего на котировки форвардных контрактов на поставку иностранной валюты. Рост данных котировок, в свою очередь, снижал доходность федеральных облигаций, пересчитанную в иностранной валюте, и участники рынка были вынуждены играть на повышение доходности госбумаг.

Как уже упоминалось выше, действия Центробанка по регулированию вторичного рынка госбумаг были сведены к минимуму. Министерство финансов РФ, напротив, исправно производило платежи по обслуживанию внутреннего долга - чистая выручка федерального бюджета от операций на рынке внутреннего долга была отрицательной и составила за восемь месяцев 1998 г. около 50 млрд. рублей (около 8 млрд. долларов). Однако подобные действия не могли изменить ситуацию с внутренним долгом, поскольку за тот же период только аккумулированный процентный доход возрос примерно на ту же сумму - 41 млрд. рублей. Цены на государственные бумаги продолжали падать, и даже обмен (добровольный) определенной части рублевых федеральных облигаций на ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте, состоявшийся летом 1998 года, был не в состоянии улучшить конъюнктуру данного рынка. В результате совместным решением Правительства и Центрального Банка РФ от 17 августа 1998 года было объявлено о замораживании рынка государственных ценных бумаг.

Объем облигационного долга в ценах размещения на 01.01.98 составил 305,6 млрд. рублей, в рыночных ценах - 340,5 млрд. рублей, по номинальной стоимости - 384,9 млрд. рублей. Средний срок облигационного долга составил 407 дней. По состоянию на 1 сентября 1998 года облигационный долг составил 273,8 млрд. рублей в ценах размещения, 289,7 млрд. рублей по рыночной стоимости и 390,3 млрд. рублей по номинальной стоимости. Таким образом, в целом за восемь месяцев 1998 года объем облигационного долга возрос по номинальной стоимости всего на 1,4%. Основными участниками рынка на данном этапе по-прежнему остались ЦБ РФ, внешние инвесторы, Сбербанк РФ, а также коммерческие банки.

Объем рынка внутреннего долга России в течение рассматриваемого периода практически не увеличивался. Естественно, что объем реинвестированного процентного дохода возрастал, но, одновременно, чистая выручка федерального бюджета была отрицательной. В результате рублевые ресурсы с рынка федеральных облигаций не привлекались, а происходило лишь их перераспределение. Так, портфель государственных бумаг нерезидентов несколько возрос (вопреки мнению о его сокращении), равно как и портфель Центробанка (но крайне незначительно), а внутренние инвесторы свои вложения в госбумаги, несмотря на возрастающую доходность, сокращали.



Рис.1. Структура вложений в федеральные облигации, в % к общему объему обращающихся бумаг.

Третий этап развития рынка российского внутреннего долга характеризовался формированием кризисных тенденций, результатом которых стал системный финансовый кризис в августе 1998 года. Помимо разрушения финансовой системы, решение о замораживании рынка государственных ценных бумаг свело на нет и все позитивные черты, которые развитие рынка внутреннего госдолга смогло придать финансовой сфере экономики России. Дополнительно, в результате фактического дефолта по облигациям внутреннего займа для России был закрыт рынок внешних заимствований, обострилась проблема получения кредитов международных финансовых организаций и обслуживания внешнего долга. Финансовый кризис в августе 1998 года был по своей сути долговым кризисом, однако, в силу доминирующей роли рынка внутреннего долга в национальной финансовой системе, естественным образом трансформировался в системный финансовый кризис, обусловив возникновение всех присущих ему компонентов - кризис внешних платежей, валютный и банковский кризис, а также глубокий кризис национальных финансовых рынков.

Однако при общей негативной оценке финансового кризиса следует признать, что некоторые его последствия оказались объективно выгодны для национальной экономики и сыграли свою роль в ее дальнейшем поступательном развитии:

улучшение состояния отечественных производителей. Следствиями объявленного правительством РФ дефолта по государственным ценным бумагам были девальвация валютного курса и резкий рост инфляции. В результате российские производители получили определенные преимущества на внутреннем российском рынке. Более того, начиная с октября 1998 г. был отмечен рост производства, который продолжался вплоть до 2003 г. Но, конечно, такое оживление производственной активности было обусловлено действием многих факторов: не только резким снижением реального курса рубля, но и благоприятной внешней конъюнктурой, низкими ценами на продукцию естественных монополий и снижением производственных издержек. Кроме того, девальвация рубля, оказавшаяся столь благотворной для отечественных производителей, могла быть проведена и без дефолта по гособлигациям;

снижение бюджетных расходов. Правительство РФ, временно отказавшись от обслуживания федеральных облигаций, существенно снизило расходы федерального бюджета по обслуживанию внутреннего долга. По оригинальному графику на момент принятия решения о дефолте только до конца 1998 г. необходимо было выплатить 122.6 млрд. рублей (около 20 млрд. долларов) без учета возможности реинвестирования средств. Однако эта "выгода" была в значительной мере снивелирована ухудшением репутации Правительства как заемщика и затруднениями с обслуживанием внешнего долга;

снижение внешних платежей экономических агентов. Задолженность российских коммерческих банков, которые привлекли значительное количество синдицированных кредитов в 1997 году и во второй половине 1998 года должны были их возвращать, составляли около 10 млрд. долларов. Аналогично, российские предприятия привлекли внешние кредиты в сумме от 25 до 35 млрд. долларов. Правительственное решение от 17 августа 1998 года позволило отсрочить выплату внешних кредитов - хотя "выгоды" этого решения опять-таки сомнительны с учетом ухудшения репутации заемщиков.

## 2.2.4 Этап 4. Восстановление рынка внутреннего долга (1998 - 2002 гг.)

В качестве основных задач в после кризисный период развития рынка государственных облигаций монетарными властями, что вполне естественно, было продекларировано восстановление данного сегмента финансового рынка и преодоление негативных последствий дефолта августа 1998 году. Однако по существу были реализованы только самые необходимые мероприятия, а именно, регулирование вопросов, связанных с облигациями, подпавшими под дефолт, а также возобновление рыночных торгов федеральными облигациями.

Восстановление же рынка внутреннего долга в контексте его определяющего значения для состояния национальной финансовой сферы и развития смежных сегментов финансового рынка было реализовано лишь к 2002 году.

Дальнейшее развитие рынка внутреннего долга на данном этапе было обусловлено возможностью и результатами решения следующих проблем:

полным урегулированием проблем с внутренними и внешними инвесторами, связанных с проблемой дефолта 1998 года;

участием денежных властей в решении проблем с задолженностью бюджетов территорий;

предоставлением инвесторам детальной информации о направлении использования заемных средств денежными властями различного уровня;

предложением инвесторам различных видов бумаг на рынке федеральных облигаций;

использованием государственных гарантий, в том числе полной либо частичной страховки (хеджирования) вложений;

предоставлением схем и возможности репатриации прибыли.

Одной из главных задач монетарных властей в 1999 году стала попытка восстановления рынка государственных заимствований. После августа 1998 года репутация государства как заемщика была катастрофически подорвана, поэтому решение проблемы восстановления полноценного функционирования рынка федеральных облигаций оказалось отложенным на более дальнюю перспективу, а первоочередной целью правительства стала реализация ряда мер, направленных на возрождение доверия держателей государственных ценных бумаг к эмитенту.

По итогам 1999 г. доходность федеральных облигаций существенно снизилась (примечание: в начале года доходность госбумаг принудительно была ограничена 120% годовых) - ставки по всем федеральным облигациям не превышали 80% годовых, а по самой “короткой" ОФЗ понизились до 48%. Таким образом, единственным достижением монетарных властей на рынке госбумаг в 1999 году можно считать лишь урегулирование проблем, связанных с дефолтом в августе 1998 года. Кроме того, восстановлению репутации государства как заемщика явно не способствовал отказ Правительства от погашения облигаций внутреннего валютного займа (ОВГВЗ) третьего транша в мае 1999 года (впоследствии эти обязательства были реструктурированы).

В 2000 году была достигнута стабилизация "падающего" рынка, подразумевающая стабилизацию объема обращающихся облигаций при постепенном снижении их доходности - благодаря таким факторам, как достижение профицита федерального бюджета, стабилизация обменного курса рубля и устойчивое снижение инфляции. В 2001 году наметились тенденции к восстановлению рынка внутреннего долга - объем выпуска федеральных облигаций был существенно увеличен, аукционы стали проводиться каждый месяц, инвесторам были предложены новые виды госбумаг.

Относительное восстановление рынка федеральных облигаций произошло лишь в 2002 году, когда наряду со сложившейся рыночной инфраструктурой был отмечен рост объема внутреннего облигационного долга (выручка от продаж госбумаг в 2002 году оказалась заметно выше объема средств, затраченных на выплаты по федеральным облигациям - последний раз такое соотношение данных показателей было зафиксировано лишь в 1997 году). В условиях стабильного валютного курса рубля, снижения инфляции до относительно приемлемого уровня и сбалансированности федерального бюджета монетарные власти сочли возможным резко увеличить объем эмиссии гособлигаций.

В 2002 году, помимо традиционных размещений ГКО со сроком обращения в 5-8 месяцев и 2,5-3,5-летних ОФЗ-ФД в 2002 году. Минфин предложил инвесторам новый вид федеральных облигаций - амортизационные ОФЗ-АД, погашение номинальной стоимости которых осуществляется частями в течение последних двух лет их обращения. Являясь самыми "длинными" облигациями на рынке ОФЗ-АД вызвали повышенный интерес его участников и всего за несколько месяцев активных продаж доля новых бумаг среди всех облигаций, находящихся в обращении, выросла почти до 20%.

В 2002 году Центробанк также предложил дилерам новый финансовый инструмент - аукционную продажу ОФЗ из своего портфеля с условием их обратного выкупа по номинальной стоимости через несколько месяцев.

Поскольку доходность этих облигаций была невысока, объемы их продаж были незначительными и на вторичных торгах данные ОФЗ появлялись крайне редко.

Состав инвесторов в федеральные облигации существенным образом изменился на данном этапе по сравнению с предкризисным периодом. Так, по состоянию на начало 2001 года (дата выбрана в качестве средней за период) объем рыночного внутреннего долга составил 160 млрд. рублей. В портфеле коммерческих банков находилось федеральных облигаций на сумму около 120 млрд. рублей, причем почти 80% (или более половины рыночной части внутреннего долга) приходилось на долю Сбербанка РФ; нерезидентам принадлежало около 15% облигаций. На пенсионные фонды и частных инвесторов приходилось по 3%, на страховые компании - 2%. В портфеле Центрального банка не было рыночных облигаций, но рублевый долг Минфина РФ перед Центральным банком, оформленный в ценные бумаги, составлял около 250 млрд. руб., который после дефолта был переведен в разряд нерыночного долга.

Доходность федеральных облигаций резко снизилась в 2000 г. и начиная с 2001 года соответствовала темпам инфляции (12-15% годовых). Данный процесс был обусловлен, с одной стороны, ростом доходов предприятий, населения и соответственно пассивов банковской системы (вследствие высоких цен на нефть и увеличения объема экспорта), с другой - сохраняющимся дефицитом обращающихся на рынке финансовых инструментов. Снижение доходности федеральных облигаций способствовало уменьшению процентных ставок по прочим финансовым инструментам, в том числе и по кредитам предприятиям и населению.

Посткризисное развитие рынка внутреннего долга являлось ключевой задачей в контексте восстановления национальных финансовых рынков и, отчасти, банковской системы. Данный процесс оказался длительным и лишь в 2002 году основные параметры состояния отдельных сегментов финансового рынка и банковской системы России достигли предкризисного уровня. Однако поступательное развитие реального сектора предъявляет более высокие требования к эффективности функционирования финансовых рынков, нежели в 1998 году. Тем не менее, данный этап восстановления рынка внутреннего долга был отмечен определенными позитивными изменениями:

произошло относительное восстановление рынка федеральных облигаций, согласно таким формальным параметрам, как объем рынка, оборот вторичных торгов и прочие;

развитие рынка федеральных облигаций содействовало восстановлению смежных сегментов финансового рынка России - прежде всего, муниципальных и корпоративных облигаций;

рост объема вторичных торгов федеральными облигациями одновременно с уменьшением их доходности (до уровня инфляции) обеспечил общее снижение процентных ставок в экономике, в том числе по банковским кредитам, что частично способствовало увеличению их доступности для юридических и физических лиц;

восстановление рынка федеральных облигаций и прочих сегментов рынка облигаций отчасти (пусть и в недостаточной степени) содействовало решению проблемы стерилизации избыточной денежной ликвидности в 2000-2002 годах. Позитивная внешняя обстановка, вызванная высоким уровнем цен на нефть, обусловила резкий рост поступления иностранной валюты в Россию, существенное увеличение валютных резервов РФ и пропорционально высокую денежную эмиссию. Долговые рынки способствовали "связыванию" части свободных денежных ресурсов.

Одновременно в качестве негативных характеристик данного этапа можно выделить:

низкие темпы восстановления рынка внутреннего долга. Несмотря на относительное восстановление рынка федеральных облигаций, его уровень представляется недостаточным с точки зрения потребности реального сектора и сохранения стабильности финансовой сферы;

незначительное увеличение емкости рынка внутреннего долга не смогло в полной мере содействовать задачам стерилизации свободных средств в экономике;

ограниченное развитие рынка внутреннего долга не позволяет считать, что он сможет обеспечить финансирование бюджетного дефицита в полном объеме в случае резкого изменения внешней ситуации, а также ставит под сомнение возможность перевода части внешнего долга во внутренний.

Итак, на четвертом этапе была реализована одна из ключевых задач в финансовой сфере - восстановление рынка внутреннего долга. Однако был достигнут лишь уровень предкризисного развития, тогда как современные задачи экономического развития России и регулирования состояния ее финансовой сферы предъявляют уже совсем другие требования к этому рынку.

## 2.2.5 Этап 5. Дальнейшее развитие рынка федеральных облигаций (2003 г. и далее)

Ключевой задачей правительства России в среднесрочной перспективе выступает обеспечение поступательного развития национальной экономики. Темпы роста национального производства и их устойчивость определяются в настоящий момент как внешними факторами (уровнем цен внешнего рынка на энергоресурсы и развитием мировой экономики), так и внутренними - в первую очередь, состоянием финансовой сферы (развитием банковской системы и финансовых рынков), ее способностью создавать условия для поступательного развития национальной экономики и противодействовать внешним воздействиям (шокам).

Существующие проблемы в финансовой сфере России проистекают из последствий системного финансового кризиса 1998 г., а также условий проведения текущей кредитно-денежной политики. Последняя характеризуется невозможностью для денежных властей проводить в полном объеме стерилизационные мероприятия (обусловленные значительными по объемы поступлениями иностранной валюты и ростом валютных резервов) и регулировать процентные ставки, а также сохранением неустойчивого состояния национальной банковской системы и финансовых рынков. Именно состояние банковской системы и финансовых рынков не позволяют денежным властям проводить эффективную денежную политику, направленную на снижение темпов инфляции и стимулирование инвестиций.

В качестве одной из первоочередных мер развития финансовой сферы представляется дальнейшее развитие рынка внутреннего долга, состояние которого должно корреспондировать с текущими задачами экономической политики. Рынок внутреннего долга традиционно воздействует на структуру денежного предложения, развитие прочих сегментов национального финансового рынка и содействует стабильности банковской системы. Несмотря на отсутствие потребности правительства в заемных средствах (обусловленное сохранением профицита федерального и консолидированного бюджета в течение посткризисного периода), расширение рынка федеральных облигаций сегодня необходимо. Оно призвано выполнять следующие функции:

обеспечение возможности привлечения средств в федеральный бюджет. Нельзя быть уверенным в долгосрочном сохранении профицита федерального и консолидированного бюджета РФ: сегодня оно обусловлено главным образом высокими ценами на энергоресурсы, но благоприятная ценовая конъюнктура на внешних рынках может достаточно быстро измениться. Тогда бюджетные поступления снизятся, наверняка возникнет дефицит государственного бюджета, финансирование которого потребует привлечения средств с внутреннего и внешнего рынков. В отсутствие эффективно функционирующего рынка внутреннего долга увеличение заимствований либо окажется невозможным, либо будет сопряжено с резким ростом стоимости заимствований;

стабилизирующую. Обращающиеся федеральные облигации на развитом рынке внутреннего долга выступают в качестве наиболее ликвидных, наименее доходных и рискованных финансовых инструментов. Федеральные облигации по своей сути призваны аккумулировать избыточные финансовые средства, появляющиеся вследствие нестабильности на прочих сегментах национального рынка, неблагоприятном изменении конъюнктуры на внешних рынках либо должны выступать в качестве эффективного инструмента стерилизации избыточной ликвидности;

регулирующую. Рынок федеральных облигаций является одним из определяющих сегментов национальной финансовой системы. Уровень развития этого рынка сказывается на уровне развития прочих сегментов финансового рынка, принципиально важных для стабильного секторов реального сектора. Конъюнктура этих смежных сегментов, процентные ставки на них сильно зависят от состояния рынка федеральных облигаций;

стимулирующую. Эффективный рынок федеральных облигаций должен содействовать структурированию действующих процентных ставок в экономике, направленному на рост сбережений и стимулирование инвестиционной активности, в том числе и росту предоставляемых кредитов реальному сектору банковской системой.

Рынок внутреннего долга является неотъемлемой частью национальной финансовой системы, позитивные и негативные характеристики которой напрямую воздействуют как на состояние финансовой сферы, так и на поступательное развитие реального сектора. На рынке государственных ценных бумаг за последние годы произошли позитивные изменения: проведена новация по государственным ценным бумагам, восстановлено доверие участников рынка, отлажена инфраструктура и нормативное регулирование рынка государственных ценных бумаг. Благодаря эффективной долговой и макроэкономической политике удалось полностью восстановить доверие инвесторов к рынку внутренних заимствований, что привело к значительному увеличению ликвидности рынка и объемов, размещаемых на нем финансовых инструментов, что хорошо видно из ниже приведенной диаграммы (рис 2).



Рис. 2. Размеры внутреннего государственного долга РФ выраженный в ценных бумагах

Также значительно улучшились качественные характеристики рынка:

снижен уровень доходности по государственным облигациям (расходы на обслуживание долга);

стратегия формирования портфеля государственных внутренних обязательств, основанная на предложении разнообразных финансовых инструментов, была положительно воспринята инвесторами;

значительно увеличились ликвидность рынка и ежедневный оборот по государственным облигациям. При этом наиболее значительный оборот на рынке приходится на “длинные” инструменты.

Благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура способствовала снижению объема долга в виде государственных краткосрочных бескупонных облигаций (ГКО), поскольку необходимость финансирования временных кассовых разрывов и неотложных бюджетных нужд практически отсутствует. Соответственное снижение объема долга произошло и в виде облигаций федерального займа с постоянным купоном (ОФЗ-ПК), так как расчет переменной купонной ставки привязан к доходности ГКО.

В апреле 2005 года Правительство РФ рассмотрело долговую стратегию на 2006-2008 годы. Перед этим был рассмотрен аналогичный документ на период 2003-2005 годов. В принципе документ сохраняет ту позицию, которую выбрал Минфин: государственный долг Российской Федерации и совокупный государственный долг должен уменьшаться по отношению к ВВП, при этом доля государственного внутреннего долга должна расти.

Постепенное увеличение внутренней составляющей в объеме государственных долговых обязательств Российской Федерации и постепенное уменьшение государственного долга в условиях роста ВВП и доходов федерального бюджета способствует снижению удельного веса процентных расходов в общем объеме расходов федерального бюджета.

Следующая позиция - развитие национального рынка государственных ценных бумаг и сохранение консервативной политики в области государственных заимствований, позволяющей не только привлекать средства на рынке, но и использовать ресурсы стабилизационного фонда для погашения текущего внешнего долга. Одновременно с этим меняется структура долга. Правительство постепенно приближаемся к той цели, которую поставило себе в 2002 году: привести соотношение внутреннего и внешнего долга к значениям 50/50 и к концу 2008 года оно должно достигнуть примерно 43/57.

Прогнозируется достаточно существенный рост объема долга, выраженного в государственных ценных бумагах, к концу года рублевый долг выраженный в государственных облигациях составит примерно 1,5 трлн. рублей. При этом для нужд пенсионной системы начался выпуск специальных ценных бумаг - государственных сберегательных облигаций. В текущем году по оценкам экспертов, около 300 млрд. рублей будет приходиться на рынок государственных сберегательных облигаций и около 1250 млрд. рублей - на рынок облигаций федерального займа.

Существует ряд мнений специалистов, что экспансия внутреннего долгового финансирования имеет многочисленные отрицательные последствия для экономики страны.

Одним из негативных последствий внутренних государственных заимствований является так называемый "эффект вытеснения частных компонентов совокупного спроса". Его суть состоит в следующем. Если правительство выпускает облигации государственных займов, номинированных в национальной валюте, то спрос на кредитные ресурсы внутри страны возрастает, что приводит к увеличению средних рыночных процентных ставок (или их меньшему снижению, чем могло бы быть в отсутствие государственных заимствований). Если внутренние процентные ставки изменяются гибко (ситуация ограниченной иностранной мобильности капитала), то их увеличение (не снижение) может быть достаточно существенным для того, чтобы отвлечь значительные кредитные ресурсы от негосударственного сектора. В результате частные инвестиции, чистый экспорт и частичные потребительские расходы снижаются. Таким образом, рост долгового финансирования государственных расходов "вытесняет" все виды негосударственных расходов: снижается инвестиционный и потребительский спрос, а также чистый экспорт.

Величина вытеснения частных инвестиций, безусловно, заслуживает более глубокого анализа, поскольку подобное вытеснение может иметь очень серьезные отрицательные последствия для экономики в долгосрочном периоде, а именно:

снижение частных инвестиций через какое-то время выразится в меньшем запасе капитала в экономике. Это предполагает в долгосрочном периоде меньший выпуск (ВВП) и национальный доход, больший уровень безработицы;

ресурсы перемещаются от частного сектора к государственному, менее эффективному по своей природе. Кроме того, снижается эффективность экономики, поскольку в результате размещения государственных долгов отвлекаются дополнительные средства из производственного сектора в финансовый.

Таким образом, курс на внутренние заимствования сегодня сомнителен и явно преждевременен. Россия пока не достигла уровня развития, достаточного для эффективного внедрения этого механизма.

В государственной политике заимствований, в вопросе формирования предпочтения внешним или внутренним заимствованиям, единственным критерием должна быть стоимость заимствований. В этом вопросе не нужно опираться только на внутренних или внешних заимствований. Всегда нужно исходить из экономической целесообразности. Если заимствования на внешнем рынке дешевле и условия выгодней (что имело место в 2002 г), то нужно занимать извне. В целом же, для эффективного проведения политики заимствований, прежде всего, необходимо создание цивилизованного рынка капиталов в стране и проведение реформирования банковской системы.

Таким образом, проведение правительством в ближайшем будущем масштабных внутренних заимствований может привести к дестимулированию инвестиционной деятельности внутри страны, поэтому текущая деятельность правительства в вопросе заимствований, на мой взгляд, лишена экономической целесообразности.

## 3. Внутренняя долговая политика

## 3.1 Основные принципы и направления внутренней долговой политики в РФ на ближайшие годы

В ходе реформирования экономики нашей страны законодателями было принято много законов и других нормативно-правовых документов, которые должны способствовать её дальнейшему совершенствованию и развитию. Одним из них является Федеральный закон "О федеральном бюджете на 2008 год и плановый период 2009 - 2010 годов ", который был принят в июле 2007 года. Этот закон не только установил финансовые показатели бюджета, но и определил цели и задачи бюджетной стратегии на 2008 - 2010 годы, а также на долгосрочную перспективу.

Главной целью является повышение уровня и качества жизни населения. Государство будет (и должно) способствовать повышению реальных доходов и занятости населения, росту сбережений и имущества граждан, развитию рынка жилья. Основой для решения социальных проблем должны быть высокие темпы устойчивого экономического роста, обеспечивающие создание новых рабочих мест, рост заработной платы в экономике, расширению финансовых возможностей государства. Обеспечение обороноспособности и безопасности - одно из необходимых условий для устойчивого развития страны. Создание условий для будущего развития, также является важнейшей миссией социально ответственного государства.

Поэтому, в соответствии с принципами долговой политики в 2005 и 2006 годах Российская Федерация осуществляла досрочное погашение государственных внешних долговых обязательств. В январе 2005 года досрочно в полном объёме был погашен остаток долговых обязательств перед Международным валютным фондом. В июне 2006 года Российская Федерация полностью погасила задолженность перед парижским клубом кредиторов.

В результате в настоящее время уровень государственного долга сохраняется на безопасном уровне менее 9% ВВП, что обеспечивает устойчивость бюджетной системы и способствует укреплению международного авторитета России как государства со значительным запасом финансовой и долговой устойчивости, имеющего репутацию добросовестного заемщика и стремящегося конкретными мерами политики улучшить инвестиционный климат в стране.

Государственная долговая политика Российской Федерации на 2008-2010 годы не предусматривает привлечения финансовых несвязанных кредитов на внешнем рынке. В области внутренний заимствований проведение долговой политики в 2008-2010 годах будет исходить из целей развития рынка государственных ценных бумаг. Ключевыми задачами станут, повышение ликвидности рыночной части государственного внутреннего долга и сохранение оптимальных сроков заимствования (дюрации) и доходности на рынке государственных ценных бумаг.

В 2008-2010 годах планируется положительное сальдо заимствований на внутреннем рынке, не приводящее к увеличению процентных ставок. Заимствования на рынке государственного внутреннего долга в основном будут носить средне и долгосрочный характер.

Основные принципы государственной долговой политики РФ будут:

замещение государственного внешнего долга внутренними заимствованиями;

развитие рынка государственных ценных бумаг;

использование государственных гарантий, для ускорения экономического роста;

использование инструментов долговой политики с целью осуществления дополнительной стерилизации денежной массы и борьбы с инфляцией;

увеличение количества инвесторов;

уменьшение объемов ценных бумаг одного вида в портфеле узкой группы инвесторов (что существенно влияет на политику цен и доходность ценных бумаг);

увеличение оборотов по ценным бумагам;

уменьшение доходности ценных бумаг (расходов федерального бюджета);

недопущение значительного роста процентных ставок по государственным ценным бумагам и, соответственно, процентных расходов по государственному внутреннему долгу;

развитие и сегментация рынка государственных ценных бумаг, предназначенных для различных групп инвесторов. В результате претерпит изменения структура государственного внутреннего долга Российской Федерации, выраженного в государственных ценных бумагах;

уменьшение относительных размеров государственного долга будет сохраняться благодаря отсутствию внешних заимствований и погашению (плановому и/или досрочному) государственного внешнего долга при увеличении номинального объема внутреннего долга;

доходность к погашению государственных облигаций, обращающихся на рынке, как и в предыдущие годы, будет существенно зависеть от текущей ситуации на валютном и денежном рынках;

расходы на обслуживание внешнего долга будут иметь тенденцию к уменьшению, а расходы на обслуживание внутреннего долга последовательно возрастать. Динамика изменения расходов повторяет тенденции по изменению объемов внешнего и внутреннего долга. В то же время общая нагрузка на бюджет в части обслуживания государственного долга Российской Федерации будет снижаться, что определяется соотношениями роста ВВП, суммарных расходов федерального бюджета, структуры долговых обязательств.

## Заключение

Рынок внутреннего долга является неотъемлемой частью национальной финансовой системы, позитивные и негативные характеристики которой напрямую воздействуют как на состояние финансовой сферы, так и на поступательное развитие реального сектора.

Рынок внутреннего долга в переходный период прошел различные этапы, в процессе развития которых наблюдались как позитивные, так и негативные черты, обусловленные макроэкономическим развитием, постановкой и решением стратегических задач, равно как и текущим управлением рынка федеральных облигаций. В данном контексте систематизация опыта развития рынка внутреннего долга может способствовать дальнейшей эволюции данного финансового сегмента на принципиально иной основе - с учетом позитивных и негативных факторов переходного развития, а также формированию принципиально иной политики управления рынком федеральных облигаций, целью которой выступает максимальное содействие экономическому росту, финансовой стабильности и всестороннему развитию прочих сегментов национального финансового рынка.

Для дальнейшего эффективного развития рынка внутренних долговых обязательств РФ, по моему мнению - денежным властям необходимо не допускать ошибки прошлого, такие как:

обеспечение неоправданно высокой доходности государственных ценных бумаг;

расширение рынка внутреннего долга без учета располагаемой ресурсной базы;

стремление увеличить срок долга без учета структуры привлеченных средств;

несогласованные действия Центробанка и Министерства финансов РФ;

отказ Центробанка страховать иностранные инвестиции;

привлечение внешних инвесторов без соответствующих стерилизационных мероприятий;

недостаточный контроль за доходностью федеральных облигаций, в том числе и в пересчете на иностранную валюту и другие.

А также было бы целесообразным с учетом накопленного и положительного и отрицательного опыта рассмотреть такие вопросы как:

разработка нового специализированного закона о государственном долге;

разработка нормативных документов, позволяющих оценивать изменения долговых обязательств во взаимосвязи с финансовыми активами;

разработка критериев и механизмов оценки эффективности заемной и долговой политики;

разработка нормативной базы по операциям с досрочно выкупленными ценными бумагами;

целесообразно разработать механизмы и нормативную базу проведения обмена крупных пакетов (лотов) облигаций до даты их погашения на другие выпуски облигаций для сглаживания пиков платежей - значительных объемов выплат в одну дату. При этом проведение обменов, как и аукционное размещение, следует осуществлять эмитентом по заранее заданным правилам на добровольной основе.

Федеральные облигации традиционно определяют минимальную стоимость свободных средств в экономике России. Доходность на рынке внутреннего долга в переходный период (1992-2003 годов), в силу высокой ликвидности и низкой рискованности данного сегмента национального финансового рынка, и с учетом отсутствия рефинансирования коммерческих банков со стороны ЦБ РФ фактически выполняла ту роль, какую играет ставка рефинансирования в развитых рыночных экономиках. В этом смысле контроль за доходностью федеральных облигаций, равно как и показатели оборота вторичных торгов и ликвидности, приобретают особое значение как факторы, воздействующие на состояние экономики и финансов.

Рынок федеральных облигаций должен содействовать экономическому росту, обеспечивая: снижение инфляции и защиту национальных финансов от воздействия внешних шоков, рост внутренних сбережений и расширение ресурсной базы национальной банковской системы, комплексное развитие смежных сегментов национального финансового рынка, расширение возможности денежных властей привлекать финансовые средства с внутреннего рынка, а также эффективно использовать процентные ставки в качестве инструмента макроэкономического регулирования.

Прошедшее десятилетие предоставило национальным денежным властям уникальный опыт в области управления внутренним долгом в различных аспектах - достижения финансовой стабильности, реализации налоговой и денежной политики, развития банковской системы и финансовых рынков. Систематизация позитивных характеристик развития одновременно с учетом стратегических и тактических ошибок позволит придать эволюции рынка внутреннего долга стимулирующие и стабилизирующие характеристики на современном этапе развития российской экономики.

## Список использованной литературы

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31 июля 1998 г. N 145-ФЗ,
2. Федеральный закон от 24 июля 2007 г. № 198-ФЗ "О федеральном бюджете на 2008 год и на плановый период 2009 и 2010 годов",
3. Вавилов А.Б. "Государственный долг: Уроки кризиса и принципы управления: Монография, Изд. Городец 2003 г. - 400 с,
4. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. N 136-ФЗ "Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг"
5. Алехин Б.И. "Государственный долг" учебное пособие. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. - 335 с,
6. Алексеева И.А. "Ценные бумаги" Ч.3. Облигации: Учеб. пособие. Иркутск: Изд-во ИГЭА, 2002. - 170 с.,
7. Винокурова В.П. Государственный и муниципальный долг: Учеб. пособие. Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2006. - 252 c,
8. Брагинская Л.С. Государственный долг: анализ системы управления и оценка ее эффективности. Логос, 2007. - 127 с,
9. Брагинска Л. С "Государственный долг: анализ системы управления и оценка ее эффективности" Изд. Университетская книга, 2007. - 128 с,
10. Воробьев А.Е., Чекушина Т.В. "Национальная экономическая безопасность России: методология управления государственными долгами" учебное пособие. Изд. РУДН, 2006. - 206 с,
11. Вавилов А.М., Трофимов Г.Д. "Стабилизация и управление государственным долгом России" Вопросы экономики. 2005. - №12. - 43 с,
12. Чумаченко А.А. "Государственный внутренний долг и государственные внутренние заимствования" Рынок ценных бумаг. - 2005 №16,Котельникова В.А. "Финансы" консп. лекций, Изд. Эксмо, 2008. - 156 с,
13. Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации www.minfin.ru,
14. Официальный сайт Центрального Банка Российской Федерации www.cbr.ru,
15. Романовский М.В. "Финансы" Учебник для вузов. - М.: Изд. "Юрайт", 2004. - 502 с.,
16. "Наставления по управлению государственным долгом" Подготовлены сотрудниками МВФ и Всемирного банка. - 2001 г. - 45 с.

## Приложения



Планируемые государственные внутренние заимствования, выраженные в ценных бумагах Российской Федерации.



Структура внутреннего государственного долга РФ.



Сроки и размеры погашения внутреннего государственного долга РФ.

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31 июля 1998 г. N 145-ФЗ. Вступил в силу с 1 января 2000 года. [↑](#footnote-ref-1)
2. Приказ Минфина РФ от 15 ноября 2004 г. N 104н "О присвоении государственных регистрационных номеров государственным долговым обязательствам Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в валюте Российской Федерации". [↑](#footnote-ref-2)