

**[www.diplomstudent.net](http://www.diplomstudent.net)**

**Профессиональная  
помощь  
в написании  
всех видов  
работ  
для  
студентов  
вузов**



## СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	4
Глава 1 Теоретические аспекты долговой политики государства .....	7
1.1 Понятие долговой политики государства: цели и задачи .....	7
1.2 Управление государственным долгом и нормативно-правовое регулирование в РФ .....	14
1.3 Показатели эффективности долговой политики государства .....	22
Глава 2 Анализ результативности долговой политики государства РФ .....	30
2.1 Оценка макроэкономических показателей России .....	30
2.2 Характеристика основных направлений государственной долговой политики РФ до 2016г. ....	41
2.3 Анализ результатов государственной долговой политики РФ в 2013-2016г.г. .....	54
Глава 3 Перспективы развития долговой политики государства в РФ .....	78
3.1 Перспективные направления долговой политики государства РФ на 2017- 2019 г.г. ....	78
3.2 Показатели реализации государственных программ по управлению государственным долгом РФ на 2017-2019 г.г. ....	99
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	104
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ .....	110
ПРИЛОЖЕНИЯ .....	114

## ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования: «Долговая политика РФ, ее результативность» является несомненной, так как государственный долг страны в условиях рыночных отношений выступает важнейшим макроэкономическим фактором, оказывающим значительное воздействие на состояние национальной экономики. Более того, сам рынок государственных долгов реагирует на изменение экономической ситуации внутри страны и тенденций международных финансовых рынков.

От успешной политики управления государственным долгом зависит будущее российской экономики, восстановление политической и социальной стабильности в стране в огромной степени. В этой связи, одной из самых актуальных проблем является управление задолженностью такими финансовыми методами, которые бы позволили перейти к курсу на оптимизацию объемов и структуры государственного долга и продолжить модернизацию экономики. Управление государственным долгом является одним из важных направлений государственной финансовой политики России на современном этапе развития. При этом, система управления государственным долгом представляет собой комплекс мероприятий, направленных на обслуживание долга, в том числе и погашение основной суммы и выплата процентов кредиторам; изменение условий выпущенных займов; мониторинг показателей объема и уровня долга, их сопоставление с показателями государственных финансов; взаимоотношения с кредиторами по поводу урегулирования старых долгов и предоставления новых кредитов; реструктуризация и рефинансирование долгов и другое .

Государство не должно вовлекать все свободные денежные ресурсы общества в сферу бюджетного перераспределения, соответственно доходность государственных займов и государственных ценных бумаг не должна превышать эффективности реального сектора и других секторов финансового

рынка. Реструктуризация и упорядочение государственного долга помогут встать России на путь экономического подъема.

С помощью задолженности государству удастся мобилизовать необходимые для своей деятельности дополнительные финансовые ресурсы. Однако, эффективно управлять государственным долгом на сегодняшний день является первоочередной задачей государства. В связи с изложенной выше актуальностью выпускной квалификационной работы, целью является рассмотреть Перспективные направления долговой политики российского государства. Для достижения указанной цели, задачами работы является: изучить теоретические аспекты долговой политики государства; провести анализ долговой политики государства на примере РФ; рассмотреть перспективы развития долговой политики России.

Структура работы обусловлена целями и задачами, а также логикой проведенного исследования и состоит из введения, основной части, заключения, списка использованных источников и приложений. Основная часть работы включает в себя теоретическую, аналитическую и проектную главы. Первая глава направлена на изучение сущности долговой политики государства, ее цели и задачи; в данной главе рассмотрена система управления государственным долгом и нормативно-правовое регулирования в РФ; представлены показатели эффективности долговой политики государства. Вторая глава выпускной квалификационной работы направлена на оценку макроэкономических показателей России; в ней также представлена характеристика основных направлений государственной долговой политики РФ до 2016г.; а также проведен анализ результатов государственной долговой политики РФ за 2013-2016г.г. В третьей главе работы рассмотрены перспективные направления долговой политики государства РФ на 2017-2019 г.г. и показатели реализации государственных программ по управлению государственным долгом РФ на 2017-2020 г.г.

Теоретической и методологической основой данной работы послужили законодательные акты Российской Федерации, научные труды отечественных и зарубежных ученых по изучаемой проблеме исследования, статистическая отчетность Федеральной службы статистики, Министерства финансов РФ, Министерства экономического развития Российской Федерации, Центрального банка РФ и другие источники информации.

Проблематикой совершенствования долговой политики государства занимались множество авторов, наиболее известными из них являются: Белезнев А.О., Волынская И.А., Данков А.Д. , Ершов М. В., Иванова А.И., Иванов Г.В., Иванченко И.О., Попов Г.В., Поляков В.В., Свистунов П.В., Сиренко В.И. , Татузов В. Ю., Танасова А. С. и другие.

Для написания выпускной квалификационной работы применялись следующие методы: экономический и статистический анализ, синтез; методы сравнения и группировки, общенаучный метод познания и оценки эффективности системы управления государственным долгом.

# Глава 1 Теоретические аспекты долговой политики государства

## 1.1 Понятие долговой политики государства: цели и задачи

Прежде чем рассмотреть сущность долговой политики государства, является необходимым дать понятие долга и государственного кредита. В современных условиях хозяйствования, основой нормальной жизнедеятельности любого государства является экономическое благополучие, сводящееся к наиболее полному удовлетворению всех насущных потребностей общества. Однако, такая ситуация возможна лишь в том случае, когда у государства имеется в наличии достаточно средств. В условиях развитых товарно-денежных отношений государство может привлекать к покрытию своих расходов свободные финансовые ресурсы хозяйственных структур и средства населения. Главным способом получения средств является государственный кредит, который представляет собой совокупность экономических отношений между государством в лице его органов власти и управления, с одной стороны, и физическими и юридическими лицами – с другой, при которых государство выступает в качестве заемщика, кредитора и гаранта<sup>1</sup>, рисунок 1.1.

Функционирование государственного кредита ведёт к образованию государственного долга. Государственный долг представляет собой сумму накопленных бюджетных дефицитов за вычетом суммы профицитов бюджета, которые имели место в стране<sup>2</sup>. Государственный долг имеет множество определений, представленных на рисунке 1.1. Причинами возникновения государственного долга могут быть: увеличение расходов государства без соответствующего роста его доходов; циклические спады экономики; сокращение налогов для стимулирования экономики без одновременного уменьшения государственных расходов.

---

<sup>1</sup> Государственный долг. учебник // Под редакций Белезнева А.О. – 2016г.

<sup>2</sup> Государственный кредит и государственный долг. учебник// Под редакцией Воынской И.А – 2015г.



Рисунок 1.1. Понятие государственного кредита и государственного долга<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Составлено автором

В свою очередь, государственный долг классифицируется по следующим признакам: в зависимости от происхождения кредитных ресурсов; по сроку платежа, по предъявлению к оплате и др., рисунок 1.2.

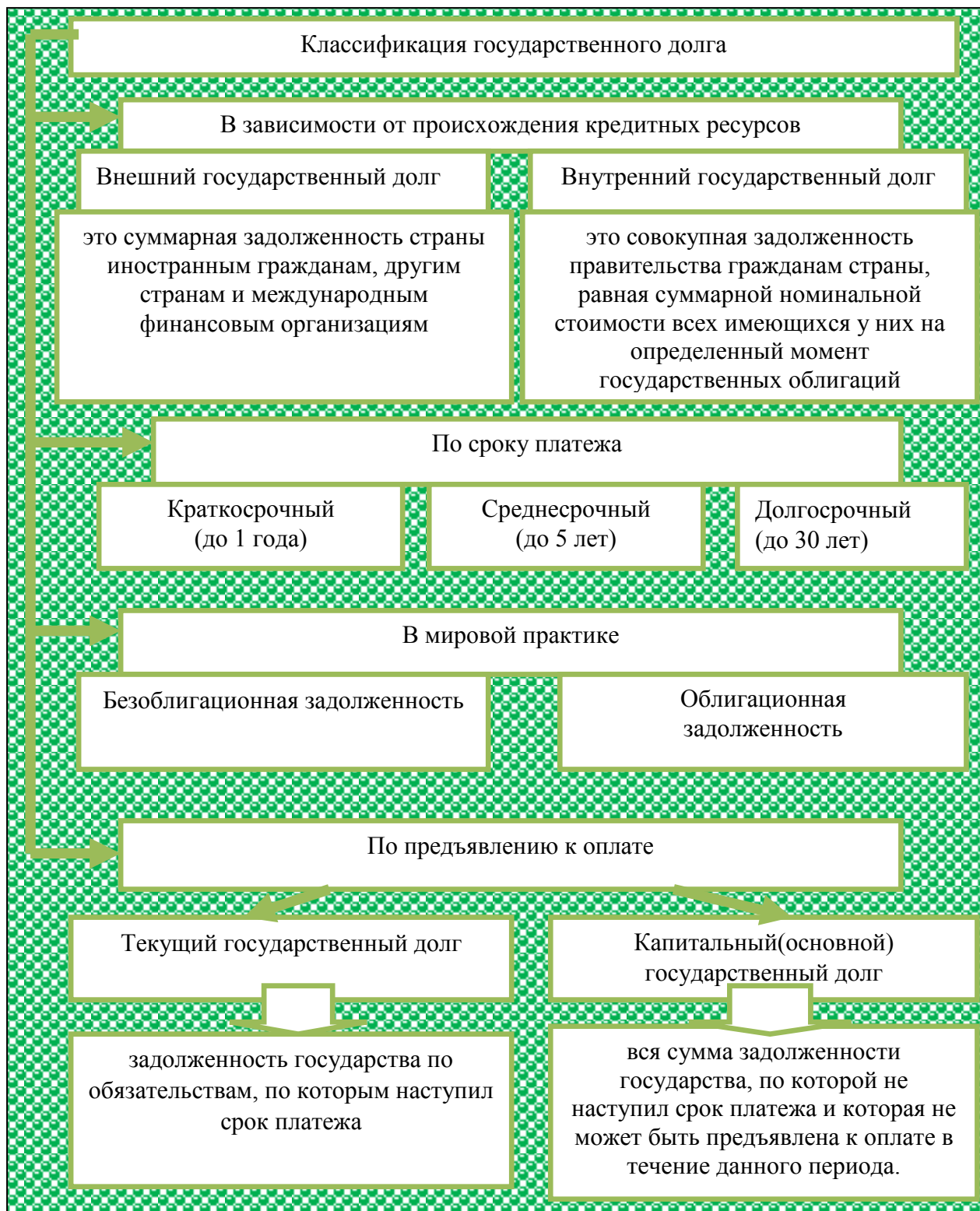


Рисунок 1.2. Классификация государственного долга<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Составлено автором

Согласно Бюджетному Кодексу РФ<sup>5</sup> деление на внутренний и внешний долг осуществляется по валюте займа. Под государственным внутренним долгом понимаются долговые обязательства РФ как заемщика или гаранта погашения займов другими заемщиками перед резидентами (юридическими и физическими лицами) или нерезидентами, выраженные в валюте РФ. Под внешним государственным долгом понимаются обязательства, возникающие в иностранной валюте, за исключением обязательств субъектов РФ и муниципальных образований перед РФ, возникающих в иностранной валюте в рамках использования целевых иностранных кредитов (заимствований). Государство может использовать заемные средства при нормальном ходе экономических процессов, например, связанных с сезонностью, несовпадением поступления налогов с периодом расходов и т.д. Однако чаще всего привлечение дополнительных ресурсов требуется при возникновении тяжелого финансового положения государства (война, спад производства и другие причины, приводящие к бюджетному дефициту).

По срокам погашения различают краткосрочный (до 1 года), среднесрочный (до 5 лет) и долгосрочный (до 30 лет) государственный долг. Наиболее тяжелыми являются краткосрочные долги. По ним вскоре приходится выплачивать основную сумму долга с высокими процентами. В мировой практике, различают два вида заимствований: безоблигационная задолженность и облигационная. Безоблигационная государственная задолженность—это задолженность в виде несекьюритизированных кредитов и займов, т. е. такая форма задолженности, которая не предполагает выпуск ценных бумаг. Отличительными особенностями этой формы являются: наличие в качестве кредитора одного и того же лица на протяжении всего времени кредита (займа); невозможность перехода права требования к третьим лицам, а значит относительная безопасность заемщика от концентрации прав требования в

---

<sup>5</sup> Бюджетный кодекс РФ от 31 июля 1998 года N 145-ФЗ ( с изм. и доп. от 28 декабря 2016 г.)

руках нежелательных лиц; ограниченные возможности реструктуризации такой формы в случае сложностей с обслуживанием долга.

Облигационная задолженность возникает в результате выпуска долговых ценных бумаг. Хотя исторически она возникла намного позднее, чем безоблигационная, однако сегодня данная форма становится все более преобладающей, вытесняя несекуритизированные кредиты и займы. Это объясняется тем, что секьюритизированная форма имеет целый ряд преимуществ: она позволяет обеспечить больший объем инвестиционного спроса; расширяет возможности гибкого регулирования объема и стоимости заимствований; облегчает реструктуризацию долга; позволяет осуществлять оптимизацию структуры долга в ходе его управления<sup>6</sup>.

В соответствии с БК РФ<sup>7</sup> в состав государственного долга Российской Федерации входят долговые обязательства в форме: 1) кредитам, привлеченным от имени РФ как заемщика от кредитных организаций, иностранных государств, в том числе по целевым иностранным кредитам (заимствованиям) международных финансовых организаций, иных субъектов международного права, иностранных юридических лиц; 2) государственным ценным бумагам, выпущенным от имени РФ; 3) бюджетным кредитам, привлеченным в федеральный бюджет из других бюджетов бюджетной системы РФ; 4) государственным гарантиям РФ; 5) иным долговым обязательствам, ранее отнесенным в соответствии с законодательством РФ на государственный долг РФ.

При принятии бюджета на очередной финансовый год определяется предельный объем государственного долга и предельные объемы государственных заимствований. При этом предельный объем государственных внешних заимствований не должен превышать годовой объем платежей по обслуживанию и погашению государственного внешнего долга, а долг субъекта

---

<sup>6</sup> Иванченко И.О. О государственном долге. Экономический журнал, 2013г. [ <http://timesnet.ru> ]

<sup>7</sup> Бюджетный кодекс РФ от 31 июля 1998 года N 145-ФЗ ( с изм. и доп. от 28 декабря 2016 г.)

федерации и муниципальный долг не должен превышать объем доходов соответствующего бюджета без учета финансовой помощи из бюджетов других уровней.

Таким образом, выше были рассмотрены основные понятия государственного кредита и государственного долга, а также его классификация. Деятельность органов власти по управлению государственным долгом иначе называется- долговая политика, она формирует идеологию управления государственными заимствованиями, определяет стратегию и тактику управления государственным долгом и основные направления органов власти по их реализации. Факторами долговой политики государства являются: дефицит федерального бюджета, уровень государственного долга, состояние мирового рынка капиталов. К принципам долговой политики Российской Федерации следует отнести: замещение государственного внешнего долга внутренними заимствованиями; развитие рынка государственных ценных бумаг; использование инструментов долговой политики с целью осуществления дополнительной стерилизации излишней денежной массы и борьбы с инфляцией; использование государственных гарантий для стимулирования экономического роста.

При этом, долговая политика государства имеет свои цели и задачи. Цели долговой политики классифицируются следующим образом: экономические; политические; социальные; обеспечение национальной безопасности. Более подробно система целей представлена на рисунке 1.3. Основные задачи долговой политики государства: минимизация стоимости долга; эффективное использование привлеченных средств, контроль за использованием полученных кредитных ресурсов, рисунок 1.3.

Управление государственным долгом – представляет собой совокупность государственных мероприятий по определению условий привлечения средств, их размещение и возвращение, обеспечение необходимой платежеспособности государства. Осуществление мероприятий по управлению государственным



Рисунок 1.3. Цели и задачи государственной долговой политики<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Составлено автором

долгом требует от государства системного подхода и определяет многоплановый характер регулирования существующей задолженности. Для того, чтобы более подробно рассмотреть систему управления государственным долгом в РФ, перейдем к следующему параграфу исследования.

## 1.2 Управление государственным долгом и нормативно-правовое регулирование в РФ

Возникновение и рост государственного долга вызвали необходимость управления им. Управление государственным долгом заключается: в формировании политики в отношении государственного долга; в определении основных направлений и целей воздействия на микро- и макроэкономические показатели; в установлении возможности и целесообразности финансирования за счет государственного долга общегосударственных программ; в установлении границ государственной задолженности (в том числе в определении общего объема бюджетного дефицита и, следовательно, объемов заимствований, необходимых для его финансирования).

Управление государственным долгом включает широкий комплекс мероприятий: разработку концепции долговой политики, определение ее стратегических направлений, целей, главных задач; создание адекватного механизма реализации долговой политики; управление деятельностью государства по планированию заимствований, организации размещения займов, предоставлению государственных гарантий, поручительств (контроль за целевым использованием привлекаемых ресурсов, а также за своевременным погашением государственного долга).

Методами управления государственным долгом является: конверсия долговых обязательств, консолидация государственного долга, унификация займов, отсрочка погашения займов, аннулирование долговых обязательств государства, рисунок 1.4.

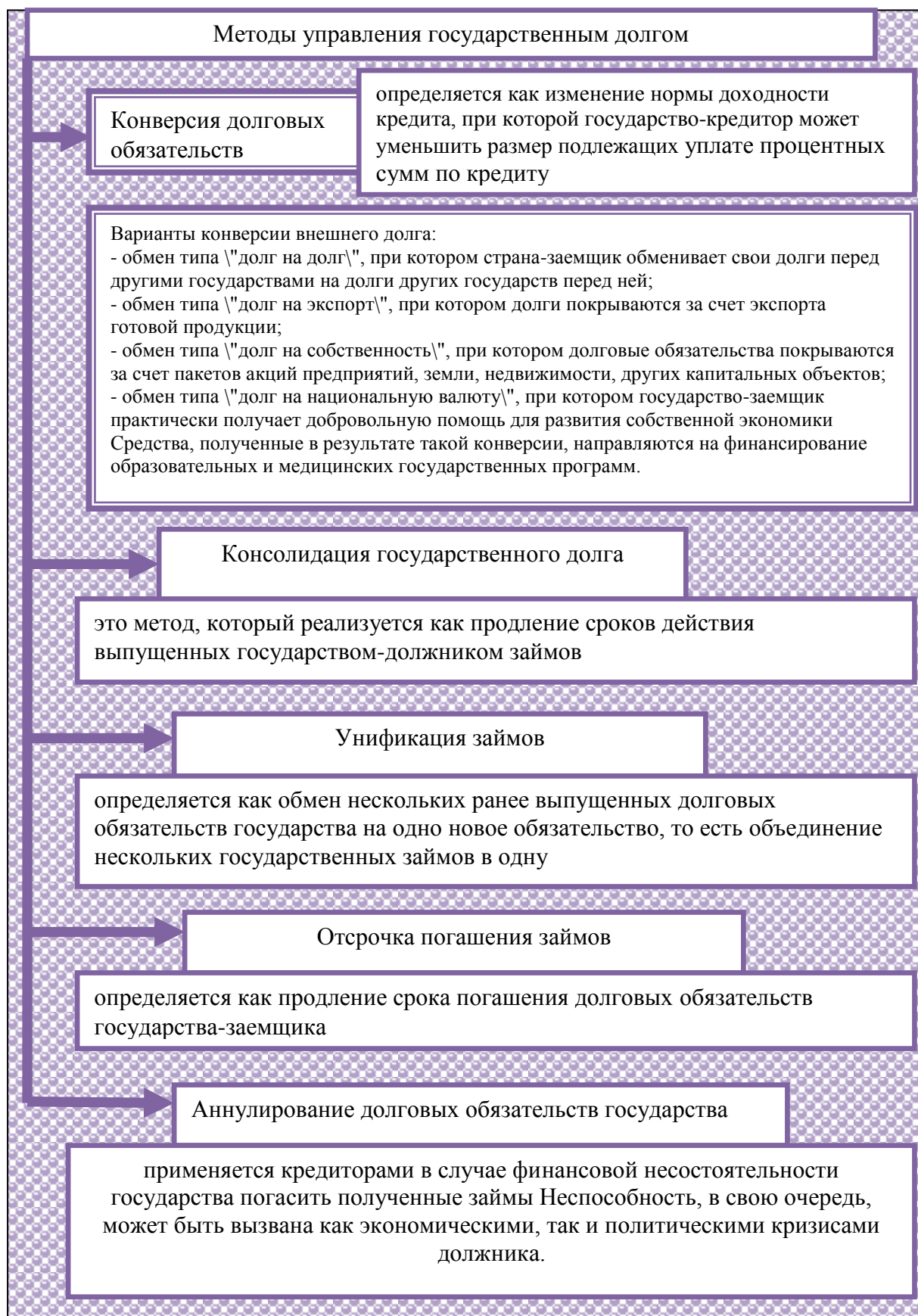


Рисунок 1.4. Методы управления государственным долгом<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Составлено автором

В случае накопления у государства-должника значительной суммы внешних кредитных обязательств, на практике возможно применение таких вариантов решения ее долговых проблем: постепенный расчет по основной сумме долга; погашение государственного долга за счет привлечения новых иностранных кредитов; своевременный растет по займам, рисунок 1.5.

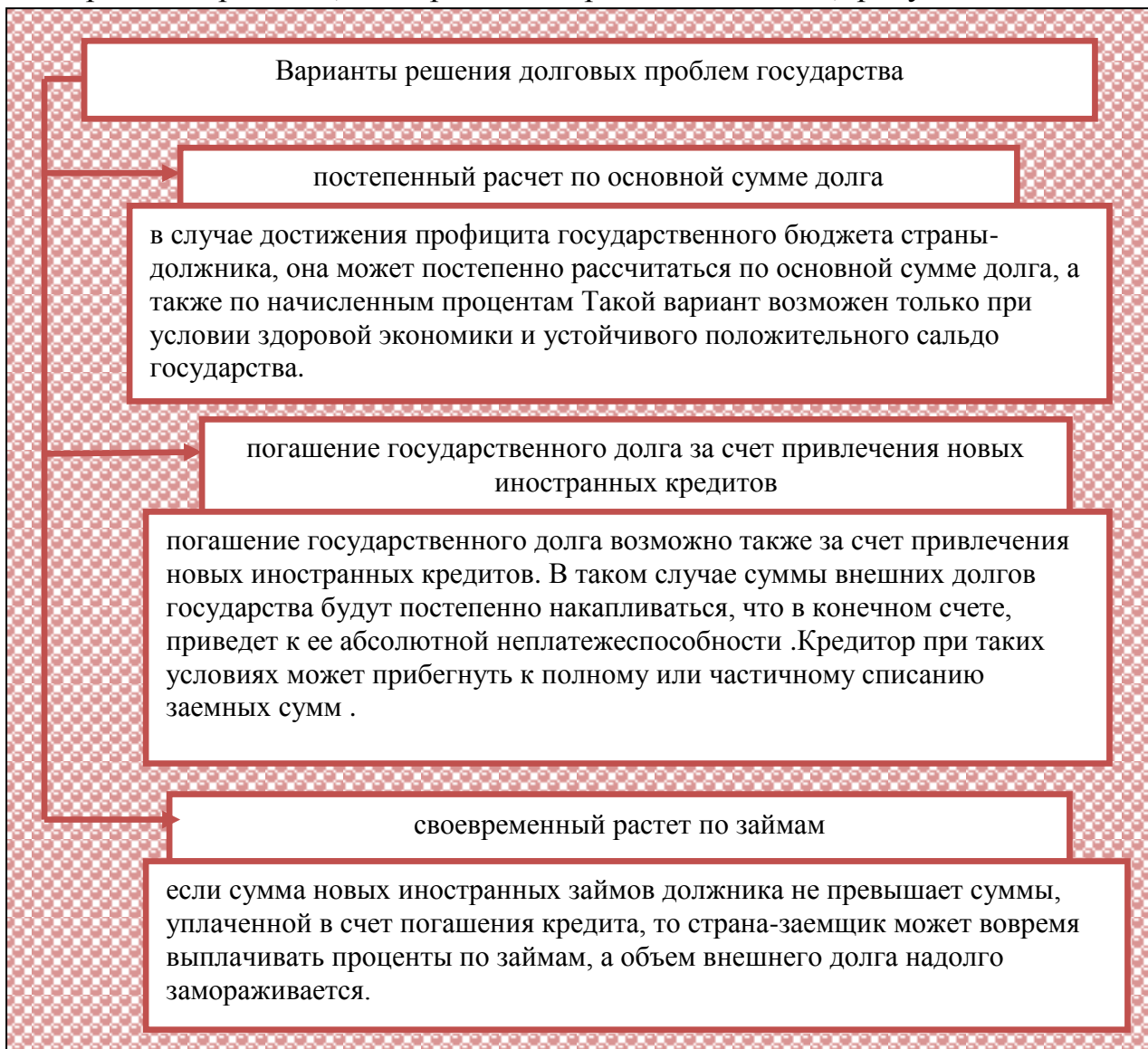


Рисунок 1.5. Варианты решения долговых проблем государства<sup>10</sup>

В целом система управления государственным долгом включает в себя: институциональную подсистему (инфраструктура); правовую подсистему; экономическое оперативное регулирование (подсистема регулирования параметров долга); технологии (торговая подсистема), рисунок 1.6.

<sup>10</sup> Составлено автором



Рисунок 1.6. Подсистемы в системе управления государственным долгом<sup>11</sup>

Таким образом, выше были рассмотрены мероприятия, методы и подсистемы по управлению государственным долгом. Управление государственным долгом осуществляется органами исполнительной власти, к ним относятся: Правительство РФ, Министерство финансов РФ, Внешэкономбанк, Центральный банк РФ, Министерство экономического

<sup>11</sup> Волынская О.А. Понятие долговой политики и критерии оценки ее эффективности. Аваль. Октябрь-декабрь. 4/2006г. с.117-119

развития и торговли РФ, Федеральная налоговая служба. Рассмотрим кратко функции органов государственного управления в осуществлении долговой политики государства РФ.

Полномочиями Правительства РФ в долговой политике государства являются: обеспечение проведения единой финансовой, кредитной и денежной политики; разработка Федерального бюджета и обеспечение его исполнения; разработка и реализация налоговой политики; регулирование рынка ценных бумаг; осуществление валютного регулирования и валютного контроля; проводит единую политику ценообразования, осуществляет руководство валютно-финансовой деятельностью.

Правительство РФ по соглашению с органами исполнительной власти субъектов Российской Федерации может передавать им осуществление части своих полномочий, если это не противоречит Конституции РФ и федеральным законам РФ. Правительство РФ осуществляет полномочия, переданные ему органами исполнительной власти субъектов РФ на основании соответствующих соглашений. Правительство РФ представляет Государственной Думе ежегодные отчеты о результатах своей деятельности, в том числе по вопросам, поставленным Государственной Думой.

Важнейшим органом, осуществляющим управление государственным долгом РФ, выступает Министерство финансов России. Основными задачами Министерства финансов РФ являются: совершенствование бюджетной системы РФ; управление государственным внутренним и внешним долгом; разработка и реализация единой политики в сфере развития финансовых рынков в РФ; разработка методологии составления бюджетов всех уровней и отчетов об их исполнении; осуществление в пределах своей компетенции государственного финансового контроля и другое.

Функциями Министерства финансов РФ являются: разработка проектов законов в области налогообложения, бюджетной системы; управление государственным долгом РФ и эмиссия государственных ценных бумаг от

имени РФ; разработка проекта закона о федеральном бюджете и организацию его исполнения, составление отчетности об исполнении федерального бюджета и консолидированного бюджета РФ; координация бюджетной и денежно-кредитной политики; ведение книги учета государственных долгов и регистрации эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных образований, разрабатывает программы государственных заимствований и их реализацию от имени РФ и др.

Внешэкономбанк выполняет функцию агента Правительства России по обслуживанию внешнего долга и внешнеэкономических операций РФ. Центральный банк осуществляет управление внутренним долгом. Целями деятельности Банка России являются: защита и обеспечение устойчивости рубля; развитие и укрепление банковской системы Российской Федерации; обеспечение стабильности и развитие национальной платежной системы. Основные функции центрального банка России предусмотрены ст. 4 ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»<sup>12</sup>, где в частности говорится, что Банк России разрабатывает и проводит единую государственную денежно-кредитную политику во взаимодействии с Правительством РФ; осуществляет эмиссию наличных денег и организует наличное денежное обращение; устанавливает правила осуществления расчетов в РФ, устанавливает правила проведения банковских операций; осуществляет эффективное управление золотовалютными резервами Банка России.

ЦБ РФ принимает решение о государственной регистрации кредитных организаций, выдает кредитным организациям лицензии на осуществление банковских операций, приостанавливает их действие и отзывает их; осуществляет надзор за деятельностью кредитных организаций и банковских групп; регистрирует эмиссию ценных бумаг кредитными организациями; осуществляет самостоятельно или по поручению Правительства РФ все виды

---

<sup>12</sup> ФЗ от 10 июля 2002 г. N 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (с измен. и доп.);

банковских операций и иных сделок, необходимых для выполнения функций Банка России; организует и осуществляет валютное регулирование и валютный контроль в соответствии с законодательством РФ; определяет порядок осуществления расчетов с международными организациями, иностранными государствами, а также с юридическими и физическими лицами; устанавливает правила бухгалтерского учета и отчетности для банковской системы РФ; устанавливает и публикует официальные курсы иностранных валют по отношению к рублю; принимает участие в разработке прогноза платежного баланса РФ и организует составление платежного баланса РФ.

К функциям Центрального банка России также относятся осуществление выплат по вкладам физических лиц в признанных банкротами банках, не участвующих в системе обязательного страхования вкладов физических лиц в банках Российской Федерации, в случаях и порядке, предусмотренном законодательством РФ. Кроме этого Банк России является депозитарием средств Международного валютного фонда в валюте Российской Федерации, осуществляет операции и сделки, предусмотренные статьями Соглашения Международного валютного фонда и договорами с Международным валютным фондом. Кроме выше перечисленных функции, ЦБ РФ может выполнять и другие функции в соответствии с федеральными законами России.

Министерство экономического развития и торговли РФ также осуществляет функции в реализации финансовой политики государства, в частности: принимает участие в подготовке предложений об общих направлениях финансовой, бюджетной, налоговой, денежно-кредитной, валютно-кредитной и таможенно-тарифной политики РФ.

ФНС РФ является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по контролю и надзору за соблюдением законодательства о налогах и сборах, за правильностью исчисления, полнотой и своевременностью внесения в соответствующий бюджет налогов и сборов, в случаях, предусмотренных законодательством РФ, за правильностью

исчисления, полнотой и своевременностью внесения в соответствующий бюджет иных обязательных платежей, а также за производством и оборотом этилового спирта, спиртосодержащей, алкогольной и табачной продукции и за соблюдением валютного законодательства РФ в пределах компетенции налоговых органов. Таким образом, Министерство РФ по налогам и сборам вырабатывает и осуществляет налоговую политику с целью обеспечения своевременного поступления в бюджеты всех уровней и государственные внебюджетные фонды налогов и других обязательных платежей в полном объеме.

Деятельность, выше перечисленных органов государственной власти по управлению государственным долгом, осуществляется на основании Конституции РФ<sup>13</sup>, федеральных законов РФ, актов Президента РФ и Правительства РФ, международными договорами РФ, нормативно-правовыми актами Министерства финансов РФ, Положениями Центрального банка РФ, Бюджетным кодексом РФ<sup>14</sup>, Налоговым кодексом РФ<sup>15</sup>, Таможенным кодексом РФ<sup>16</sup>, Таможенным кодексом ТС<sup>17</sup>, Гражданским кодексом РФ<sup>18</sup> и иными нормативно-правовыми актами РФ (Приложение 1).

Таким образом, долговая политика есть деятельность органов власти по управлению государственным долгом. Она формирует идеологию управления государственными заимствованиями, определяет стратегию и тактику

---

<sup>13</sup> Конституция РФ(Принята Всенародным голосованием 12.12.93 г.(с изм.);

<sup>14</sup> Бюджетный кодекс РФ от 31 июля 1998 года N 145-ФЗ( с изм. и доп.);

<sup>15</sup>Налоговый кодекс РФ(часть первая от 31 июля 1998 г. N 146-ФЗ

и часть вторая от 5 августа 2000 г. N 117-ФЗ) (с изм. и доп. от 28 декабря 2016 г.);

<sup>16</sup> Таможенный кодекс Российской Федерации от 28 мая 2003 г. N 61-ФЗ (ТК РФ)( с изм. и доп.)

<sup>17</sup> Таможенный кодекс Таможенного союза (ТК ТС) (приложение к Договору о Таможенном кодексе таможенного союза, принятому Решением Межгосударственного Совета Евразийского экономического сообщества от 27 ноября 2009 г. N 17)(с изм. и доп.).

<sup>18</sup> Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая от 30 ноября 1994 г. N 51-ФЗ, часть вторая от 26 января 1996 г. N 14-ФЗ, часть третья от 26 ноября 2001 г. N 146-ФЗ и часть четвертая от 18 декабря 2006 г. N 230-ФЗ),(с изм. и доп.)

управления государственным долгом и основные направления органов власти по их реализации. Содержание долговой политики включает широкий комплекс мероприятий: разработку концепции долговой политики, определение ее стратегических направлений, целей, главных задач; создание адекватного механизма реализации долговой политики; управление деятельностью государства по планированию заимствований, организации размещения займов, предоставлению государственных гарантий, поручительств; контроль за целевым использованием привлекаемых ресурсов, а также за своевременным погашением государственного долга. Эффективность системы управления государственным долгом, характеризуется целым рядом показателей. Для того, чтобы рассмотреть показатели эффективности долговой политики, перейдем к следующему параграфу исследования.

### 1.3 Показатели эффективности долговой политики государства

При анализе эффективности долговой политики на уровне субъекта Федерации рассматривается структура полного государственного долга, который состоит из прямого долга, включающего в себя обязательства по кредитам, ссудам и контрактам, а также поручительства и гарантии администрации по кредитам и ли ссудам, выданным нижестоящим бюджетам или организациям со связанными обязательствами. Долговая политика реализуется посредством управления государственными заимствованиями. Система критериев для оценки эффективности долговой политики представлена на рисунке представленном выше (рисунок 1.6)<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Волынская О. А. Понятие долговой политики и критерии оценки ее эффективности// Аваль. Октябрь-декабрь. 4/2006г. с.117-119

Проблема эффективности в наибольшей степени актуализируется при рассмотрении приростных характеристик госдолга и размеров платежей по его обслуживанию. В качестве базового показателя при определении эффективности долговой политики по аналогии с центральным уровнем управления логично было бы предложить использовать соотношение суммы накопленного субфедерального государственного долга и годовой величины валового регионального продукта (ВРП).

Рассмотрим показатели, характеризующие эффективность процесса заимствования.

Соотношение долг/доход (ВРП) определяет для территориальных властей возможность погашения платежей по обслуживанию госдолга за счет произведенного регионально го продукта данного года и в этом своем качестве отражает аспект общеэкономической ликвидности субъекта Федерации. Тем самым практическое значение обретают даже единичные (годовые) данные об этом соотношении. Куда более информативны те же показатели за ряд лет. Если увеличение госдолга систематически опережает темпы экономического роста, то возникает парадокс: новые государственные займы субъекта Федерации во все большей степени размещаются в целях рефинансирования старых долгов<sup>20</sup>.

Соотношение величина процентных платежей/доход (ВРП) и его динамика выступают одними из показателей степени эффективности заемного процесса в субъекте Федерации, так как минимизация стоимости обслуживания госдолга относительно ежегодного объема произведенного в регионе продукта или тенденция к такой минимизации на определенном отрезке времени служат критерием степени управляемости субнациональным долгом. Баланс текущего бюджета означает, что все вновь привлеченные средства направляются в инвестиции. Поэтому логично сопоставлять прирост

---

<sup>20</sup> Данков А.Д. Диагностика управления государственным долгом  
[[www.politlab.org/\\_reports/dept\\_](http://www.politlab.org/_reports/dept_)]

заимствований в течение рассматриваемого периода (например, финансового года) с объемом инвестиций сектора государственных финансов за тот же период. Реализация инфраструктурной функции госдолга на субфедеральном уровне предполагает расширение налогооблагаемой базы вследствие активизации хозяйственной деятельности на территории субъекта Федерации и прирост налоговых доходов регионального бюджета, а также прирост бюджетных доходов в целом в рассматриваемом финансовом году. Реализация социальной функции госдолга на субфедеральном уровне заключается в обеспечении населения бюджетными услугами социального назначения на постоянной основе, поэтому прирост заимствований в течение рассматриваемого периода времени (например, финансового года) целесообразно сопоставлять с бюджетным выходом (budget output).

Соотношение доходность/надежность субнациональных заимствований становится конкурентным преимуществом в борьбе за средства инвесторов. Управление реальной динамикой долговых обязательств предполагает контроль двух важнейших показателей – величины государственного долга и стоимости его обслуживания. В условиях экономического роста важны не абсолютные их размеры, а доля государственного долга в ВВП и соотношение реального процента и темпов экономического роста. Основная тяжесть долга состоит именно в необходимости ежегодно отчислять процентные платежи, возникающие в результате заимствования. При достижении определенного уровня платежей по обслуживанию государственного долга по отношению к ВРП субъект Федерации теряет возможность дальнейшего экономического роста<sup>21</sup>.

Вторая группа показателей используется в аналитической практике для того, чтобы отразить нагрузку на бюджет и хозяйство региона проводимой на

---

<sup>21</sup> Лыкова Л.Н., Крылова Н. Б., Чебанова А.Б. Долговая политика регионов: Российская практика и мировые тенденции. М.: Наука, 2003. с.27-28

его территории долговой политики. В этом случае наиболее уместно применение как раз традиционных показателей долговой нагрузки, так как соблюдается условие сравнимости уровней долгового бремени субъектов в рамках государства. К числу наиболее важных показателей, характеризующих уровень долговой нагрузки субъекта Федерации, относятся:

1) соотношение размеров накопленного (непогашенного) долга и чистых (реальных и финансовых) активов государственного сектора субъекта Федерации (отражает возможность полного погашения долговых обязательств в установленные сроки). Это соотношение обратно пропорционально коэффициенту платежеспособности: чем ниже его значение, тем выше платежеспособность регионального правительства;

2) величина накопленного (непогашенного) долга на душу населения (прямо пропорциональна степени зависимости настоящего и будущего социально-экономического развития региона от прошлой долговой политики);

3) показатель отношения сумм выплат по обслуживанию долга к доходной части регионального бюджета (характеризует обслуживание долга в данном финансовом году) обратно пропорционален коэффициенту ликвидности: чем ниже его значение, тем выше ликвидность долговых обязательств регионального правительства;

4) отношение суммы выплат по обслуживанию долга к величине налоговых поступлений в региональный бюджет (отражает уровень текущей долговой нагрузки на хозяйствующие субъекты и сектор домашних хозяйств в регионе);

5) соотношение процентных и непроцентных расходов бюджета субъекта Федерации (характеризует влияние обслуживания регионального долга на оказание всех других, в том числе и социальных, бюджетных услуг).

Дискуссионным остается вопрос о том, какие пороговые значения должны принимать предложенные показатели, чтобы долговая нагрузка на субъект не была признана чрезмерной, требующей корректировки заемных

стратегий территориальных властей. Этот вопрос может считаться открытым и в отношении всех других категорий государственного долга. Например, специалисты Всемирного банка, пользующиеся определенным набором коэффициентов для измерения платежеспособности, считают, что не может быть твердо установленных критических пороговых значений, превышение которых представляло бы угрозу для страны-заемщицы. Однако предложенный ими набор параметров все-таки позволяет разделить должников на страны с умеренным и высоким уровнем задолженности.

По аналогии, для классификации и группировки субъектов Федерации по степени долговой нагрузки целесообразно пользоваться интервальными значениями пяти выше указанных показателей.

Многие из предложенных долговых индикаторов тесно связаны или даже входят в число показателей, традиционно применяемых при формировании региональных кредитных рейтингов.

Важное значение для оценки эффективности управления субфедеральными заимствованиями имеет финансовая репутация региона-заемщика. На финансовом рынке она выражается в рейтинге, присваиваемом специальными агентами согласно международным правилам. Кредитный рейтинг региона существенно влияет на долговую емкость и, следовательно, на доступность кредитов и возможные объемы заемных ресурсов для органов управления территорией.

Долговая емкость (профиль заемной мощности) бюджета определяется как превышение доходов бюджета субъекта РФ (муниципального образования) над его текущими расходами без учета расходов на обслуживание существующих долговых обязательств в каждом периоде выбранного интервала времени. Этот интервал не может быть короче длительности перспективного финансового плана, а период – превосходить финансовый год.

Фактически долговая емкость бюджета определяет предельные объемы погашения и обслуживания долговых обязательств, которые можно

осуществлять за счет доходов бюджета. Долговая емкость бюджета определяется в рамках системы бюджетного планирования.

Границы долговой емкости финансовых рынков для органов субнационального управления могут быть расширены в известных пределах за счет манипулирования ими ценой предложения (доходностью) своих долговых инструментов. Однако увеличение объемов заимствований под более высокий процент имеет экономический смысл только в том случае, если эффективность конкретных инвестиций (под которые привлекаются средства) в рамках государственного сектора региона (как инвестиций производственного характера, так и инвестиций в человеческий капитал и будущие поколения) окажется выше, чем эффективность инвестиций в другие финансовые инструменты или средняя рентабельность проектов в реальном секторе экономики. Долговая емкость финансовых рынков для администрации субъекта Федерации должна изменяться в диапазоне, удовлетворяющем спрос на инвестиции производственного и социального назначения через заемное финансирование, но не ограничивающем конкурентоспособность других, нежели субфедеральные ценные бумаги, долговых инструментов.

Для оценки качества долговой политики субъекта Федерации могут быть рассчитаны следующие индикативные показатели<sup>22</sup> :

- отношение прямого и полного долга к собственным доходам населения. Этот показатель позволяет оценить резервы региона (города) по обслуживанию долга и сравнивать между собой субъекты РФ и муниципальные образования с различной социально -экономической ситуацией;

- соотношение объема краткосрочной и долгосрочной задолженности. Значительное превышение объема краткосрочной задолженности над долгосрочной негативно влияет на кредитоспособность местной

---

<sup>22</sup> Временные методические рекомендации по управлению государственным и муниципальным долгом для субъектов Российской Федерации и муниципальных образований . [Электронный ресурс]. [Режим доступа: <http://www1.minfin.ru/fvr/metod/vr/metod.doc>].

администрации, поскольку свидетельствует о нерациональной долговой политике и отсутствии инвестиционных заимствований;

- доля долговых обязательств, номинированных в иностранной валюте , в структуре долговых обязательств. В условиях высокого валютного риска большая доля долговых обязательств, номинированных в иностранной валюте, значительно повышает вероятность невыполнения администрацией своих обязательств, поскольку бюджеты имеют рублевые источники доходов;

- доля основных составляющих прямого долга в его структуре позволяет оценить приоритеты долговой политики администрации. Считается, что размер и качество долговой нагрузки на бюджет во многом характеризует кредитоспособность администрации, поскольку определяет объем средств, которые должны быть направлены администрацией для своевременного выполнения своих долговых обязательств в полном объеме;

- доля выплат по кратко срочным обязательствам в структуре долговой нагрузки. Большие значения свидетельствуют о недостаточности бюджетных средств для выполнения собственных обязательств и, как следствие, о чрезмерном количестве кредитов на покрытие кассовых разрывов;

- доля выплат по долгосрочным обязательствам в структуре долговой нагрузки показывает долговую нагрузку администрации по инвестиционным заимствованиям;

- доля обслуживания долговых обязательств в структуре долговой нагрузки характеризует выгодность условий заимствования и размер дополнительной нагрузки на бюджет в результате использования заемных средств;

- отношение выплат по полному долгу к поступлениям в денежной форме за вычетом обязательных расходов в денежной форме позволяет оценить техническую способность администрации выполнять обязательства по собственным долгам после осуществления текущих обязательных денежных расходов. Значение больше нуля означает, что у администрации недостаточно

средств для погашения долгов в текущем году и они могут быть погашены только за счет перекредитования, что заметно повышает кредитный риск.

Оценка эффективности долговой политики может быть существенно ограничена в силу недостаточности имеющейся информации или нехватки специалистов, работающих в этой области. Подобные ограничения часто не позволяют получить данные о субфедеральном государственно м долге незамедлительно и в оптимальном виде, по этому во многих случаях получение адекватной системы данных может быть достигнуто лишь за счет паллиативных решений и с некоторым запаздыванием<sup>23</sup>.

Таким образом, в первой главе работы была рассмотрена сущность долговой политики государства, ее цели и задачи, а также методы управления ею. Кроме этого, была дана краткая характеристика органов государственной власти и их функции по части управления государственным долгом. Эффективность долговой политики характеризует целая система показателей, однако, для того, чтобы дать оценку существующей системы управления государственным долгом на примере Российской Федерации, необходимо перейти к следующей главе исследования.

---

<sup>23</sup> Волинская О. А. Понятие долговой политики и критерии оценки ее эффективности// Аваль. Октябрь-декабрь. 4/2006г. с.117-119

## Глава 2 Анализ результативности долговой политики государства РФ

### 2.1 Оценка макроэкономических показателей России

Проведем анализ макроэкономических показателей России и показателей государственных финансов на основании статистической отчетности Росстата<sup>24</sup>. По имеющимся данным с 2000-2015 г.г. численность населения России существенно не изменилась и составила 146,5 млн. чел. Самые минимальные показатели численности населения составляли в 2010г. -142,9 млн. чел. и в 2011 г.- 143 млн. чел., рисунок 2.1.

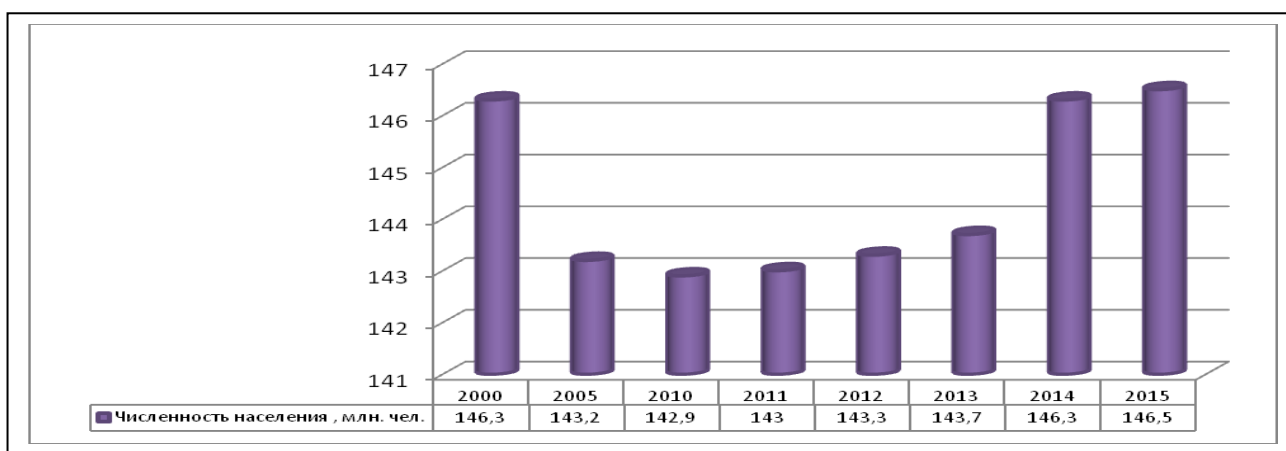


Рисунок 2.1.Динамика численности населения России с 2000-2015 г.г. (по данным на конец года)<sup>25</sup>

Естественный прирост населения в России имеет положительную динамику с 2013 г. и составляет 24 тыс. чел., в 2014-2015 г.г. этот показатель был куда выше и составил 30,3 тыс. чел. и 32 тыс. чел. соответственно, рисунок 2.2. Миграционный прирост населения ежегодно растет, небольшой прирост наблюдался в 2005-2010 г.г., однако начиная с 2011 г. миграционный прирост составлял более 300 тыс. человек, хотя к 2015 г. этот показатель замедлил свой рост и на конец анализируемого периода миграционный прирост составил 245,4 тыс. человек, рисунок 2.2.

<sup>24</sup> Россия в цифрах. Статистический сборник. 2016 г.[Электронная версия][Ресурс:<http://gks.ru>]

<sup>25</sup> Составлено автором на основании источника: Россия в цифрах. Статистический сборник. 2016 г.

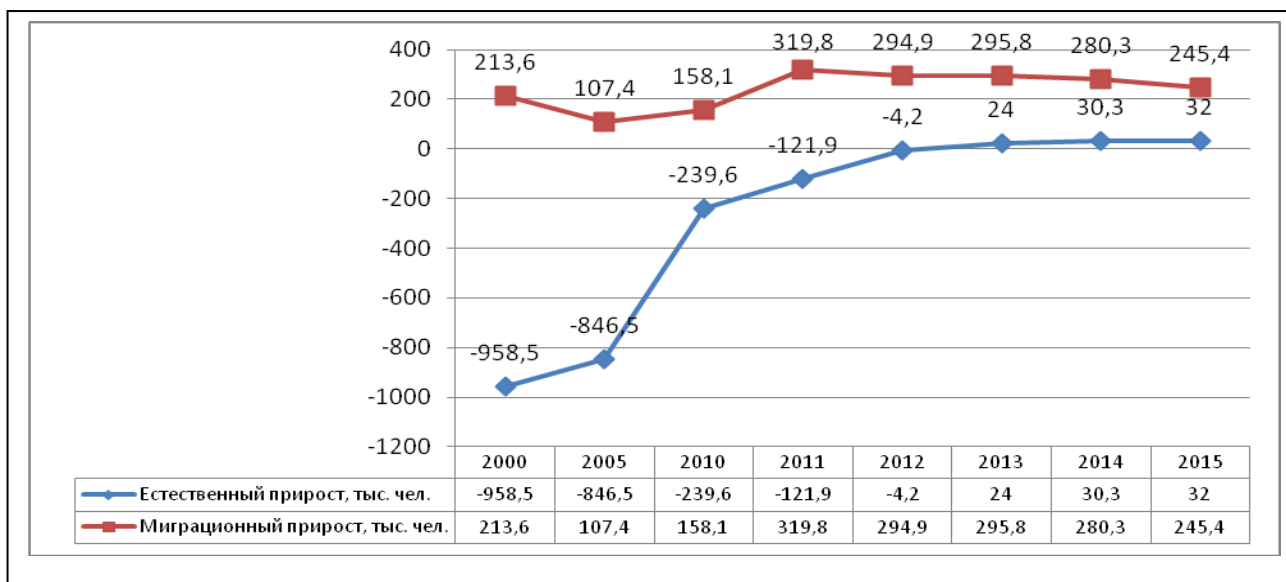


Рисунок 2.2. Динамика естественного и миграционного прироста населения России с 2000-2015 г.г. (на конец года)<sup>26</sup>

Положительной выглядит динамика среднегодовой численности занятых, которая к 2015 г. составила 68495тыс. человек, а это на 6,16% выше показателя начала анализируемого периода и на 1,01% превышает показатель предыдущего года, рисунок 2.3.



Рисунок 2.3. Динамика среднегодовой численности занятых и безработных в России с 2000-2015 г.г. (по данным на конец года)<sup>27</sup>

Динамика численности безработных показывает снижение по сравнению с данным на 2000 г., однако начиная с 2012 г. численность безработных

<sup>26</sup> Составлено автором на основании источника: Россия в цифрах. Стат. сборник. 2016 г.

<sup>27</sup> Там же

ежегодно увеличивается и в 2015 г. их число составило 4264 тыс. человек, а это на 3,22% выше показателя 2012г. и на 9,64% превышает значения предыдущего года.

Численность зарегистрированных безработных в государственных учреждениях службы занятости за анализируемый период существенно не изменилась, однако начиная с 2005 г. желающих зарегистрироваться, как безработные становится с каждым годом меньше и в 2015 г. этот показатель составил 1001 тыс. человек, рисунок 2.3.

Не менее важными показателями макроэкономическими показателями являются и оценка доходов и расходов населения, которые за анализируемый период показали рост более, чем в десять раз. Однако, темпы роста доходов населения замедлились к 2015 г. и по отношению к предыдущему периоду прирост доходов составил 8,85%; в стоимостном выражении доходы населения составили 30225 тыс. руб., тогда как в 2012 г. темпы прироста доходов составляли 11,75% и среднедушевой доход населения составил 23221 тыс. руб., рисунок 2.4.

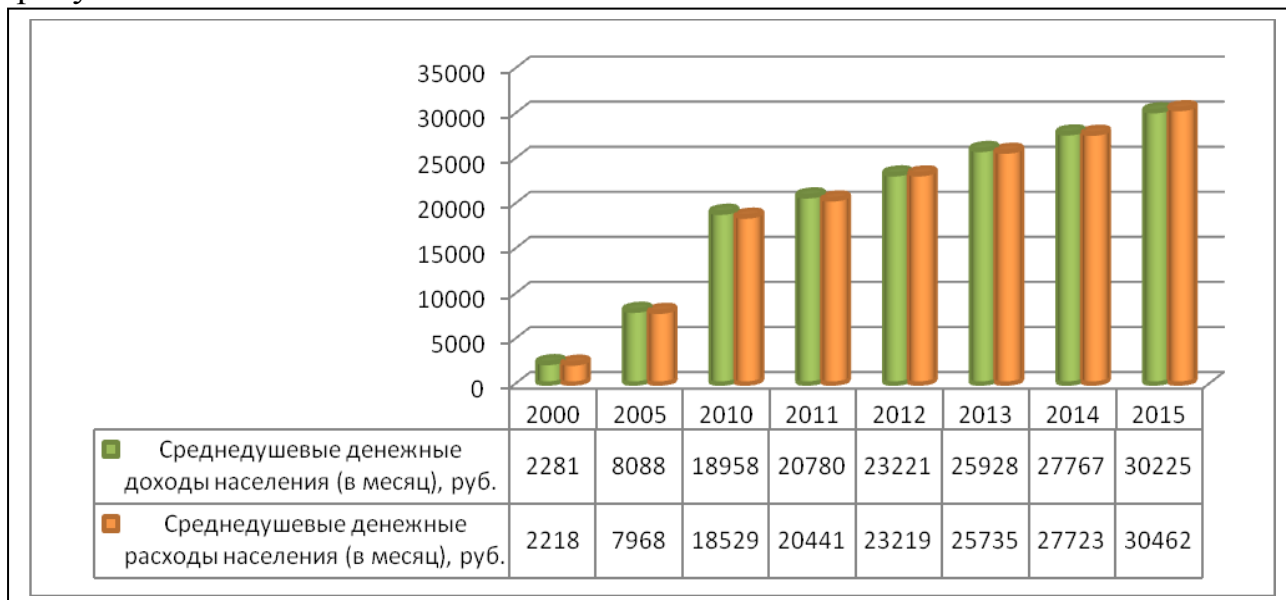


Рисунок 2.4. Динамика среднедушевых доходов и расходов населения России с 2000-2015г.г. (по данным на конец года)<sup>28</sup>

<sup>28</sup> Составлено автором на основании источника: Россия в цифрах. Стат. сборник. 2016 г.

Темпы роста расходов населения существенно выше доходов и в 2015 г. прирост расходов составил 9,87% к уровню прошлого года, еще больший прирост расходов был достигнут в 2012 и 2013 г.г., рисунок 2.4.

Растут не только доходы и расходы населения, но и валовый внутренний продукт, который за последние 15 лет увеличился более, чем в 10 раз и составил 80804 трлн. руб., а это почти в два раза превышает значения 2010 г. и на 3,67% выше показателя предыдущего года, рисунок 2.5.

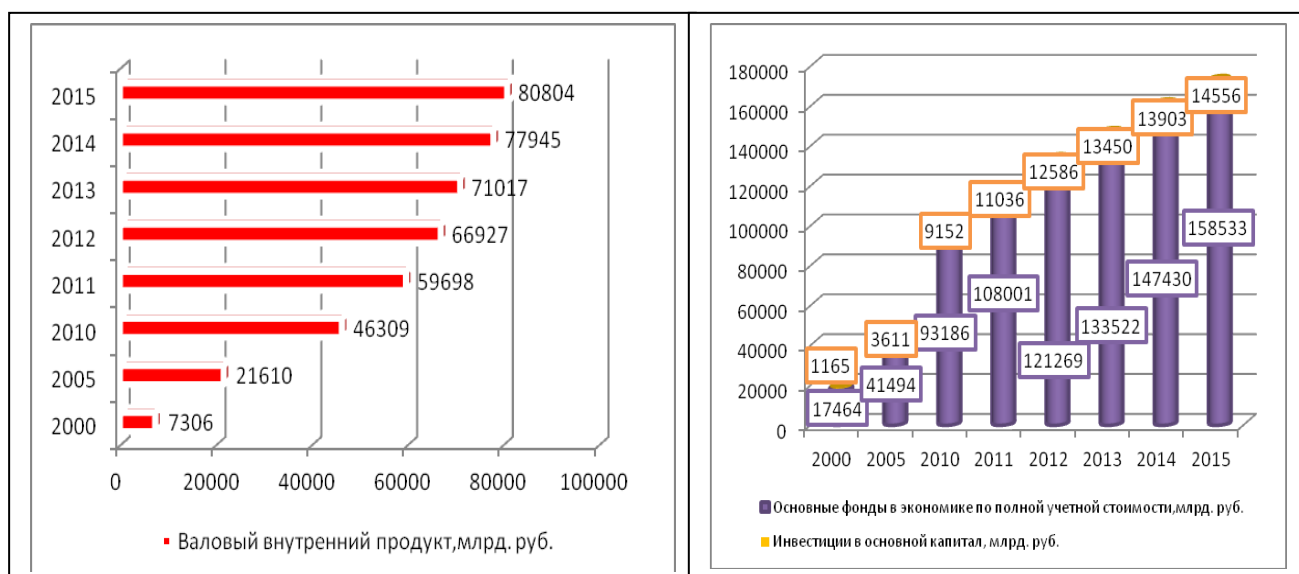


Рисунок 2.5. Динамика ВВП, основных фондов и инвестиций в основной капитал России с 2000-2015г.г.(по данным на конец года)<sup>29</sup>

Растут и другие показатели, в частности, стоимость основных фондов и инвестиций в основной капитал за последний год возросли на 7,53% и на 4,69% соответственно и стоимость основных средств в 2015 г. составила 15853 3млрд. руб., объем инвестиций составил 14556 млрд. руб. По отношению к уровню 2000 г. данные показатели увеличились более, чем в десять раз, рисунок 2.5.

Не плохо чувствует себя и рынок товаров и услуг, по имеющимся данным, наблюдается ежегодный рост. В частности в 2015 г. объемы розничной торговли составили 27538 млрд. руб., а это на 4,48% выше показателя предыдущего года и 16,26% превышает значения 2013 г. По отношению к

<sup>29</sup> Составлено автором на основании источника: Россия в цифрах. Стат. сборник. 2016 г.

началу анализируемого периода рост составил более, чем в десять раз, рисунок 2.6. Платные услуги населению ежегодно растут в пределах на 5,5-15,0%, при этом заметим, что к концу анализируемого периода наблюдается снижение темпов роста этого показателя и в 2015 г. прирост составил 5,5%, в стоимостном выражении было реализовано услуг на сумму 7882 млрд. руб., рисунок 2.6.

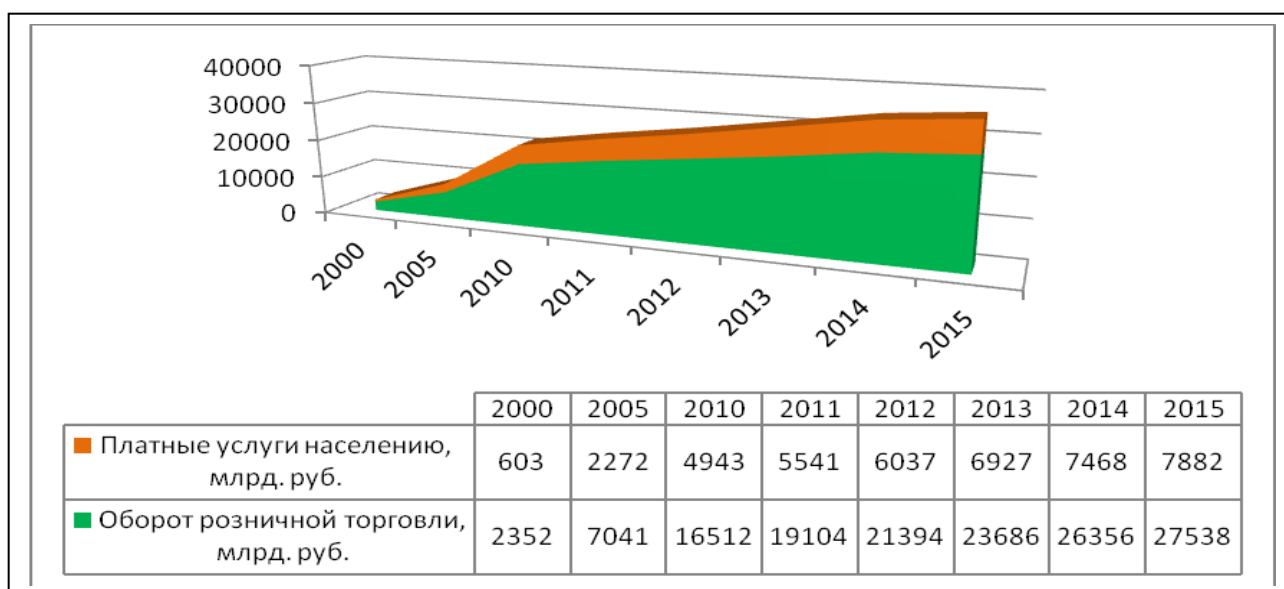


Рисунок 2.6. Динамика объема розничной торговли и платных услуг населению в России с 2000-2015 г.г. (по данным на конец года)<sup>30</sup>

Снижение темпов роста объема розничной торговли и оказания услуг может объясняться рядом факторов, в том числе и снижением потребительского спроса, вызванного ростом цен, которые за последние три года показывают существенный прирост по сравнению с данным на начало анализируемого периода. В частности, индекс потребительских цен в 2014-2015 г.г. составил 11,4% и 12,9% соответственно к уровню прошлого года, тогда как с 2011-2013г.г. рост цен составлял чуть более 6% ежегодно, рисунок 2.7. Однако, индекс цен производителей промышленных товаров имеет не такие высокие темпы роста и в 2014-2015 г.г. составил 105,9% и 110,7% соответственно к уровню прошлого года. Хотя эти показатели не являются

<sup>30</sup> Составлено автором на основании источника: Россия в цифрах. Стат. сборник. 2016 г.

лучшими за весь анализируемый период, самыми низкими темпами роста цен производителей промышленных товаров были установлены в 2012-2013 г.г. и составили 105,1% и 103,7% соответственно. По сравнению с данными на начало анализируемого периода, темпы роста цен производителей заметно снизились, рисунок 2.7.

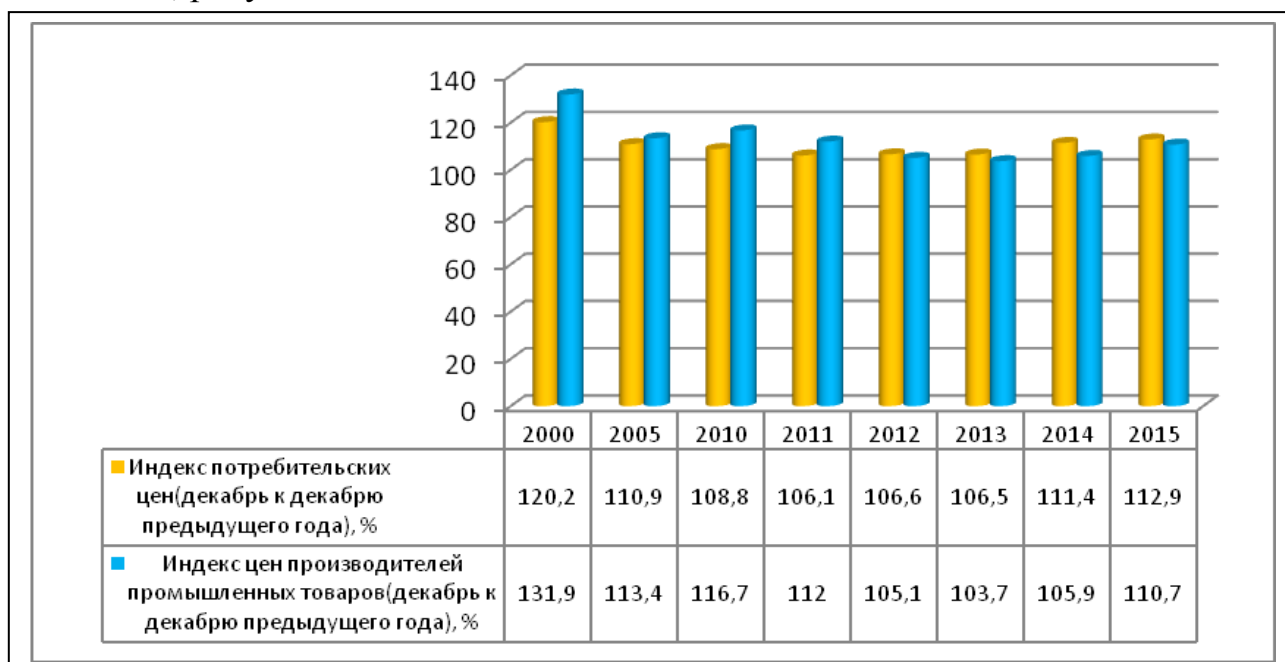


Рисунок 2.7. Динамика индекса потребительских цен и цен производителей промышленных товаров в России с 2000-2015 г.г. (по данным на конец года)<sup>31</sup>

Не привлекательной является и динамика внешнеторгового оборота, который к 2015 г. снизился на 33,68% к уровню прошлого года, в таких же пределах замечено снижение к уровню 2011-2013 г.г.; более, чем на 16% произошло снижение по сравнению с данными на 2010 г., рисунок 2.8. Снижение внешнеторгового оборота произошло как за счет снижения экспорта, так и импорта, которые на конец анализируемого периода составили 340,3 млрд. долл. США и 194,1 млрд. долл. США соответственно. При этом, снижение экспорта и импорта наблюдается начиная с 2011 г., по сравнению с этим периодом снижение экспорта произошло на 33,97%, импорт снизился на 39,07%, рисунок 2.8.

<sup>31</sup> Составлено автором на основании источника: Россия в цифрах. Стат. сборник. 2016 г.

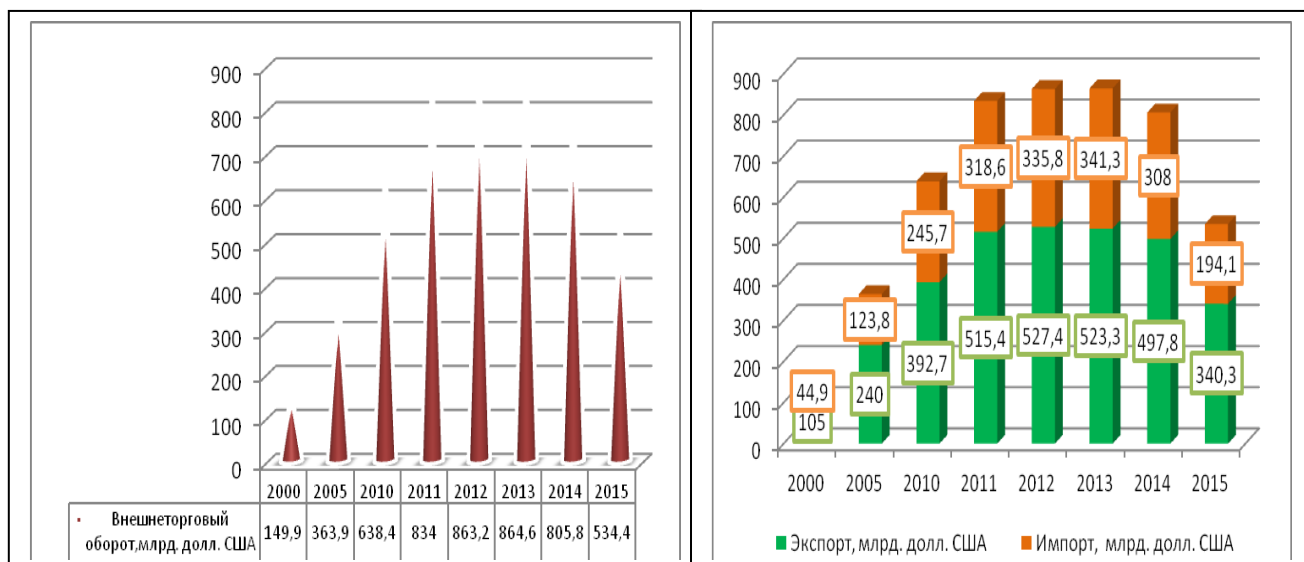


Рисунок 2.8. Динамика внешнеторгового оборота, экспорта и импорта в РФ с 2000-2015 г.г. (по данным на конец года)<sup>32</sup>

Следует отметить, что объемы внешней и внутренней торговли, а также доходы населения и уровень платежеспособности, существенно влияют на поступления в бюджет РФ. В связи с этим, проведем анализ показателей государственных финансов по данным Федеральной службы статистики РФ. Данные расходов и доходов консолидированного бюджета РФ имеют положительную направленность и на конец анализируемого периода составили 26922млрд. руб. и 29741,5 млрд. руб. соответственно, рисунок 2.9.

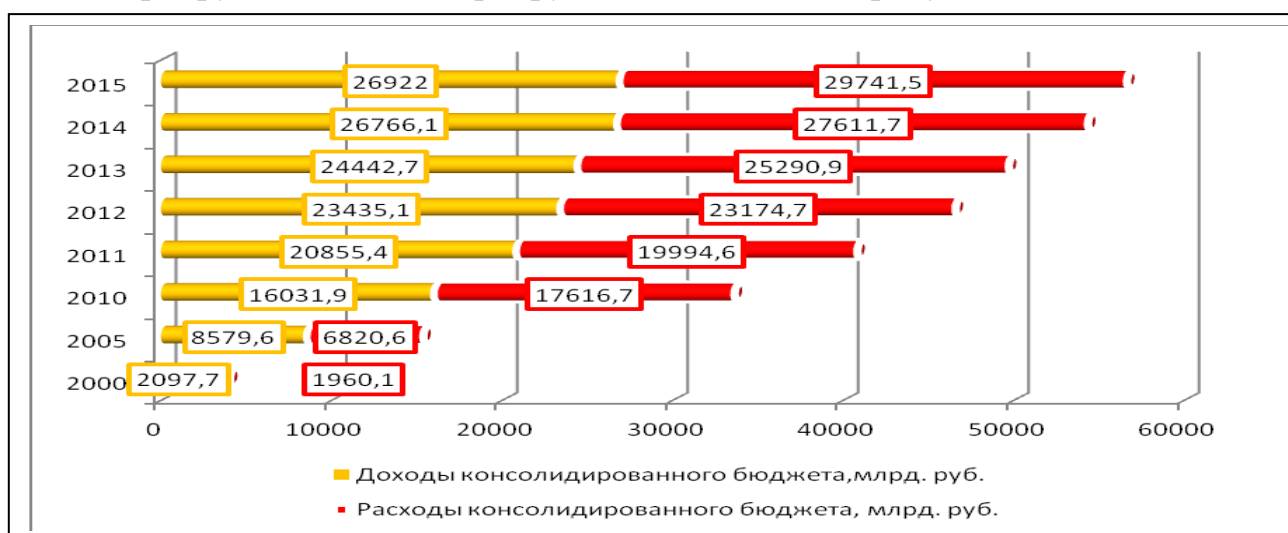


Рисунок 2.9. Динамика доходов и расходов консолидированного бюджета РФ с 2000-2015 г.г.<sup>33</sup>

<sup>32</sup> Составлено автором на основании источника: Россия в цифрах. Стат. сборник. 2016 г.

Несмотря на это, темпы роста расходов консолидированного бюджета превышают темпы роста доходов, и в процентах к валовому внутреннему продукту доходы составили 33,3%, расходы- 36,8%. при этом, замечен ежегодный рост этих показателей. В частности, по сравнению с 2000г. доходы консолидированного бюджета к уровню ВВП выросли на 4,6%, расходы консолидированного бюджета к уровню ВВП дали прирост на уровне 10,0%, рисунок 2.10.

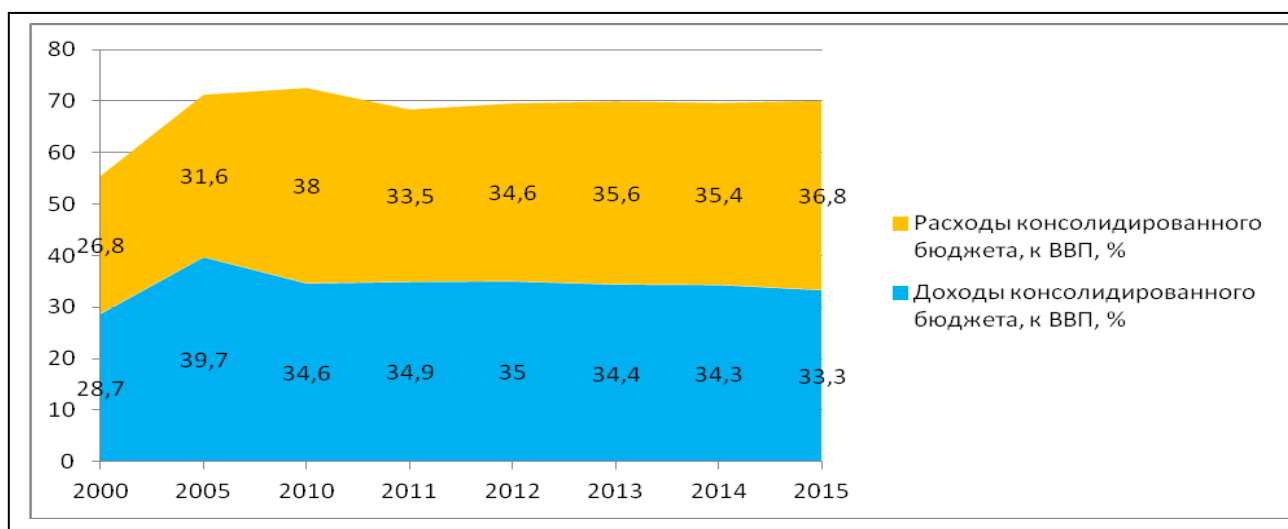


Рисунок 2.10. Динамика доходов и расходов консолидированного бюджета РФ в процентах к ВВП с 2000-2015 г.г.<sup>34</sup>

В связи с тем, что темпы роста доходов существенного ниже расходов консолидированного бюджета, наблюдается и рост показателя дефицита консолидированного бюджета, который в 2014-2015 г.г. составил -845,6млрд. руб. и -2819,5млрд. руб.

В процентах к валовому внутреннему продукту дефицит консолидированного бюджета снизился до минус 3,5%, рисунок 2.11. Важно отметить, что дефицит консолидированного бюджета в 2015 г. имеет самый большой минус, на протяжении всего анализируемого периода. Снижается не только темпы роста доходной части бюджета, но и международные резервы РФ

<sup>33</sup> Составлено автором на основании источника: Россия в цифрах. Стат. сборник. 2016 г.

<sup>34</sup> Там же

(включая золото), которые в 2015 г. составили 368,4 млрд. долл. США, а это на 17,1 млрд. долл. США ниже показателя предыдущего года и на 111 млрд. долл. США ниже показателя 2005 г.

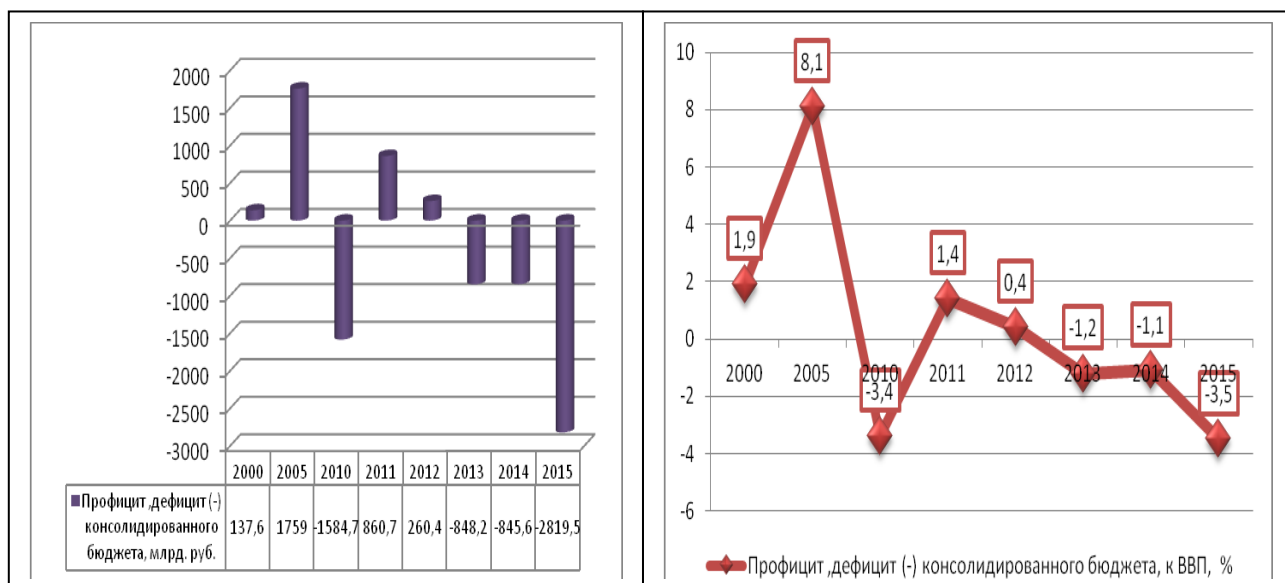


Рисунок 2.11. Динамика профицита (дефицита(-)) консолидированного бюджета РФ с 2000-2015 г.г.<sup>35</sup>

При этом, начиная с 2005 по 2012 гг. международные резервы демонстрировали положительную динамику, а с 2012 г. наблюдается ежегодное снижение этого показателя, рисунок 2.12.



Рисунок 2.12. Динамика Международных резервов РФ, включая золото(по данным на конец года), с 2000-2015г.г.<sup>36</sup>

<sup>35</sup> Составлено автором на основании источника: Россия в цифрах. Стат. сборник. 2016 г.

Однако, этого нельзя сказать о динамике объема средств Фонда национального благосостояния и резервного фонда, которые начиная с 2010 г. демонстрируют уверенный рост. В частности, Объем фонда национального благосостояния в 2015 г. составил 4388,1 млрд. руб. (по данным на начало года), а это на 58,47% превышает показатель начала анализируемого периода. Еще больший рост сформировался по резервному фонду, который увеличился в объеме на 170,17% и составил на конец анализируемого периода 4945,5 млрд. руб. (по данным на начало года), рисунок 2.13.

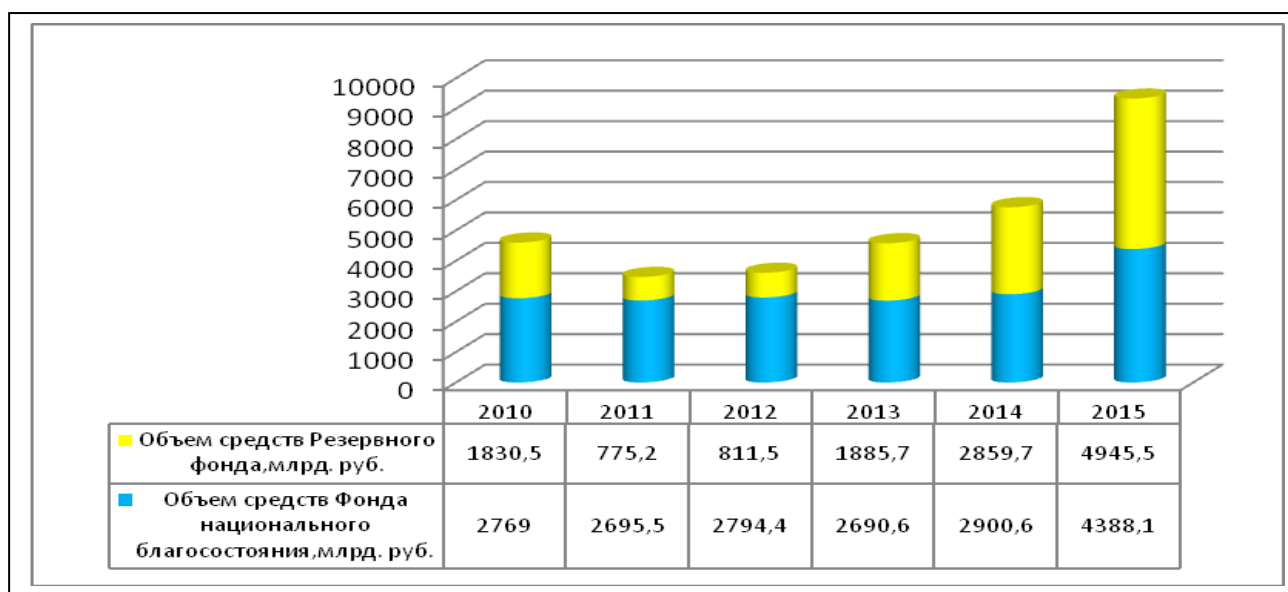


Рисунок 2.13. Динамика объема средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния РФ с 2010-2015 г.г. (по данным на начало года)<sup>37</sup>

Таким образом, представленный анализ макроэкономических показателей и государственных финансов РФ показал, что в течении ряда лет, в РФ наблюдается рост численности населения, однако по отношению к показателям 2000 г. численность населения России осталась без существенных изменений и составила в 2015 г. 146,5 млн. чел. Рост численности за 2005-2015 г.г. произошел в основном за счет миграционного прироста, естественный прирост

<sup>36</sup> Составлено автором на основании источника: Россия в цифрах. Стат. сборник. 2016 г.

<sup>37</sup> Там же

населения незначителен, а с 2000-2012 г.г. показатели естественного прироста имели и вовсе отрицательные значения.

Среднегодовая численность занятых, ежегодно растет, хотя темпы роста этого показателя незначительны. В краткосрочном периоде с 2012 по 2015 г.г. положительной является и динамика численности безработных, хотя по сравнению с данными на начало анализируемого периода число безработных в России снизилось. Среднедушевые доходы и расходы населения ежегодно растут, однако темпы роста этих показателей к концу анализируемого периода замедлились.

Валовый внутренний продукт увеличился за последние 15 лет, более, чем в десять раз и почти в два раза произошел рост к уровню 2010 г. Наблюдается рост стоимости основных фондов и инвестиций в основной капитал России, растут показатели розничной торговли и сферы услуг. Не стоит на месте и динамика потребительских цен, а к 2014-2015 г.г. рост ускорился и индексы цен составили более 10%, чуть меньший рост цен наблюдается у производителей промышленных товаров.

Внешнеторговый оборот РФ имел не плохие настроения до 2012 г. и показывал ежегодный рост, однако с 2012 г. наблюдается снижение этого показателя. При этом, снижение произошло как за счет экспорта, так и импорта товаров.

Снижение объемов внешней и внутренней торговли, замедление темпов роста доходов населения, оказывают существенное влияние на доходную часть бюджета государства, при этом, дефицит бюджета к 2015 г существенно увеличил свой минус. Не исключением является и Международные резервы РФ, которые с 2012 г. нацелены на снижение. Однако, этого нельзя сказать о Резервном фонде и Фонде национального благосостояния, которые не плохо чувствуют себя на протяжении анализируемого периода, и увеличивают свои показатели ежегодно. Следует отметить, что снижение темпов роста доходной части бюджета и рост темпов расходной части бюджета увеличивают его

дефицит, это может быть связано с множеством факторов, в том числе и с неэффективностью расходования средств, невыполнения планов, неэффективной долговой политикой государства и других причин. Для того, чтобы более подробно рассмотреть характеристику основных направлений долговой политики государства РФ и анализ ее результатов, перейдем к следующему параграфу исследования.

## 2.2 Характеристика основных направлений государственной долговой политики РФ до 2016г.

Основные направления государственной долговой политики РФ на период с 2013-2015 г.г. предусмотрены Программой «Основные направления государственной долговой политики РФ на 2013-2015 г.г.». Данной программой предусматривалось, что долговая политика в 2013-2015 гг. будет направлена на обеспечение финансирования дефицита федерального бюджета путем привлечения ресурсов на российском и международном рынках капитала на благоприятных условиях, обеспечение оптимального соотношения дюрации и доходности суверенных долговых обязательств, поддержание высокого уровня кредитных рейтингов страны, формирование адекватных ориентиров по уровню кредитного риска для российских корпоративных заемщиков. Одновременно планировалось решить задачу по совершенствованию системы мониторинга внешних заимствований корпоративного сектора и механизма предоставления государственных гарантий.

Следует отметить, что реализацию долговой политики РФ на период с 2013 - 2015 гг. планировалось осуществлять в соответствии со следующими целями: поддержание умеренной долговой нагрузки, поддержание высокого уровня кредитных рейтингов России, совершенствование сложившейся системы управления государственным долгом и др., рисунок 2.14.

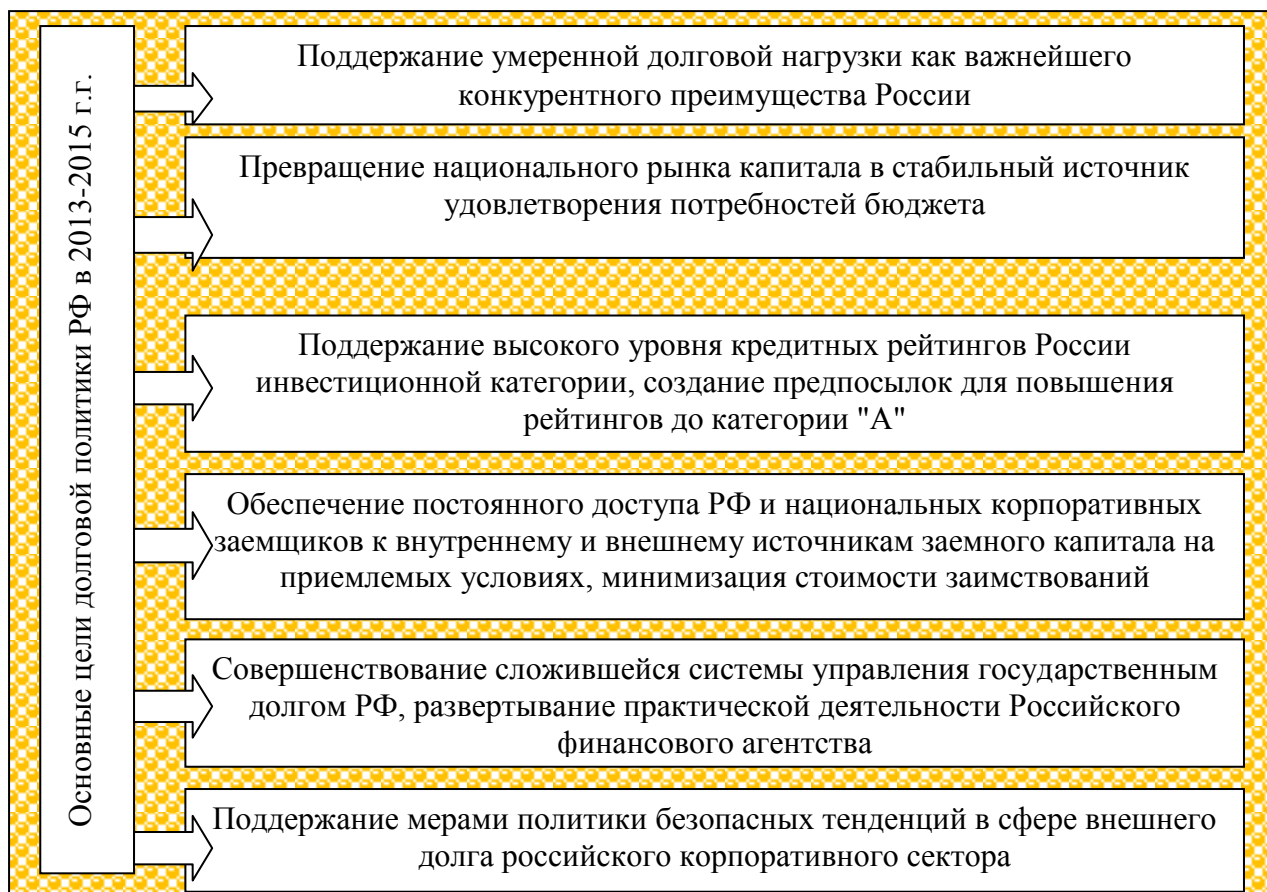


Рисунок 2.14. Основные цели долговой политики РФ на период с 2013-2015 г.г.<sup>38</sup>

Кроме этого, для достижения указанных целей совершенствования долговой политики РФ на период с 2013-2015 г.г., были поставлены основные задачи: улучшение качества долга, усиление привлекательности российских долговых бумаг, содействие достижению инвестиционного кредитного рейтинга, прогнозирование и избежание рисков, связанных со структурой долга, совершенствование учета и мониторинга государственного долга, рисунок 2.15.

При этом, основными факторами, определяющие характер и направления долговой политики Российской Федерации на 2013 - 2015 гг. были следующие:

Фактор 1. Макроэкономические условия реализации долговой политики;

Фактор 2. Введение бюджетного правила;

<sup>38</sup> Составлено автором на основании источника: Основные направления государственной долговой политики РФ на 2013-2015 г.г.

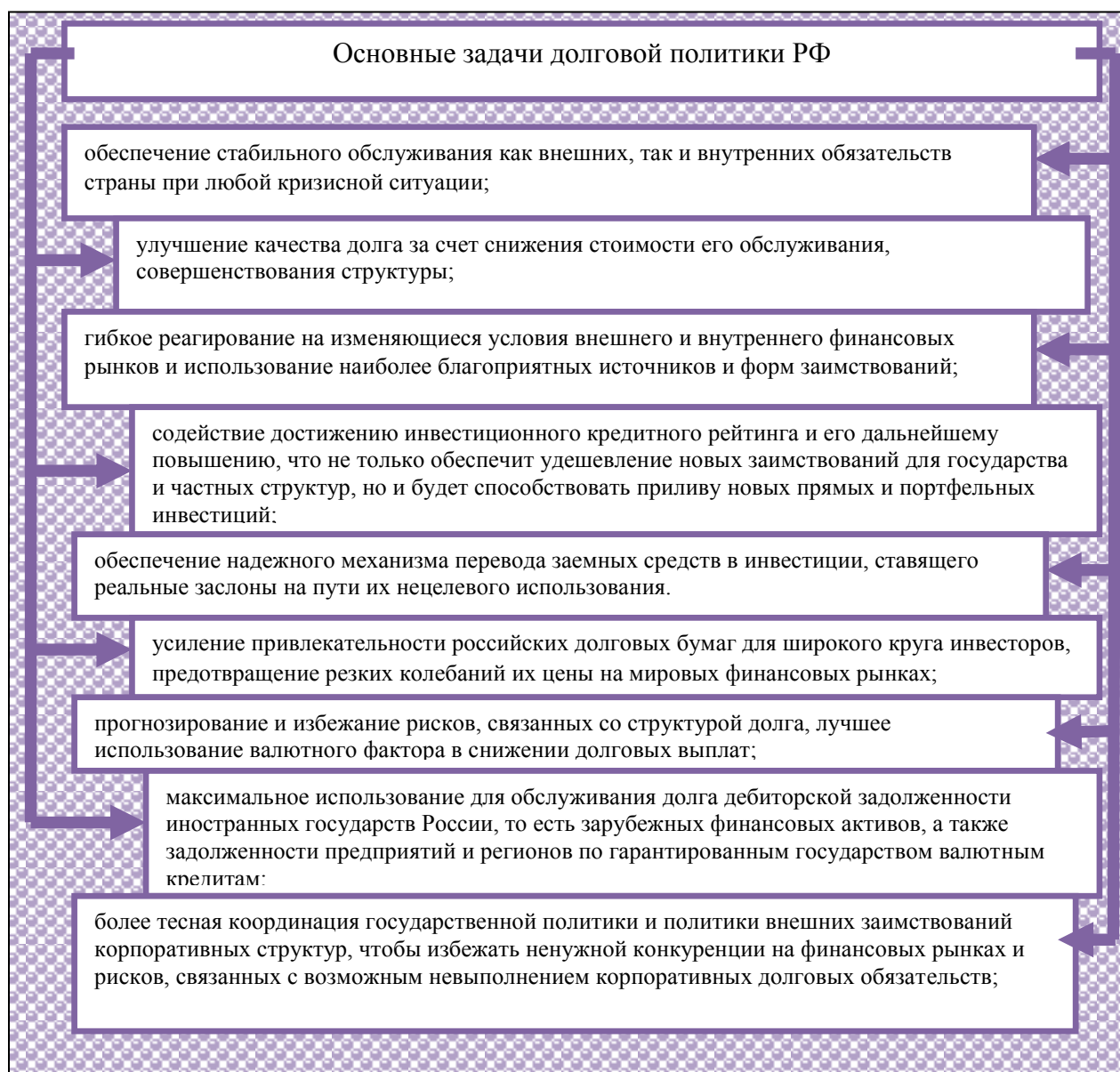


Рисунок 2.15. Основные задачи долговой политики РФ на период с 2013-2015 г.г.<sup>39</sup>

Фактор 3. Низкий уровень государственного долга;

Фактор 4. Состояние внутреннего рынка капитала;

Фактор 5. Государственные гарантии Российской Федерации;

Фактор 6. Сохранение потребности в привлечении зарубежного заемного капитала со стороны корпоративного сектора, рисунок 2.16.

<sup>39</sup> Составлено автором на основании источника: Основные направления государственной долговой политики РФ на 2013-2015 г.г.

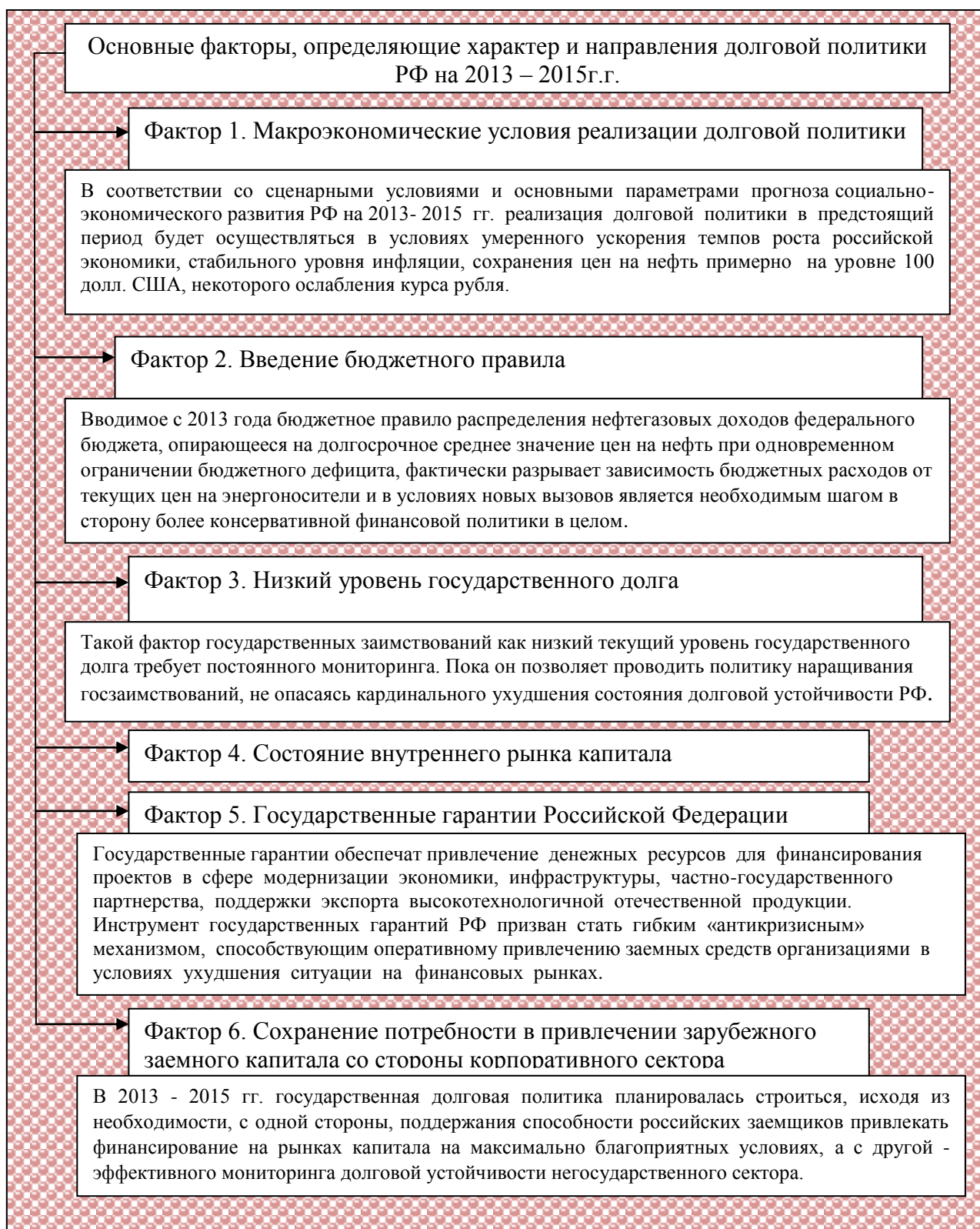


Рисунок 2.16. Основные факторы, определяющие характер и направления долговой политики Российской Федерации на 2013 – 2015г.г.<sup>40</sup>

<sup>40</sup> Составлено автором на основании источника: Основные направления государственной долговой политики РФ на 2013-2015 г.г.

Рассмотрим подробнее основные факторы, определяющие характер и направления долговой политики Российской Федерации на 2013 - 2015 гг.

Фактор 1. Макроэкономические условия реализации долговой политики:

В соответствии со сценарными условиями и основными параметрами прогноза социально-экономического развития РФ на 2013- 2015 гг. реализацию долговой политики в этот период планировалось осуществить в условиях умеренного ускорения темпов роста российской экономики, стабильного уровня инфляции, сохранения цен на нефть примерно на уровне 100 долл. США, некоторого ослабления курса рубля.

Неустойчивый характер восстановления мировой экономики, а также нестабильное состояние государственных финансов ряда зарубежных стран, прежде всего, государств Европы, создают серьезные риски ухудшения глобальной экономической конъюнктуры и сохранения напряженности на мировых финансовых рынках в среднесрочной перспективе. Замедление роста экономик стран БРИКС, и, как следствие, сокращение мирового спроса на энергоносители чревато снижением цен на нефть в среднесрочной перспективе до уровня существенно ниже 100 долл. США за баррель, возникновением новой волны глобального финансового-экономического кризиса и реализацией пессимистических сценариев экономического развития России. Дефицит федерального бюджета планировалось сохранить на протяжении периода, однако планировалось, что он будет иметь относительно низкие значения (0,8% ВВП в 2013 г. и 0,2% ВВП в 2014 г.). Основным источником финансирования дефицита федерального бюджета будут по-прежнему выступать государственные заимствования, объем валового привлечения по которым составит в 2013-2015 гг. 1,4 трлн. рублей, 1,1 трлн. рублей и 1,4 трлн. рублей соответственно<sup>41</sup>.

---

<sup>41</sup> Основные направления государственной долговой политики РФ на 2013-2015 г.г.

В целях аккумуляции части нефтегазовых доходов в Резервном фонде и дальнейшего развития национального долгового рынка в период с 2013-2015 г.г. планировалось продолжить следовать стратегии «занимай и берегай», осуществляя при благоприятной конъюнктуре рынка государственные заимствования в объемах, превышающих дефицит федерального бюджета.

В случае развития кризисных тенденций в мировой экономике условия заимствований на долговых рынках для РФ, как и для многих суверенных заемщиков, значительно ухудшатся. При самом негативном сценарии долговой рынок может быть фактически «закрыт», что не позволит привлечь средства в нужных объемах на приемлемых условиях. В такой ситуации накопленные в Резервном фонде средства позволят гарантировать исполнение расходных обязательств бюджета. Накопление в суверенных фондах нефтегазовых доходов является фактором, непосредственно влияющим на привлекательность российской экономики для иностранных инвесторов. Иными словами, сохранение фондов – залог более широких возможностей для привлечения РФ заемных ресурсов на благоприятных условиях в будущем. При относительно спокойной ситуации в экономике и на финансовых рынках планировалось воздерживаться от трат Резервного фонда, стремясь занимать на рынке на благоприятных условиях. В этой связи в 2013-2015 годах планировалось продолжить пополнение Резервного фонда за счет дополнительных нефтегазовых доходов.

Российский финансовый рынок достаточно глубоко интегрирован в глобальный рынок и в случае развития кризисных тенденций в мировой экономике едва ли избежит падения. В этих условиях возможности привлечения заимствований на приемлемых условиях как для государства, так и для российских компаний в 2013-2015 гг. существенно планировалось сократить. Сжатие ликвидности позволит привести к усилению конкуренции

за финансовые ресурсы на рынках капитала и будет способствовать росту процентных ставок.

Проводимая Центральным банком РФ политика последних лет – переход к таргетированию инфляции, уход от жесткого регулирования валютного курса, расширение валютного коридора – способствует снижению инфляции до минимальных значений в истории современной России (3,7% годовых в июле 2012 г.). Планировалось с 2013-2015 г.г. продолжение этой политики, которая будет способствовать формированию реальной положительной доходности по государственным ценным бумагам, стимулированию инвестиционного спроса на эти инструменты.

В целях минимизации прогнозируемых рисков резкого ухудшения ситуации в экономике и на финансовых рынках планировалось обновить существующие и создать новые инструменты государственной антикризисной политики, в том числе направленные на защиту бюджетной системы от резких перепадов нефтяных цен. Важнейшей мерой по обеспечению такой защиты является введение так называемого «бюджетного правила» - законодательно установленного порядка распределения нефтегазовых доходов между текущим потреблением и накоплением в суверенных фондах.

#### Фактор 2. Введение бюджетного правила:

Одной из основных задач бюджетной политики, обозначенной Президентом РФ в Бюджетном послании на 2013-2015 гг., является обеспечение макроэкономической стабильности и устойчивости федерального бюджета. Вводимое с 2013 года бюджетное правило распределения нефтегазовых доходов федерального бюджета, опирающееся на долгосрочное среднее значение цен на нефть при одновременном ограничении бюджетного дефицита, фактически разрывает зависимость бюджетных расходов от текущих цен на энергоносители и в условиях новых вызовов является необходимым шагом в сторону более консервативной финансовой политики в целом.

В соответствии с новым правилом предельная величина расходов федерального бюджета планировалась рассчитываться исходя из доходов федерального бюджета, полученных при базовой цене на нефть и увеличенных не более чем на 1% ВВП – предельный размер бюджетного дефицита. При этом базовая цена на нефть должна определяться на основе исторических данных как среднее значение за последние 10 лет. Переход к указанному периоду будет постепенным: для 2013 г. предполагалось использовать среднее значение за последние пять лет, а для каждого следующего года период планировалось увеличивать на один год до достижения 10 лет. При превышении фактической цены на нефть базовой дополнительные нефтегазовые доходы планировалось направлять в Резервный фонд, в обратном случае недостаток нефтегазовых доходов планировалось покрывать за счет средств Резервного фонда. После достижения Резервным фондом нормативного значения (7% ВВП) не менее 50% оставшихся нефтегазовых доходов планировалось направлять в Фонд национального благосостояния, а остальные 50% планировалось использовать на финансирование инфраструктурных и других приоритетных для РФ проектов. Кроме этого, планировалось, что влияние введения бюджетного правила на долговую политику будет опосредованное. С одной стороны, на уровне 1% ВВП будет законодательно ограничен размер бюджетного дефицита, традиционно финансируемого за счет государственных заимствований. В результате, будет ограничена вероятность резкого увеличения потребности в долговом финансировании и существенного роста государственного долга. С другой стороны, бюджетным правилом не накладываются ограничения на объем государственных заимствований исходя из величины бюджетного дефицита, что позволяет занимать больше 1% ВВП в периоды благоприятной рыночной конъюнктуры. В целом, с точки зрения реализации долговой политики, обеспечение устойчивости федерального бюджета, важным элементом которой, наряду с наличием суверенных фондов, будет являться соблюдение

вышеуказанного бюджетного правила, которое будет способствовать поддержанию суверенных кредитных рейтингов РФ, восприятию инвесторами России как ответственного суверенного заемщика, росту их доверия к российским государственным и корпоративным долговым инструментам.

### Фактор 3. Низкий уровень государственного долга:

По состоянию на 1 октября 2012 г. объем государственного долга РФ составил 5,8 трлн. руб., в том числе государственный внутренний долг – 4,5 трлн. руб., государственный внешний долг – 40,5 млрд. долл. США (эквивалентно 1,3 трлн. руб.). Низкие показатели государственного долга выгодно отличают Россию от значительного большинства как развитых стран, так и государств формирующихся рынков. На фоне пересмотра в сторону понижения рейтингов многих развитых и развивающихся стран в последние годы, в основном по причине существенного ухудшения показателей долговой устойчивости, российские рейтинги характеризуются стабильностью принадлежности к инвестиционной категории. По ряду макроэкономических показателей экономическое положение России лучше, чем у развивающихся стран категории «BBB», а в некоторых случаях лучше, чем у стран категории «А». Однако кредитные рейтинги, присвоенные России ведущими международными агентствами («BBB» со стабильным прогнозом от Fitch, «Baa1» со стабильным прогнозом от Moody's и «BBB» со стабильным прогнозом от Standard&Poor's), свидетельствуют о том, что наша страна недооценена<sup>42</sup>.

Исходя из параметров, заложенных в прогнозе социально-экономического развития РФ на 2013-2015 гг., и с учетом планируемых объемов заимствований, в этот период значения показателей долговой устойчивости РФ будут по-прежнему вне опасных зон.

Тем не менее, учитывая высокую зависимость российской экономики и состояния федерального бюджета от конъюнктуры мировых сырьевых рынков,

---

<sup>42</sup> Основные направления государственной долговой политики РФ на 2013-2015 г.г.

поддержание умеренной долговой нагрузки является стратегической задачей. Ее решение будет означать сохранение важнейшего конкурентного преимущества нашей страны. Разумная заемная политика будет создавать условия для роста возможностей в частном секторе, обеспечит инвестиционную привлекательность национальной экономики в целом.

#### Фактор 4. Состояние внутреннего рынка капитала:

В период с 2013-201г.г. планировалось, что внутренний рынок капитала сохранит возлагаемую на него с 2009 года роль основного источника финансирования дефицита федерального бюджета.

#### Фактор 5. Государственные гарантии Российской Федерации:

На текущем этапе развития российской экономики государственные гарантии играют все более значительную роль, выступая в качестве важного инструмента экономической политики. В последнее время многие, если не большинство программных документов (отраслевых стратегий, федеральных целевых программ, «дорожных карт» и т.п.) содержат ссылки на государственные гарантии РФ как главное условие привлечения денежных ресурсов для финансирования проектов в сфере модернизации экономики, инфраструктуры, частно-государственного партнерства, поддержки экспорта высокотехнологичной отечественной продукции. Эффективное использование данного инструмента призвано способствовать решению таких задач социально-экономического развития страны, как модернизация экономики, развитие частно-государственного партнерства, реализация крупных инвестиционных проектов, поддержка экспорта высокотехнологичной отечественной продукции. Кроме того, инструмент государственных гарантий РФ призван стать гибким «антикризисным» механизмом, способствующим оперативному привлечению заемных средств организациями в условиях ухудшения ситуации на финансовых рынках.

Принятие обязательств по государственным гарантиям оказывает существенное влияние на основные параметры федерального бюджета. Объем

предоставленных гарантий формирует условные обязательства государства и включается в общий объем государственного долга РФ. Таким образом, увеличение объема гарантийных обязательств непосредственно влияет на рост государственного долга, расходы бюджета и источники покрытия его дефицита. При этом на стадии формирования бюджетных проектировок (планирования объема предоставления гарантий) обеспечение точности прогноза величины бюджетных ассигнований на исполнение данного вида условных обязательств крайне затруднено в связи с неопределенностью условий сделок (проектов), которым оказывается государственная поддержка. Эта особенность значительно осложняет бюджетное планирование как на короткий период, так и в долгосрочной перспективе.

Следует отметить, что объем государственного внутреннего долга РФ по государственным гарантиям имеет устойчивую тенденцию к росту, причем темпами, существенно превышающими темпы прироста государственного долга по рыночным заимствованиям. Как следствие, объемы предусматриваемых в федеральном бюджете средств на возможное исполнение государственных гарантий РФ также стремительно растут. При этом, учитывая долгосрочный характер обязательств, обеспечиваемых государственными гарантиями (до 30 лет), основная нагрузка по исполнению принятых обязательств ложится на бюджеты будущих периодов. Важно отметить, что даже в случае отсутствия фактических платежей по государственным гарантиям, необходимость планирования бюджетных ассигнований на их исполнение вынуждает «замораживать» значительные объемы бюджетных ассигнований, которые могли бы быть направлены на другие приоритетные направления (социальное обеспечение граждан, здравоохранение, образование).

Иными словами, замена на текущем этапе прямого финансирования бюджетными ассигнованиями тех или иных «проектов» на принятие условных обязательств государства (государственных гарантий) в любом случае приводит

к отложенным расходам федерального бюджета либо к вынужденному «замораживанию» бюджетных ассигнований. Рост объемов государственной гарантийной поддержки неизбежно приводит к значительному увеличению издержек федерального бюджета (агентские вознаграждения, административные издержки, связанные с предоставлением и, что особенно важно, дальнейшим сопровождением каждой государственной гарантии). При этом трудоемкость обслуживания государственных гарантий не зависит от их срока или суммы, в связи с чем особенно актуально установление минимальной суммы государственной гарантии и оказание на федеральном уровне гарантийной поддержки лишь крупным проектам. Учитывая изложенное, в 2013-2015г.г. планировалось, что государственная долговая политика будет предполагать усовершенствованные подходы к оказанию государственной гарантийной поддержки, имея в виду решение задачи модернизации управления условными обязательствами федерального бюджета.

Фактор 6. Сохранение потребности в привлечении зарубежного заемного капитала со стороны корпоративного сектора :

Корпоративный сектор, в особенности компании и банки с государственным участием в акционерном капитале, являются активными заемщиками как на внутреннем, так и международном рынке капитала. При этом дефицит «длинных денег» на российском финансовом рынке и относительная дешевизна внешних заимствований стимулируют российские банки и предприятия использовать зарубежные долговые рынки в качестве источника фондирования своей деятельности. В 2012 году размещение еврооблигаций на внешних рынках осуществляли такие их традиционные участники, как Внешэкономбанк, ОАО «Сбербанк России», ОАО «РЖД», ОАО «Россельхозбанк», ОАО «Банк ВТБ», ОАО «Газпром», ОАО «Газпромбанк» и ряд других российских корпоративных заемщиков. Россия как суверенный заемщик заинтересована в том, чтобы создавать «целевые ориентиры» для формирования благоприятных условий заимствований национальных

хозяйствующих субъектов, а также, учитывая, что целевая группа инвесторов совпадает, обеспечивать координацию выходов российских эмитентов на международные рынки капитала. Присутствие России в наиболее востребованных сегментах долговых рынков планировалось поддерживать<sup>43</sup>. В 2013-2015гг. государственная долговая политика строилась, исходя из необходимости, с одной стороны, поддержания способности российских заемщиков привлекать финансирование на рынках капитала на максимально благоприятных условиях, а с другой – эффективного мониторинга долговой устойчивости негосударственного сектора.

Таким образом, выше были рассмотрены основные направления долговой политики РФ на период с 2013-2015г.г., которую планировалось осуществить по направлениям: совершенствования макроэкономических условий реализации долговой политики; введения бюджетного правила, сохранения низкого уровня государственного долга; улучшения состояния внутреннего рынка капитала, предоставления государственных гарантий и сохранения потребности в привлечении зарубежного заемного капитала со стороны корпоративного сектора. При этом, государственная долговая политика была направлена: на поддержание высокого уровня кредитных рейтингов страны; обеспечение оптимального соотношения дюрации и доходности суверенных долговых обязательств, обеспечение финансирования дефицита федерального бюджета путем привлечения ресурсов на российском и международном рынках капитала на благоприятных условиях, формирование адекватных ориентиров по уровню кредитного риска для российских корпоративных заемщиков и др. Однако, для того, чтобы оценить результаты государственной долговой политики, необходимо перейти к следующему параграфу исследования.

---

<sup>43</sup> Основные направления государственной долговой политики РФ на 2013-2015 г.г.

## 2.3 Анализ результатов государственной долговой политики РФ в 2013-2016г.г.

Рассмотрим результаты государственной долговой политики РФ за прошедшие 2013-2016г.г.:1) Результаты государственной политики по совершенствованию механизмов государственных заимствований и финансовых инструментов: В 2013- 2015 гг. реализован целый ряд важных инициатив в сфере либерализации российского долгового рынка, модернизации его инфраструктуры, совершенствования механизмов и информационного сопровождения, в частности, аукционов по размещению ОФЗ. Кроме того, в этот период проведены значимые реформы инфраструктуры долгового рынка, ориентированные на повышение привлекательности государственных ценных бумаг и укрепление их роли как ключевого ориентира доходностей облигаций, выпускаемых иными категориями российских заемщиков. К числу этих реформ необходимо отнести следующие: а) Иностранные инвесторы получили прямой доступ на российский рынок государственных ценных бумаг через счета в международных депозитарно-клиринговых системах Евроклир и Клирстрим; б) Вторичные торги ОФЗ на Московской Бирже переведены на режим расчетов «Т+1»; в)Отмена Московской Биржей практики приостановки торгов облигациями внешних облигационных займов РФ на период составления списков держателей облигаций для выплаты купонного дохода; г) Запуск Московской Биржей режима торгов крупными пакетами ОФЗ (Dark Pools); д) Запуск Московской Биржей программы маркет-мейкинга на ОФЗ в июле 2015 г., рисунок 2.17.

Осуществленные реформы способствовали росту привлекательности внутреннего долгового рынка по отношению к зарубежным аналогам, увеличению числа и улучшению структуры иностранных инвесторов за счет роста доли институциональных инвесторов при одновременном сохранении конкурентных позиций и ведущей роли российских участников рынка государственных ценных бумаг.



Рисунок 2.17. Реформы инфраструктуры долгового рынка РФ, проведенные в период с 2015-2016 г.г.<sup>44</sup>

<sup>44</sup> Составлено автором на основании источника: Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

Кроме того, существенно снижены транзакционные издержки, увеличена емкость и повышена ликвидность внутреннего рынка. Одновременно с модернизацией рыночной инфраструктуры в прошедший период осуществлен следующий ряд мероприятий по совершенствованию технического механизма продажи и информационного сопровождения аукционов по размещению ОФЗ, рисунок 2.18.

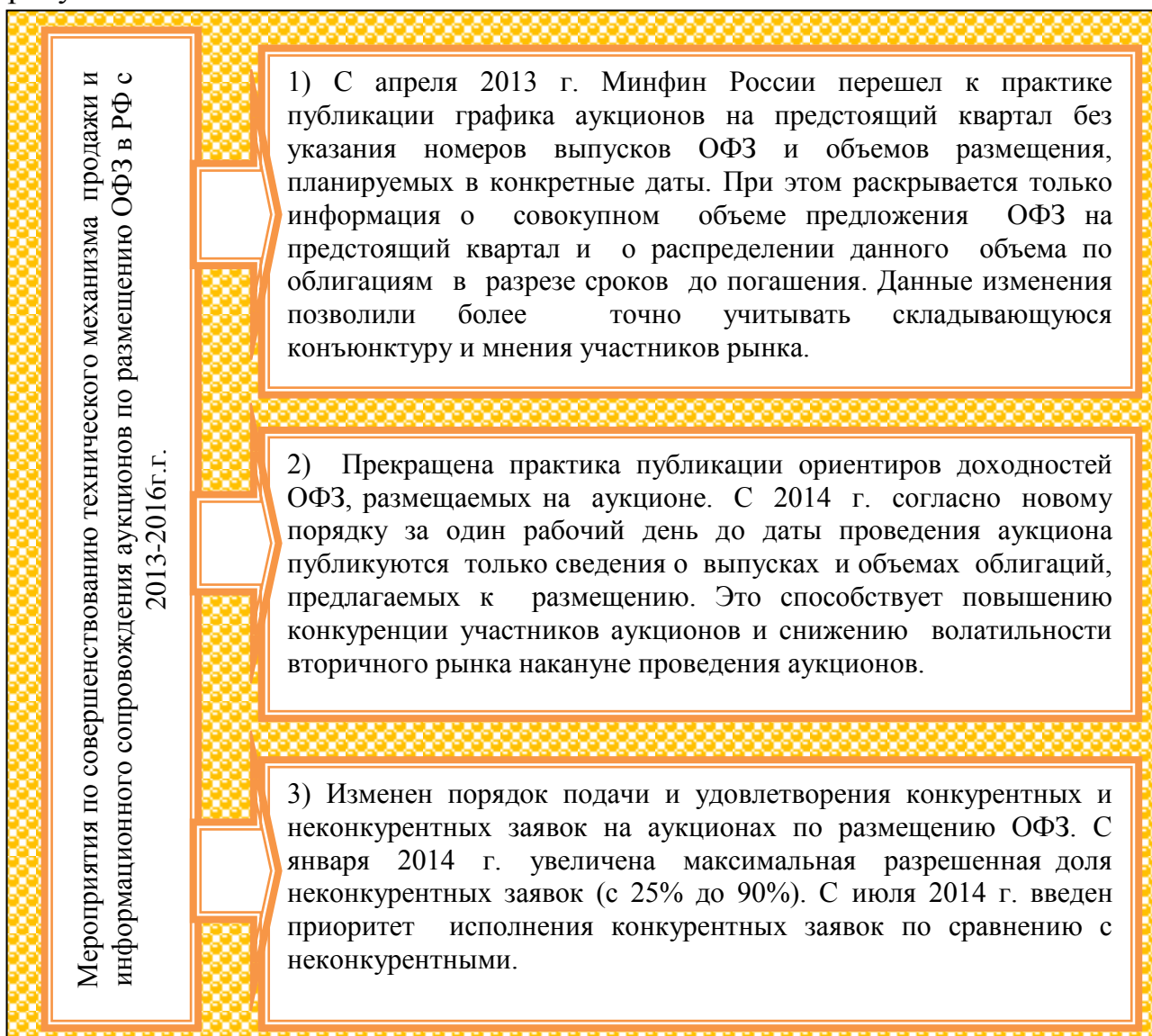


Рисунок 2.18. Мероприятия по совершенствованию технического механизма продажи и информационного сопровождения аукционов по размещению ОФЗ в РФ с 2013-2016г.г.<sup>45</sup>

<sup>45</sup> Составлено автором на основании источника: Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

В целом, указанные изменения способствовали повышению «гибкости» аукционной политики и качества ценообразования ОФЗ на первичном рынке. В 2015 г. в рамках управления остатками средств на едином счете федерального бюджета Федеральное казначейство приступило к проведению операций РЕПО под залог ОФЗ, преимущественно, сроком на один день. Учитывая, что также с 2015 г. Банк России практически перестал проводить операции рефинансирования на такой срок, операции РЕПО Федерального казначейства стали важным элементом долгового рынка. Фактически, на нём появился новый инструмент, увеличивающий привлекательность ОФЗ для инвесторов.

Развитие внутреннего долгового рынка стало важной предпосылкой для, в целом, успешного исполнения Программ государственных внутренних заимствований РФ. Так, 2013 г. стал «рекордным» в новейшей истории России по объему привлечения средств за счет внутренних рыночных заимствований: 821,7 млрд. рублей или около 92% от общего объема Программы. Более того, эти средства были привлечены на существенно лучших условиях, чем в предшествующие годы: доходность размещенных в 2013г. государственных облигаций снизилась на 90 б.п. (с 7,8% годовых в 2012 г. до 6,9% годовых), а их средняя дюрация выросла на 0,6 года (с 5,2 года до 5,8 года). Как следствие, общая дюрация портфеля ОФЗ увеличилась до 4,3 года, а доходность портфеля снизилась за год на 0,5 п.п. или до 7,4% годовых. Однако ситуация существенно изменилась в 2014 г. Размещение ОФЗ на внутреннем рынке осуществлялось в значительно более сложных геополитических и экономических условиях. Для того периода были характерны такие особенности, как снижение спроса на государственные облигации, рост доходностей и сокращение дюрации портфеля ОФЗ. С рынка ушла часть его иностранных участников. По состоянию на конец 2014 г., дюрация портфеля ОФЗ сократилась до 3,6 года, что на 0,7 года меньше данного показателя на начало года. Доходность

портфеля выросла на 460 б.п., до 12,0% годовых, а в отдельные моменты достигала уровня в 14,3% годовых, рисунок 2.19.



Рисунок 2.19. Динамика доходности и дюрации портфеля ОФЗ за 2013 –2016

гг.<sup>46</sup>

Программа на 2014 г. была существенно сокращена: с 808,7 до 458,7 млрд. рублей (без учета 200,0 млрд. рублей на «некассовую» операцию обмена неликвидных выпусков ОФЗ). Минфин России осуществлял выход на рынок лишь в наиболее благоприятные моменты, сознательно сокращал объем предложения облигаций на аукционах, неоднократно принимал решения об их отмене. Фактически в 2014г. с внутреннего рынка было привлечено 348,9 млрд. рублей (76,1% от запланированного (сокращенного) объема). Тем не менее, по ряду характеристик заимствования, произведенные в 2014г. стали уникальными в новейшей истории России. Впервые был осуществлен выпуск ОФЗ-ПК по закрытой подписке на сумму 1 000,0 млрд. рублей в целях осуществления имущественного взноса в ГК «АСВ». В результате, общий объем размещенных в 2014г. государственных ценных бумаг на внутреннем рынке составил 1 348,9 млрд. рублей по номинальной

<sup>46</sup> Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

стоимости. Помимо вышеперечисленных заимствований состоялись размещения на аукционах ОФЗ-ПД (145,7 млрд. рублей), выпуск БОФЗ по закрытой подписке в рамках операций по управлению ликвидностью, связанных с финансированием инфраструктурных проектов за счет ФНБ (103,6 млрд. рублей), проданы ГСО по закрытой подписке в целях размещения средств пенсионных накоплений (100,0 млрд. рублей).

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

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

позволило на 48,3% (338,4 млрд. рублей) выполнить Программу внутренних заимствований 2015 г.<sup>47</sup> В июле 2015г. Минфин России предложил рынку другой новый инструмент – облигации с номинальной стоимостью, устанавливаемой в соответствии с индексом потребительских цен РФ (ОФЗ-ИН). И в данном случае ставка делалась на то, что этот продукт позволяет инвесторам страховать риски резких скачков инфляции, что он обладает меньшей ценовой волатильностью по сравнению с ОФЗ с постоянным купоном, дает возможность как диверсифицировать инвестиционные портфели, так и снизить валютные риски для инвесторов-нерезидентов вследствие высокой корреляции уровня инфляции и курса рубля. Расчеты Минфина России полностью оправдались. Предложение ОФЗ-ИН вызвало значительный интерес у инвесторов. При первом размещении объем поданных заявок в 2,6 раза превысил фактический объем продажи. Общий спрос на момент закрытия книги заявок составил 198 млрд. руб. со стороны 71 российского и международного инвестора. Выпуск был размещен, в основном, среди банков и управляющих компаний. Ожидаемое включение инфляционных ОФЗ в состав индексов, за которыми следят иностранные индексные фонды, стало дополнительным фактором, способствовавшим участию в размещении инвесторов из США, Великобритании, континентальной Европы и Азии. Около 17% выпуска (18,3 млрд. рублей) было приобретено инвесторами на внебиржевом рынке через Евроклир и Клирстрим. Расчеты по основной части выпуска были осуществлены на Московской Бирже. В процессе аллокации выпуска Минфин России исходил из необходимости одновременного решения следующих задач: 1) Приоритетное удовлетворение существенного спроса нерезидентов; 2) Привлечение на рынок государственных облигаций новой категории национальных инвесторов – управляющих

---

<sup>47</sup> Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

пенсионными средствами; 3) Обеспечение ликвидности нового выпуска, рисунок 2.20.

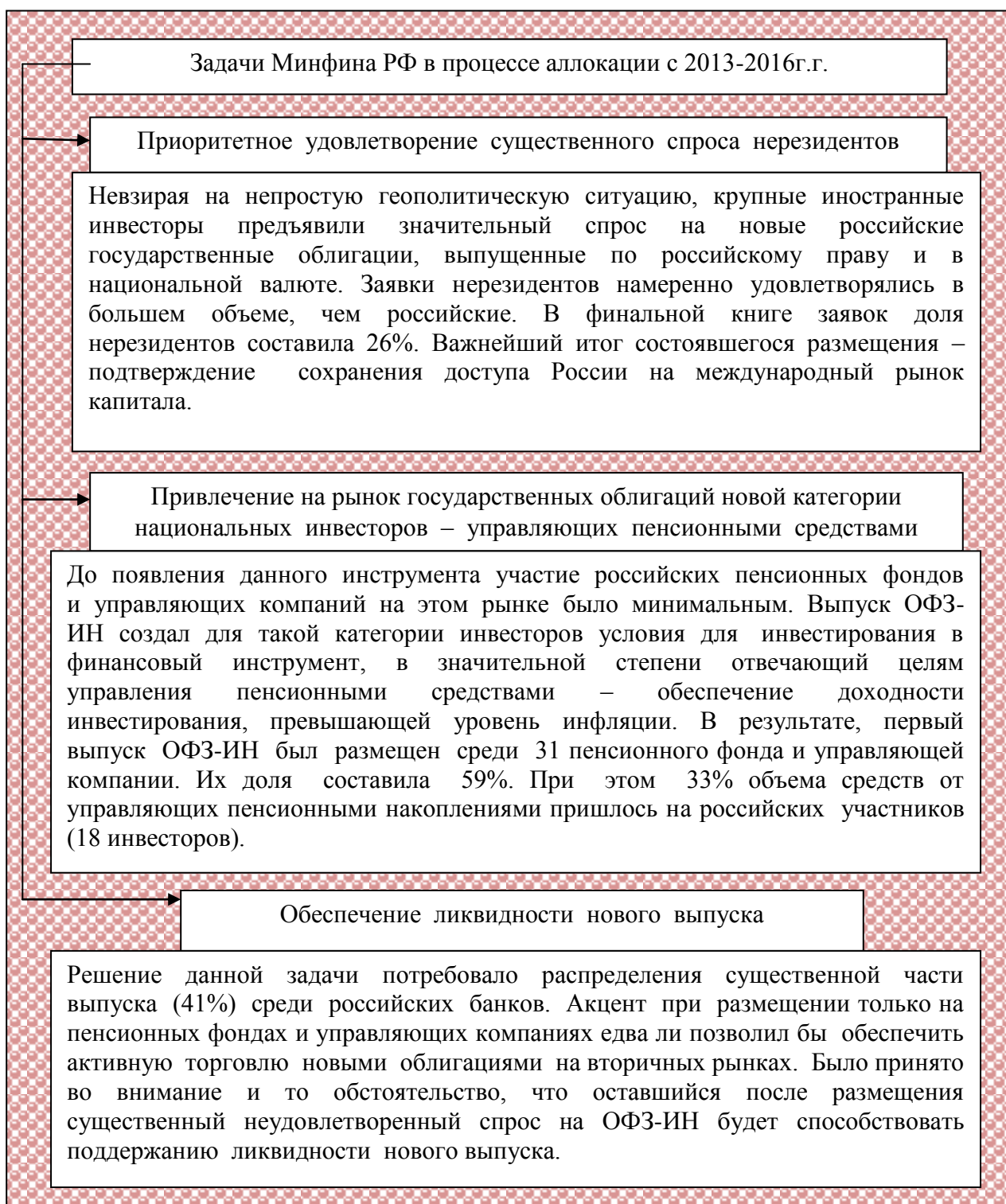


Рисунок 2.20. Задачи Минфина РФ в процессе аллокации с 2013-2016г.г.<sup>48</sup>

<sup>48</sup> Составлено автором на основании источника: Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

Успешное размещение упомянутых облигаций стало важнейшим событием на долговом рынке России. Впервые размещены облигации, полностью защищающие вложения от инфляции, то есть позволяющие инвесторам фиксировать положительный доход на долгосрочную перспективу. Имело место самое крупное в истории единовременное размещение не только на рынке ОФЗ, но и на российском долговом рынке в целом. Новацией стала продажа облигаций с использованием типичной для выпусков еврооблигаций процедуры формирования книги заявок (в отличие от традиционного аукциона) и открытием этой книги на 36 часов для максимального охвата инвесторов во всех часовых поясах мира. В силу того, что ОФЗ-ИН стали не просто новым выпуском, а новым типом долгового инструмента на российском рынке, цена их размещения включала так называемую «премию за выпуск» (дисконт к цене). Проявленный интерес к этим облигациям дал основания ожидать, что в дальнейшем, так же как это было и с ОФЗ-ПК, цены на ОФЗ-ИН будут расти. По этой причине выпуск был сознательно размещен не в полном объеме, а на уровне 50% от объема эмиссии. К концу 2015г. оставшиеся бумаги были практически полностью проданы на регулярных аукционах Минфина России. Одновременно с выпуском облигаций новых типов продолжалась активная работа, направленная на повышение ликвидности рынка государственных облигаций путем увеличения объема обращающихся выпусков ОФЗ и обмена неликвидных и нестандартных облигаций на новые бумаги. Эта работа проходила по направлениям, представленными на рисунке 2.21.

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

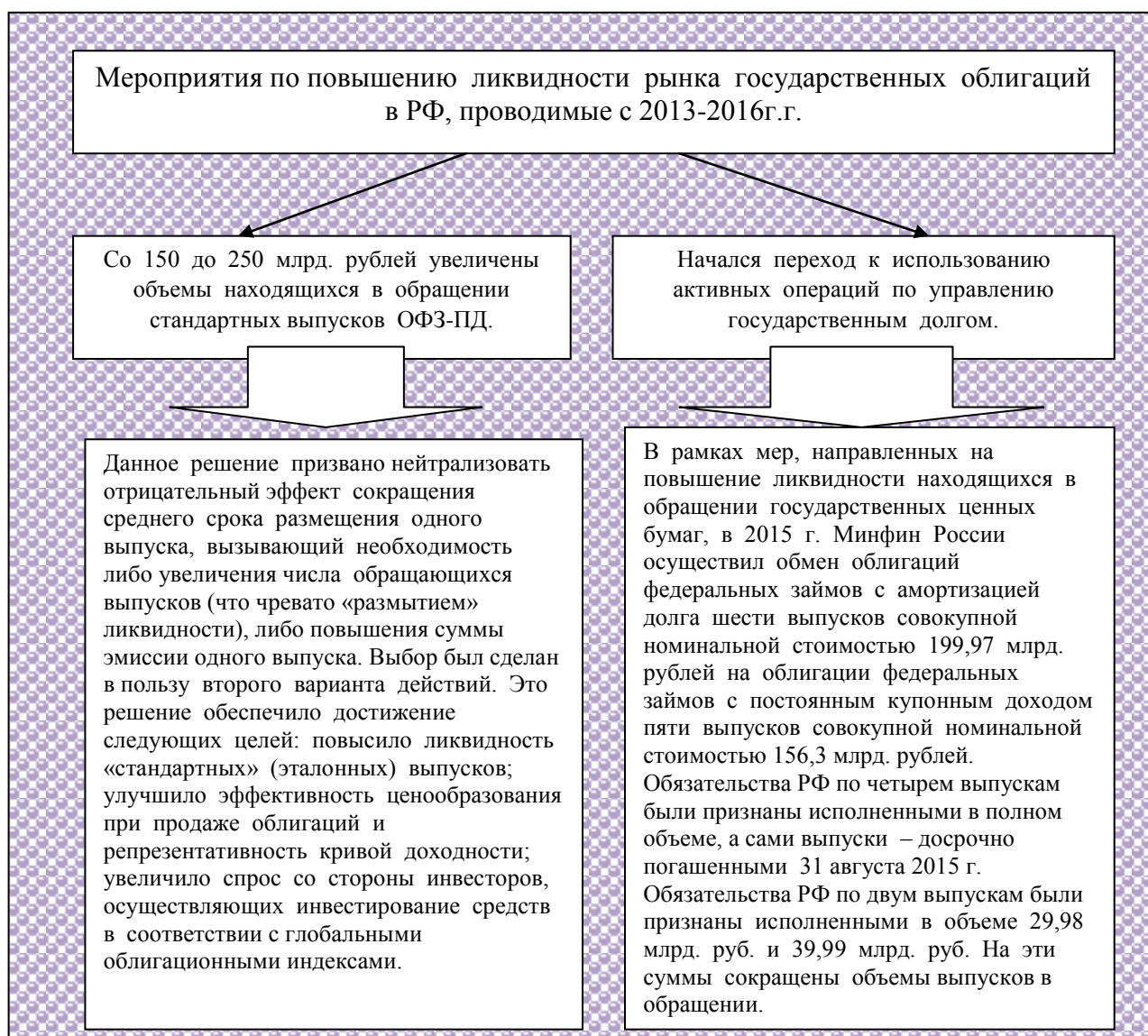


Рисунок 2.21. Мероприятия по повышению ликвидности рынка государственных облигаций в РФ, проводимые с 2013-2016г.г.<sup>49</sup>

На фоне успешного выполнения программ внутренних заимствований 2013-2015 гг. результаты внешних заимствований оказались более скромными. Только программа 2013г. была выполнена в полном объеме. За один выход на внешний долговой рынок были размещены облигации в объеме 7,0 млрд. долл. США. Книга заявок была сформирована за 24 часа без проведения предварительного роуд-шоу. В целях формирования репрезентативной кривой

<sup>49</sup> Составлено автором на основании источника: Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

доходности в различных валютах наряду с тремя траншами в долларах США был осуществлен дебютный выпуск еврооблигаций, номинированных в евро. Было размещено три транша облигаций общим объемом 6,0 млрд. долл. США и один транш объемом 750,0 млн. евро. В 2014- 2015гг. Россия воздержалась от выхода на международный долговой рынок в качестве суверенного заемщика. Были учтены следующие неблагоприятные факторы: падение цен на нефть и существенное ослабление курса рубля к иностранным валютам; замедление темпов экономического роста и значительное повышение уровня инфляции; понижение суверенных кредитных рейтингов России до «спекулятивного уровня» с негативным прогнозом двумя из трех международных рейтинговых агентств (Standard & Poor's и Moody's); общее сокращение спроса со стороны зарубежных инвесторов на российские активы из-за роста геополитической напряженности; начало процесса сворачивания монетарных мер стимулирования экономики США и ожидание ужесточения денежно-кредитной политики ФРС, в совокупности способствовавшее падению общего спроса на суверенные еврооблигации развивающихся стран. Тем не менее, активный диалог с международным инвестиционным сообществом не прекращался. На регулярной основе проводились встречи с участниками международного рынка в Великобритании, США, Швейцарии, Гонконге. В ходе этих контактов международные инвесторы имели возможность получать актуальную информацию об экономической ситуации в России, о проводимой бюджетной политике и состоянии государственного долга РФ.

Таким образом, задачи, поставленные в «Основных направлениях государственной долговой политики РФ на 2013 – 2015 гг.» по поддержанию умеренной долговой нагрузки и превращению национального рынка капитала в стабильный источник удовлетворения потребностей бюджета, могут, в целом, считаться выполненными. Есть все основания полагать, что за прошедшие годы российский рынок государственных ценных бумаг стал в значительно

большей степени интегрирован в международный рынок капитала. На рынке облигаций федеральных займов появилась и прочно закрепила свои позиции новая категория долгосрочных иностранных инвесторов из числа крупнейших инвестиционных компаний, суверенных и пенсионных фондов, повысилась ликвидность обращающихся государственных ценных бумаг, кривая доходностей ОФЗ стала полноценным ориентиром для ценообразования при выпуске долговых инструментов субъектами РФ, муниципальными и корпоративными заемщиками. Перейдем рассмотрению итогов государственной политики по выполнению программ заимствований 2016 г.

2) Результаты государственной политики по выполнению программ заимствований 2016 года: В отличие от ситуации за предшествующие 2014-2015 г.г., когда объем чистых заимствований составлял отрицательную величину, в 2016 г. государственные заимствования выступили одним из основных источников финансирования дефицита федерального бюджета. Чистые заимствования составили 606,6 млрд. рублей (внутренние – 500,0 млрд. рублей, внешние – 106,6 млрд. рублей). Таким образом, за счет привлеченных на рынках средств была профинансирована одна пятая часть бюджетного дефицита.

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

2016 г. За 1,5 месяца Минфину России удалось выполнить увеличенную программу заимствований сразу на 21% ее объема.

В целом, заемные средства были привлечены на более благоприятных условиях, чем в предыдущие годы. За один аукционный день размещалось облигаций почти на 22,0 млрд. рублей по сравнению с 15,4 млрд. рублей в 2015 г. (средняя доходность размещенных ОФЗ составила 8,7% годовых против 10,0% в среднем в 2015 г.). Средняя дюрация размещенных облигаций выросла по сравнению с 2015 г. на 0,4 года: с 5,1 до 5,5 года. Как следствие, общая дюрация портфеля ОФЗ увеличилась на 0,4 года до 3,9 года, а доходность портфеля уменьшилась за год на 1,0 п.п. до 8,5% годовых. В 2016 г. основным инструментом привлечения вновь стали ОФЗ с фиксированным доходом. По сравнению с 2015 г. их доля возросла на 27 п.п. до 60% . Доля долгосрочных ОФЗ увеличилась на 18 п.п. до 30% .

Несмотря на высокий уровень геополитической напряженности, доля нерезидентов на рынке ОФЗ не уменьшилась и оставалась стабильной на уровне не ниже 25%. Иностранные инвесторы владели в конце года суверенными облигациями России на сумму порядка 1,45 трлн. рублей по номинальной стоимости. В 2016 г. Минфин России продолжил выполнение программы обмена неликвидных (нестандартных) ОФЗ на обычные торгуемые облигации с целью повышения ликвидности обращающегося на вторичном рынке государственного долга. Был осуществлен обмен ОФЗ-АД совокупной номинальной стоимостью 63,7млрд. рублей на ОФЗ-ПД совокупной номинальной стоимостью 56,4 млрд. рублей. По сравнению с 2015г. новацией стало проведение обмена на аукционе. Это позволило Минфину России устанавливать итоговые параметры обмена на конкурентной основе. Обязательства РФ по ОФЗ-АД признаны исполненными. На соответствующие суммы сокращены объемы выпусков в обращении. По результатам обмена государственный внутренний долг РФ сокращен на 7,4 млрд. рублей.

В целом, в результате проведенных Минфином России в 2015-2016 гг. обменных операций объем неликвидных ОФЗ на рынке снизился на 264,0 млрд. рублей по номинальной стоимости. Тем не менее, неликвидные выпуски по-прежнему составляют значительную часть портфеля ОФЗ. Их совокупный объем оценивается в сумме порядка 680 млрд. рублей по номинальной стоимости, что составляет около 17% всего рынка ОФЗ. При этом в данном показателе не учены ОФЗ, переданные в качестве имущественного вноса РФ в ГК «АСВ». Не менее знаковые события происходили в 2016г. и в части исполнения программы внешних государственных заимствований. После двухлетнего перерыва РФ успешно разместила два транша 10-летних еврооблигаций с погашением в 2026 году по номинальной стоимости 1,75 и 1,25 млрд. долл. США с доходностями 4,75% и 3,90% соответственно. Цена привлечения заемных средств оказалась существенно ниже «досанкционных» уровней 2013 г.. Новые еврооблигации были выпущены в стандартной форме: регулируются английским правом, имеют листинг на Ирландской фондовой бирже, ориентированы на два формата размещения – по правилам «144А» и «RegS» - для американских и европейских инвесторов, соответственно.

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

управляющие компании, фонды различных типов и банки. Ими было выкуплено более 80% всего выпуска<sup>50</sup>.

Важнейшей особенностью размещения обоих выпусков стало отсутствие посредничества зарубежных банков-организаторов, без которых, как правило, не обходится ни один выпуск еврооблигаций. Более того, размещение было осуществлено и без использования услуг иностранного фискального агента, в роли которого обычно выступает глобальный системно значимый банк. Впервые Россия использовала схему размещения еврооблигаций, полностью опирающуюся на национальную инфраструктуру долгового рынка. Организатором выпуска выступил ВТБ Капитал, а регистратором и фискальным агентом – Национальный расчетный депозитарий (НРД), обладающий статусом центрального депозитария. Успех выпуска продемонстрировал, что при размещениях на международном долговом рынке существуют реальные возможности налаживания взаимодействия между эмитентом и инвесторами не только через традиционных финансовых посредников, но и напрямую. Безусловно, новая схема продажи облигаций усилила позиции и репутацию российских финансовых институтов. В ноябре 2016 г. новый выпуск был включен в облигационный индекс развивающихся рынков, поддерживаемый американским банком Джей Пи Морган (ЕМВІ). Данный факт – это признание высокого качества проделанной всеми участниками проекта работы. Рассмотрим Итоги государственной политики по оказанию гарантийной поддержки в период 2013 – 2016 гг.

3) Результаты государственной политики по оказанию гарантийной поддержки в период 2013 – 2016 гг.: В прошедшем периоде сохранилась тенденция к активному применению государственных гарантий в целях решения различных задач социально-экономического развития страны. Всего

---

<sup>50</sup> Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

использовалось порядка десяти типов гарантийной поддержки. При этом темпы прироста государственного долга по государственным гарантиям хоть и снижались, но существенно превышали темпы прироста ВВП, рисунок 2.22.

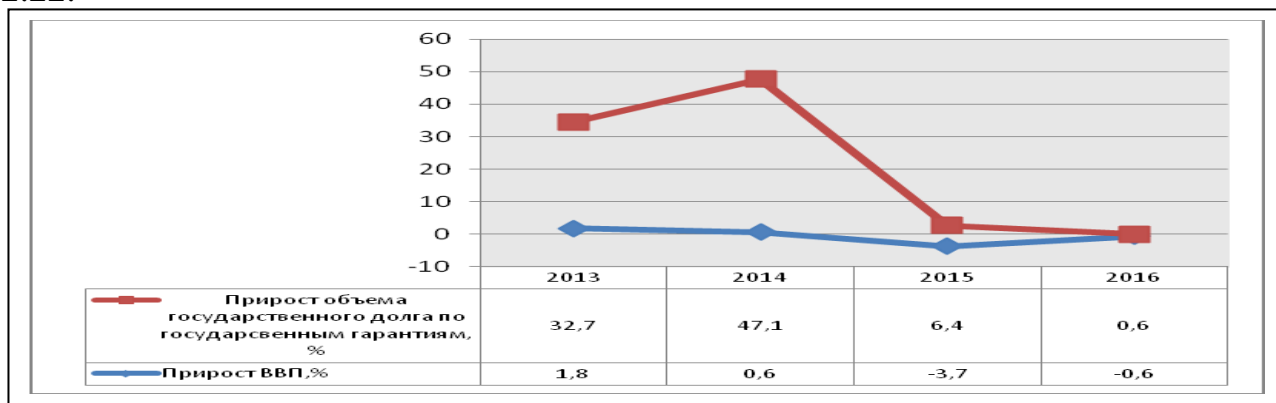


Рисунок 2.22. Ежегодный прирост объемов государственного долга по государственным гарантиям РФ и ВВП<sup>51</sup>.

В силу того, что наращивание объемов гарантирования значительно опережало темпы прекращения соответствующих обязательств и их выбытия из состава госдолга, на протяжении всего периода имел место рост объема государственного долга по госгарантиям. Таким образом, долговая нагрузка на федеральный бюджет, сопряженная с рисками исполнения государственных гарантий РФ, последовательно возрастала, рисунок 2.23.



Рисунок 2.23. Динамика объема государственного долга по государственным гарантиям РФ (по состоянию на конец года) с 2013-2016г.г.

<sup>51</sup> Составлено автором на основании источника: Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

Согласно результатам исполнения федеральных законов о федеральном бюджете на соответствующие годы, несмотря на упомянутое увеличение долговой нагрузки, за прошедший период ни одна из годовых программ государственных гарантий РФ не была реализована в полном объеме.

Средний уровень фактического предоставления госгарантий в рублях составил за период порядка 66% запланированных объемов, рисунок 2.24. По гарантиям в иностранной валюте максимальное исполнение достигало лишь 16%.

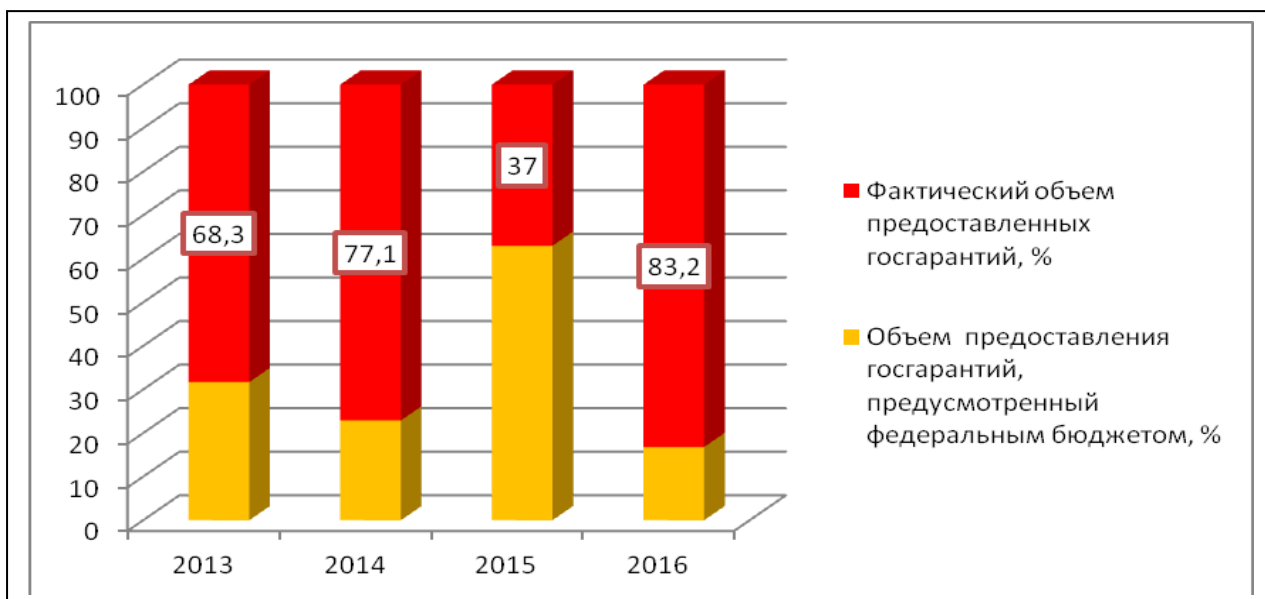


Рисунок 2.24. Доля фактически предоставленных гарантий РФ в национальной валюте в общем объеме предоставления гарантий РФ, предусмотренном в федеральном бюджете с 2013-2016г.г.<sup>52</sup>

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

<sup>52</sup> Составлено автором на основании источника: Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

предложений Минфином России формируются программы государственных гарантий РФ.

Сложившаяся по итогам отчетного периода структура портфелей действующих государственных гарантий в национальной и иностранной валюте представлена на рисунках 2.25-2.26 (Приложение 2). Более половины всех выданных госгарантий в рублях приходится на «антикризисные» условные обязательства. Другими крупными направлениями гарантирования являются государственная поддержка предприятий оборонно-промышленного комплекса (более 15% портфеля) и отдельных предприятий, в том числе оказанная в целях реализации инвестиционных проектов (почти 12%), а также АО «РОСНАНО» (почти 10%). Абсолютный приоритет при предоставлении государственных гарантий в иностранной валюте отдавался поддержке экспорта российской высокотехнологичной продукции (более 96% портфеля).

Подавляющая доля обязательств, обеспеченных государственными гарантиями РФ, сроки исполнения которых наступили в 2013-2016 гг., была исполнена предприятиями-принципалами самостоятельно. За отчетный период в Минфин России в связи с наступлением гарантийных случаев поступили требования об исполнении обязательств по 10 госгарантиям на общую сумму 4,3 млрд. рублей (менее 1% объема действующих госгарантий). По 10 госгарантиям, предоставленным в 2009-2010 гг. в рамках "антикризисной" поддержки, Минфин России осуществил выплаты в пользу банков- бенефициаров на общую сумму 2,9 млрд. рублей (в том числе, по требованиям поступившим в 2012 году), включая: 0,9 млрд. рублей - в пользу ПАО «Сбербанк России» по 2 государственным гарантиям и 2,0 млрд. рублей - в пользу АО «Россельхозбанк» по 8 государственным гарантиям.

В целом, к началу 2017г. фактически действующими оставались 287 государственных гарантий в валюте РФ на общую сумму 1,9 трлн. рублей,

10 государственных гарантий РФ в иностранной валюте на общую сумму 11,7 млрд. долл. США и 1 госгарантия на сумму 0,16 млн. евро. Таким образом, общий объем госдолга по государственным гарантиям составил 2,62 трлн. рублей. Доля госгарантий в объеме государственного долга РФ уже составляет более 23%. Перейдем к рассмотрению показателей объема и структуры государственного долга РФ.

4) Результаты государственной политики по формированию объема и структуры государственного долга РФ с 2013-2016г.г.: В период с 1 января 2013 г. по 31 декабря 2016 г. государственный долг РФ вырос с 7,5 (10,6% ВВП) до 11,1 трлн. рублей (13,2% ВВП), в среднем ежегодно увеличиваясь примерно на 1,0% ВВП, рисунок 2.27.

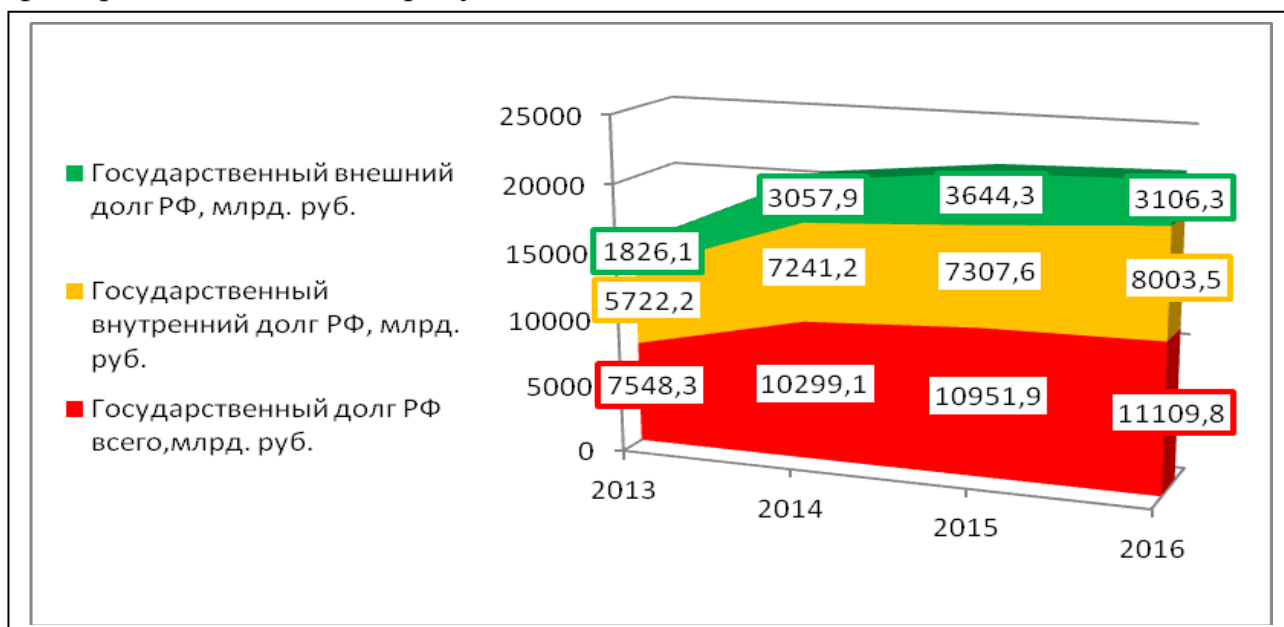


Рисунок 2.27. Динамика внутреннего и внешнего государственного долга РФ с 2013-2016г.г.<sup>53</sup>

При этом средние темпы прироста государственного долга, как минимум, превышали темпы прироста ВВП страны. Тем не менее, к началу 2017 г. общий объем долговой нагрузки по-прежнему находился в безопасных

<sup>53</sup> Составлено автором на основании источника: Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

пределах– менее 15% ВВП, что по мировым стандартам является умеренным значением , рисунок 2.28.

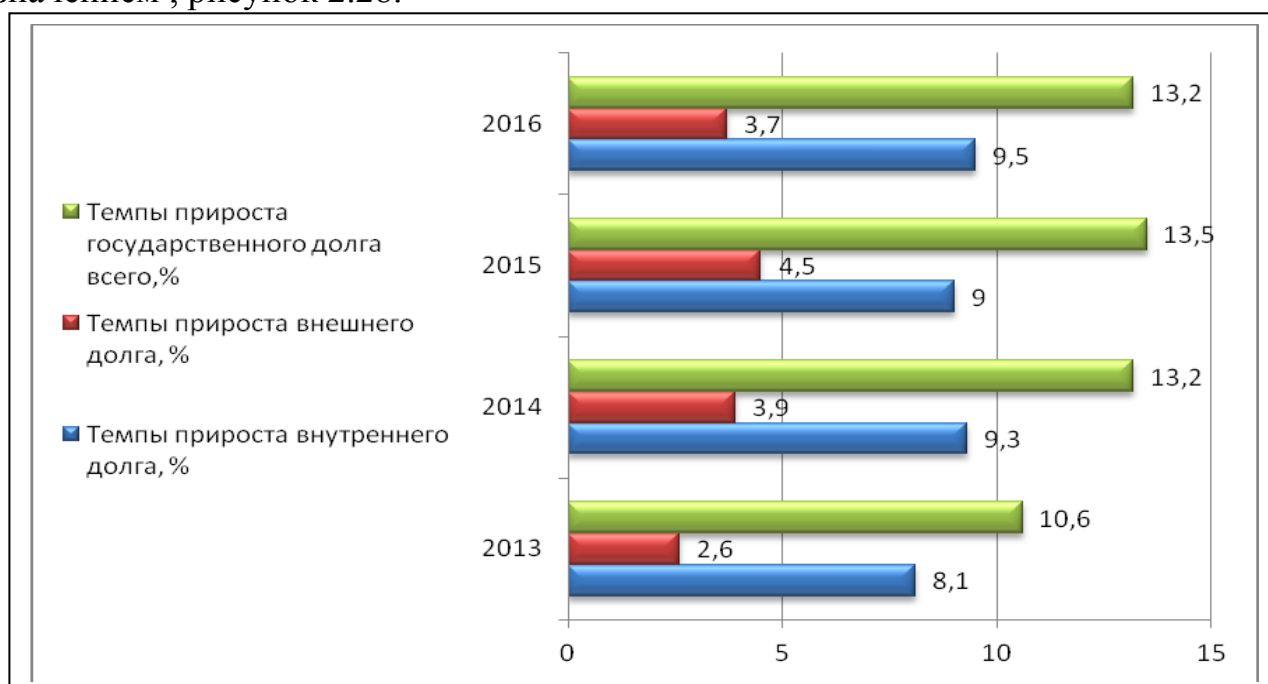


Рисунок 2.28. Темпы роста объема государственного долга РФ (по состоянию на конец года), % ВВП<sup>54</sup>

Показатель общей долговой нагрузки на экономику выгодно отличает Россию как от развитых, так и от многих развивающихся стран, рисунок 2.29 (Приложение 2). Проводимая в последние годы долговая политика, в том числе меры по развитию внутреннего долгового рынка, в существенной степени способствовала стабилизации расходов на обслуживание государственного долга РФ. Ожидается, что в плановом периоде их сумма хотя и будет плавно нарастать, но не превысит 1% ВВП (рисунок 2.30) при ожидаемых средних темпах прироста объема госдолга 0,6% ВВП (рисунок 2.28), что ниже среднего ожидаемого роста экономики – 1,5% ВВП ежегодно.

Структура государственного долга также выгодно отличает РФ от многих других суверенных дебиторов, опирающихся на привлечение банковских кредитов в иностранной валюте, в том числе – краткосрочных

<sup>54</sup> Составлено автором на основании источника: Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

займов. В структуре российского долга преобладают ценные бумаги – около 75,0%, при этом основная часть государственных обязательств выражена в национальной валюте – 71,0%.

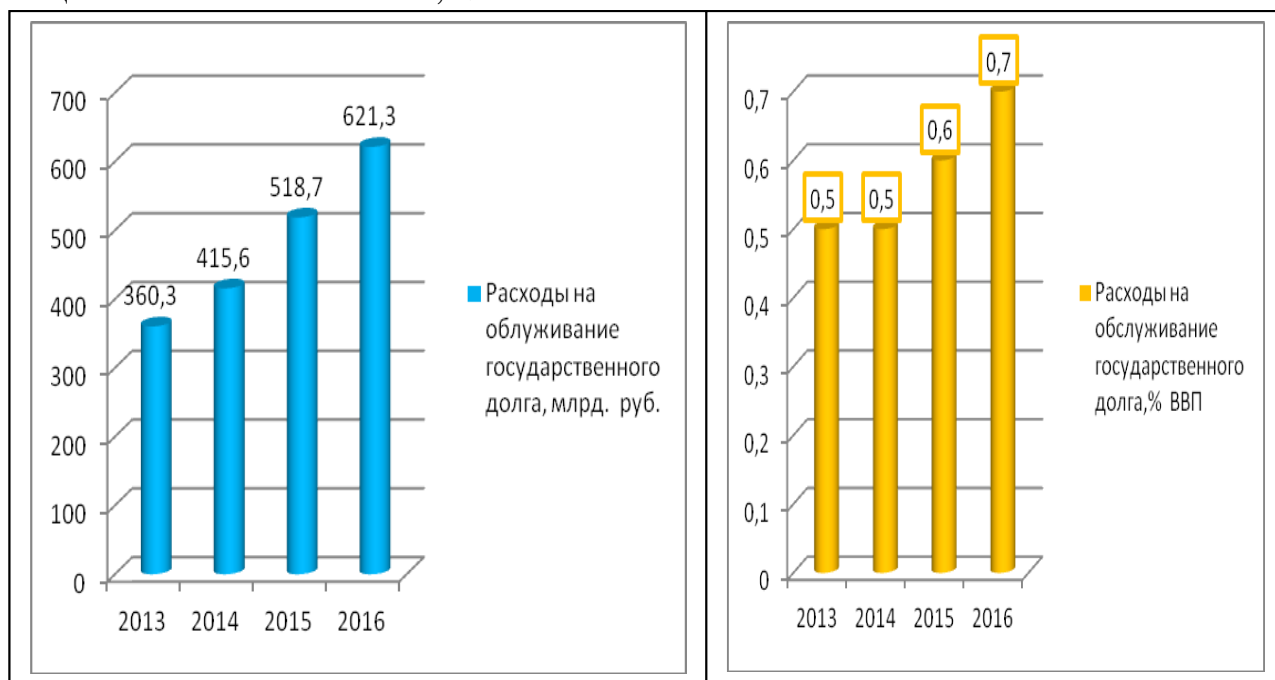


Рисунок 2.30. Расходы на обслуживание государственного долга РФ с 2013-2016г.г.<sup>55</sup>

Риски рефинансирования государственного долга находятся на приемлемом уровне, так как в структуре госдолга, выраженного в ценных бумагах, преобладают среднесрочные (от 4 до 10 лет) – 46% и долгосрочные (от 10 лет) облигации – 26%, доля условно считааемых краткосрочными облигаций (до 3 лет) составляет 28%, в т.ч. обязательства, погашаемые в течение 2017 г. – 9,2% или 707,3 млрд. рублей. 50% объема портфеля государственных ценных бумаг, номинированных в национальной валюте, составляют «стандартные» облигации федеральных займов с постоянным купонным доходом и единовременной выплатой основной части долга - ОФЗ-ПД. Другая крупная категория государственного внутреннего долга

<sup>55</sup> Составлено автором на основании источника: Итоги реализации «Основных направлений государственной долговой политики РФ на 2013-2016г.г.»

(28%) - ОФЗ-ПК. Роль долговых инструментов иных видов - ГСО, ОФЗ-АД, ОФЗ-ИН, ОВОЗ, – относительно незначительна (рисунок 2.31, Приложение 2).

В целом, в 2013 - 2016 гг. долговая политика РФ была ориентирована на решение, в числе других, таких ключевых задач, как поддержание умеренной долговой нагрузки на федеральный бюджет и экономику в целом, сдерживание роста расходов на обслуживание государственного долга, соблюдение показателей и индикаторов, установленных в рассматриваемой области государственной программой «Управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков». Следует отметить, что на конец анализируемого периода, все без исключения общепринятые показатели долговой устойчивости РФ находились в пределах безопасных зон, табл. 2.1.

Таблица 2.1

Показатели долговой устойчивости Российской Федерации с 2013-2016г.г.

№ п/п	Показатель	2013	2014	2015	2016	Пороговое значение
1	Отношение государственного долга Российской Федерации к ВВП, %	10,6	13,2	13,5	13,2	20
2	Доля расходов на обслуживание государственного долга Российской Федерации в общем объеме расходов федерального бюджета, %	2,7	2,8	3,3	3,8	10
3	Отношение платежей на обслуживание и погашение государственного долга Российской Федерации к доходам федерального бюджета, %	6,8	5,6	10,6	9,2	15
4	Отношение государственного долга Российской Федерации к доходам федерального бюджета, %	58	71	80,2	82,5	100
5	Отношение государственного внешнего долга Российской Федерации к годовому объему экспорта товаров и услуг, %	9,7	14,2	15,2	18,4	220
6	Отношение расходов на обслуживание государственного внешнего долга Российской Федерации к годовому объему экспорта товаров и услуг, %	0,4	0,5	0,7	0,9	25

Так, в частности, отношение государственного долга РФ к ВВП увеличилось за анализируемый период на 2,6% и составило 13,2 % при пороговом значении 20%. Доля расходов на обслуживание государственного долга РФ в общем объеме расходов федерального бюджета и отношение платежей на обслуживание и погашение государственного долга РФ к доходам федерального бюджета увеличились и составили на конец анализируемого периода 3,8% и 9,2% соответственно, при пороговых значениях 10-15%. Отношение государственного долга РФ к доходам федерального бюджета возросло до 82,5%, а это на 24,5% выше показателя начала анализируемого периода, однако ниже порогового значения на 17,5%. Ниже пороговых значений остались и показатели отношения государственного внешнего долга РФ к годовому объему экспорта товаров и услуг и отношение расходов на обслуживание государственного внешнего долга РФ к годовому объему экспорта товаров и услуг и составили по данным на конец 2016 г. 18,4% и 0,9% соответственно.

Таким образом, в целом анализ долговой политики РФ за 2013-2016 г.г. показал, что не все мероприятия по совершенствованию государственной долговой политики были выполнены в полном объеме, что существенно повлияло на снижение показателей эффективности управления государственным долгом. В частности, к негативным результатам долговой политики следует отнести: опережения темпов прироста государственного долга по государственным гарантиям по сравнению с темпами прироста ВВП; на протяжении анализируемого периода наблюдается рост объема государственного долга по госгарантиям, в связи с этим, долговая нагрузка на федеральный бюджет, сопряженная с рисками исполнения государственных гарантий РФ, последовательно возрастала; кроме этого, за прошедший период ни одна из годовых программ государственных гарантий РФ не была реализована в полном объеме, а средние темпы прироста общего государственного долга, как минимум, превышали темпы прироста ВВП

страны. Однако, несмотря на это, на конец анализируемого периода, все без исключения общепринятые показатели долговой устойчивости РФ находились в пределах безопасных зон. Следовательно, проведенная долговая политика РФ требует принятия наиболее важных решений и разработки более эффективной государственной политики в системе управления долгом на перспективный период. Для того, чтобы рассмотреть основные мероприятия долговой политики России на период с 2017-2019 г.г. и оценить показатели реализации программ по управлению государственным долгом, необходимо перейти к следующей главе исследования.

## Глава 3 Перспективы развития долговой политики государства в РФ

### 3.1 Перспективные направления долговой политики государства РФ на 2017-2019 г.г.

Перспективные направления долговой политики РФ на период с 2017-2019г.г. предусмотрены государственной программой « Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019г.г. Согласно данной программы, основными факторами, определяющие характер и направления долговой политики РФ в 2017 – 2019 гг. будут являться: макроэкономические и внешние условия реализации долговой политики; государственные заимствования—как основной источник финансирования дефицита федерального бюджета и состояние внутреннего рынка долгового капитала . Рассмотрим подробнее сущность этих факторов.

1)Макроэкономические и внешние условия реализации долговой политики РФ . Предстоящий период 2017 – 2019 гг. несет в себе значительную макроэкономическую неопределенность и существенные риски для национальной экономики. Их материализация может привести как к недополучению федеральным бюджетом доходов и ограничению числа источников финансирования дефицита федерального бюджета, так и к появлению инициатив, направленных на увеличение государственных расходов. Согласно «Основным направлениям бюджетной политики на 2017-2019 гг.» к внешним условиям, которые будут оказывать значительное влияние на развитие национальной экономики, отнесены медленное восстановление мирового экономического роста, слабый внешний спрос и «подавленность» традиционных для России сырьевых рынков. Накопленные структурные дисбалансы могут проявить себя в странах с формирующимися рынками, в том числе в России, и будут усугублять замедление темпов роста глобального ВВП. Кроме этого, со сравнительно неблагоприятными внешними условиями, в российской экономике остается ряд нерешенных

специфических проблем. В их числе – низкий уровень диверсификации экономики, сложная демографическая ситуация, снижение доли населения в трудоспособном возрасте и рост населения старше трудоспособного возраста, низкий – по отношению к ВВП – уровень и качество инвестиций, существенные масштабы структурного дефицита федерального бюджета при большой доле бюджетных расходов в ВВП, неэффективная – с точки зрения стимулирования спроса – структура бюджетных расходов, низкая эффективность государственных компаний и высокий уровень регулируемых тарифов естественных монополий. Указанные внутренние условия будут в значительной степени ограничивать восстановление темпов роста российской экономики. Эти проблемы определяют особую актуальность решения задачи успешного проведения структурных экономических преобразований. В предстоящем периоде одним из ключевых рисков для российской экономики по-прежнему будет являться динамика нефтяных цен. С учетом глобальных тенденций спроса и предложения ожидается, что в указанном периоде цены на нефть будут колебаться в пределах 40-60 долл. США/барр.

Кроме того, существенным риском остается сохранение геополитической напряженности, затрудняющей доступ ряда системно значимых российских компаний к мировому рынку заемного капитала. Угроза эскалации этой напряженности негативно влияет на деловую и потребительскую активность. Другим фактором, негативно влияющим на уровень спроса на национальном долговом рынке, стало решение о «заморозке» до 2019 г. формирования гражданами России накопительной части пенсии. Эта составляющая пенсионной системы, по своей сути, является естественным источником «длинных» денег, наличие которых относится к числу важнейших предпосылок для стабильности рынка долгового капитала в любой стране.

Ключевыми факторами сохранения устойчивости федерального бюджета в планируемом периоде будут являться меры по уменьшению дефицита федерального бюджета на один процентный пункт в год и возврат к

«бюджетному правилу», устанавливающему особый порядок распределения нефтегазовых доходов и направленному на минимизацию негативного влияния на национальную экономику волатильности «конъюнктурных» доходов. Как известно, действие правила было приостановлено в 2016г. в связи с необходимостью адаптации федерального бюджета к изменившимся внешним и внутренним условиям. В то же время, «Основными направлениями бюджетной политики на 2017-2019 гг.» предусмотрено, что новая редакция «бюджетного правила» будет предусматривать ограничение расходов федерального бюджета при росте цены на нефть выше прогнозируемого уровня, обеспечение сохранения долговой устойчивости в случае уменьшения доходов федерального бюджета при падении цен на нефть. Проводимая Банком России в последние годы жесткая денежно-кредитная политика способствовала снижению инфляции с уровней около 17% в начале 2015 г. до 5,4% к концу 2016г. Сохранение данной политики позволит достичь стратегической цели по уровню инфляции - не выше 4% - уже в конце 2017г. В предстоящем периоде ожидается переход банковской системы от структурного дефицита ликвидности (хронической нехватки денежных ресурсов в экономике и необходимости постоянного кредитования коммерческих банков со стороны Банка России) к ее структурному профициту (отсутствие задолженности перед этим кредитором «последней инстанции»). Избыток свободных ресурсов, а также необходимость выполнения банками нормативов по краткосрочной ликвидности будут способствовать росту спроса на высококачественные финансовые активы с низким уровнем риска. Все эти факторы будут играть ключевую роль в формировании устойчивого спроса на государственные ценные бумаги и, как ожидается, будут способствовать созданию необходимых предпосылок для привлечения требуемых федеральному бюджету ресурсов на национальном рынке капитала по приемлемым уровням доходности.

2) Государственные заимствования – как основной источник финансирования дефицита федерального бюджета. В соответствии с федеральным законом о федеральном бюджете на 2017 г. и плановый период 2018-2019 гг. масштабы дефицита бюджета сохранятся на высоком уровне. В 2017г. этот показатель составит 3,2% ВВП, однако в 2018 и 2019 гг. – эти показатели покажут динамику к снижению и составят 2,2% и 1,2% соответственно, рисунок 3.1.

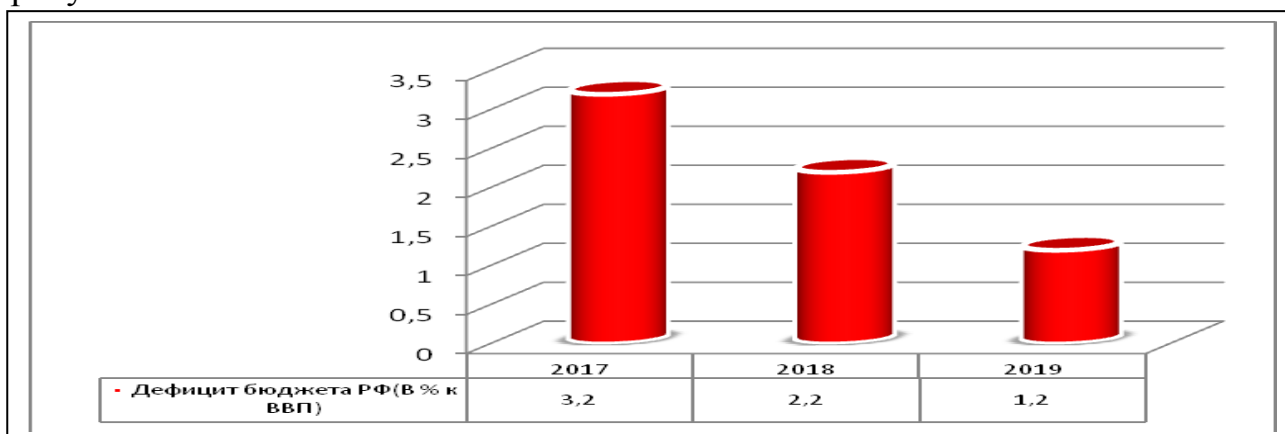


Рисунок 3.1. Дефицит бюджета РФ с 2017-2019г.г. (в % к ВВП)<sup>56</sup>

Одновременно серьезные изменения претерпит структура источников финансирования этого дефицита. По мере исчерпания средств, накопленных в Резервном фонде и ФНБ, будут последовательно увеличиваться объемы заимствований, прежде всего, на внутреннем рынке долгового капитала. К концу планируемого периода государственные заимствования, скорее всего, станут основным источником финансирования дефицита федерального бюджета. Их доля увеличится на 71% к уровню 2016г. и в 2019г. составит 91%, рисунок 3.2.

В то же время объемы чистых внешних заимствований, выраженных в ценных бумагах, примут отрицательные значения: минус 21,2 млрд. руб. в 2017 г., минус 60,1 и минус 13,2 млрд. руб. в 2018 и 2019 гг., соответственно. Валовые внутренние заимствования, напротив, возрастут с 1,2% ВВП в 2016 г.

<sup>56</sup> Составлено автором на основании источника: Основные направления государственной долговой политики на 2017-2019 гг.

до 1,7% в 2019 г. В этот год чистые внутренние заимствования достигнут 1,1% ВВП (против 0,6% ВВП в 2016г.).



Рисунок 3.2. Изменение структуры основных источников финансирования дефицита федерального бюджета, %<sup>57</sup>

Данные значения станут максимальными за всю историю современной России. Таким образом, налицо тенденция к накоплению существенных бюджетных рисков, связанных, как минимум, с возможным ухудшением для РФ как суверенного заемщика финансовых условий заимствований и ростом долговой нагрузки. При самом негативном сценарии речь может идти о невозможности привлечения заемных ресурсов в необходимых объемах и на приемлемых условиях.

3) Состояние внутреннего рынка долгового капитала в РФ. В период с 2013 по 2016 г. объем внутреннего долгового рынка РФ вырос с 9,4 до 16,2 трлн. руб.(рисунок 3.3.) или с 13,3% до 19,5% ВВП. В среднем ежегодно рынок увеличивался примерно на 20%. За указанный период сегмент государственных ценных бумаг вырос на 2,3 трлн. руб., до 6,1 трлн. рублей, а сегмент корпоративных облигаций – на 4,2 трлн. руб. до 9,4 трлн. руб.. При этом рынок корпоративного долга показал несколько лучшую динамику, увеличиваясь ежегодно на 22,1% против 17,7% по сегменту государственного долга.

<sup>57</sup> Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019 гг.

На текущем этапе емкость российского рынка государственных облигаций в рублях пока еще заметно уступает большинству рынков облигаций в национальных валютах ряда других стран, сопоставимых с Россией по уровню экономического развития.

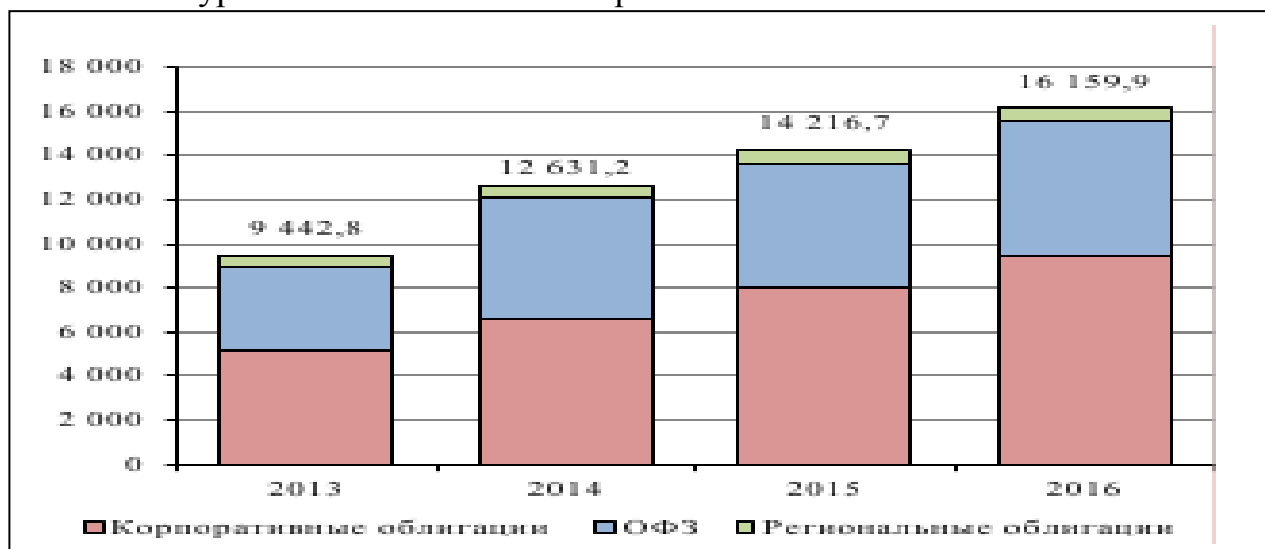


Рисунок 3.3. Структура внутреннего долгового рынка РФ (по состоянию на конец года), млрд. руб.<sup>58</sup>

Вместе с тем, учитывая, что в предстоящем периоде ежегодные валовые заимствования составят в среднем около 1,6 трлн. руб., то есть возрастут по сравнению с 2016 г. на 60%, рынок гособлигаций России имеет существенный потенциал роста. В случае выполнения в полном объеме программ государственных внутренних заимствований, к 2019г. объем рынка государственных ценных бумаг возрастет на 3,3 трлн. руб., до 9,4 трлн. руб. или с 7,4% до 9,5% ВВП. При этом прирост за трехлетний период составит 53%, что почти в 1,5 раза превысит соответствующий показатель за период 2013-2016 гг. (39%).

Таким образом, выше были рассмотрены основные факторы, определяющие характер и направления долговой политики РФ в 2017 – 2019 гг., в частности : макроэкономические и внешние условия реализации долговой политики; государственные заимствования, внутренний рынок долгового

<sup>58</sup> Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019 гг.

капитала. К приоритетам и инструментам долговой политики РФ на период с 2017-2019 г.г. относятся: заимствования на внутреннем и международных рынках долгового капитала, государственная гарантийная поддержка, рассмотрим подробнее эти направления, рисунок 3.4.

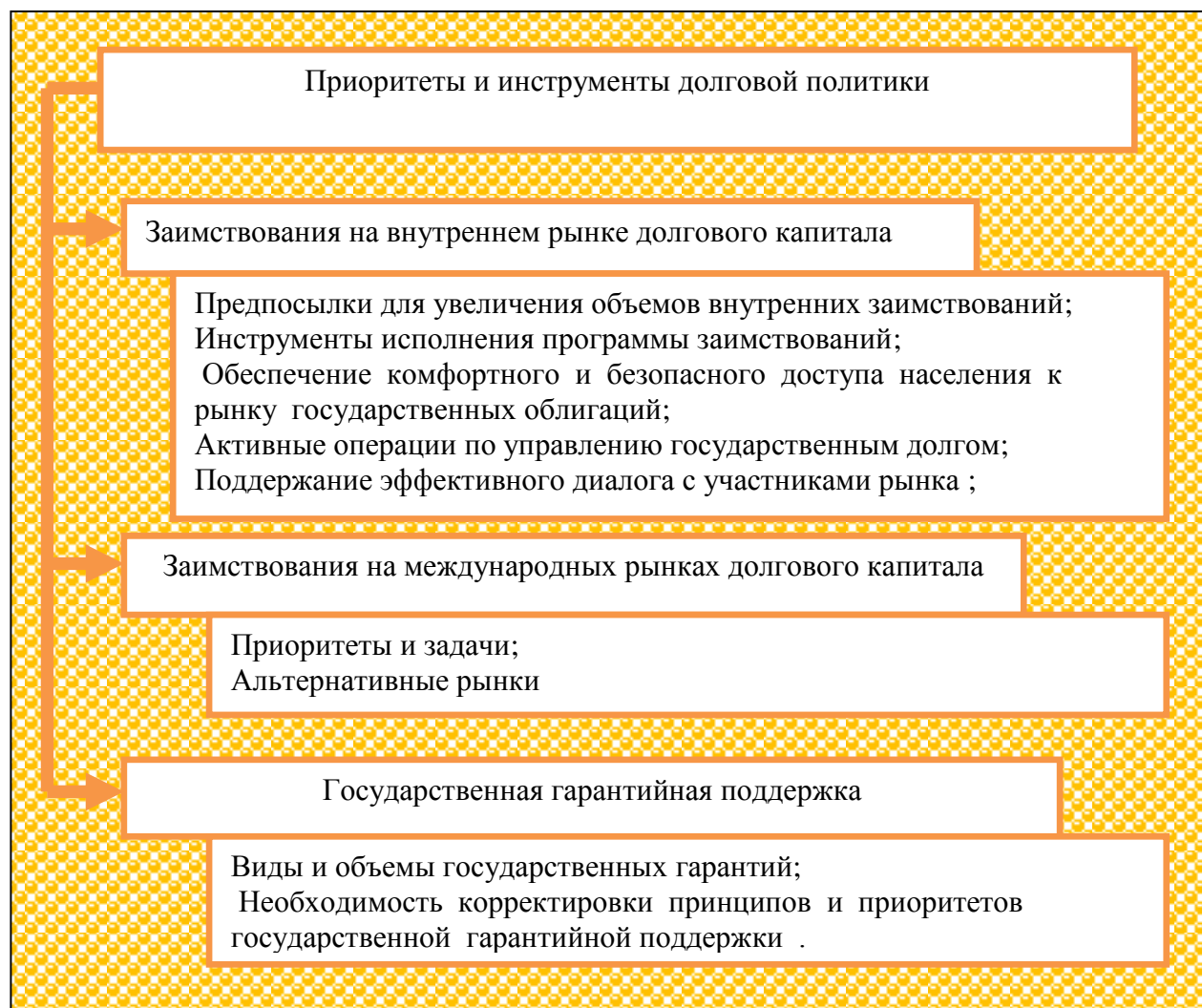


Рисунок 3.4. Приоритеты и инструменты долговой политики РФ на 2017-2019г.г.<sup>59</sup>.

- 1) Заимствования на внутреннем рынке долгового капитала
  - а) Предпосылки для увеличения объемов внутренних заимствований

<sup>59</sup> Составлено автором на основании источника: Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019 гг.

В предстоящий период национальный долговой рынок выступит в качестве основного источника финансирования дефицита федерального бюджета. Ожидается, что в 2017-2019 гг. чистые внутренние заимствования будут превышать 1 трлн. руб. в год (рисунок 3.5). Запланированные объемы привлечения более чем в три раза превышают средний ежегодный объем чистых внутренних заимствований за последние шесть лет.

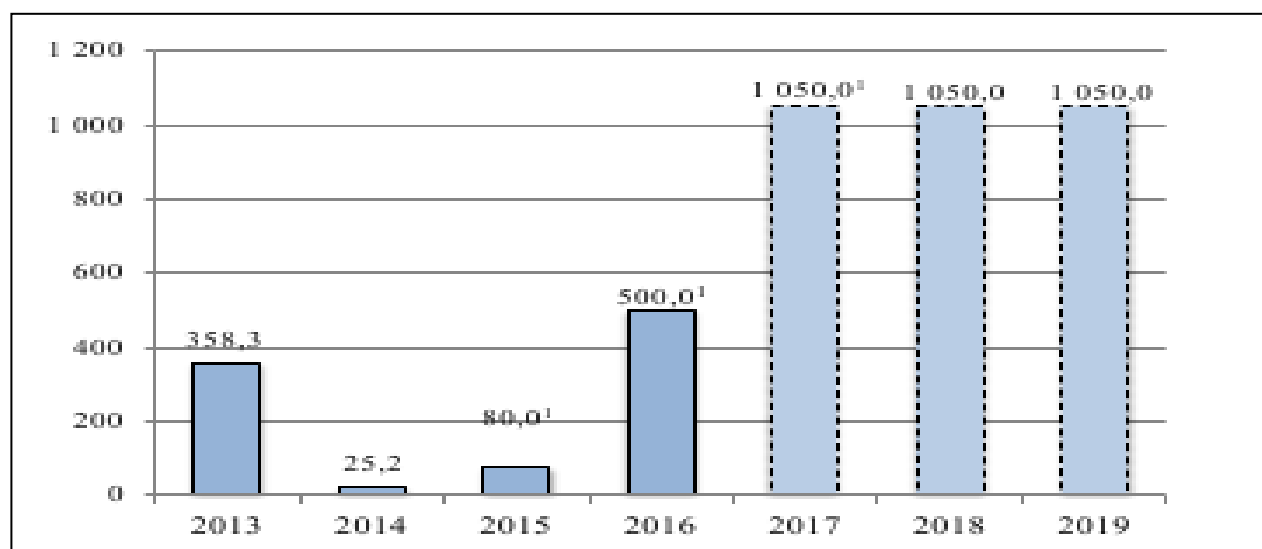


Рисунок 3.5. Динамика объемов чистого привлечения средств в 2013-2019 гг. за счет эмиссии государственных ценных бумаг в валюте РФ, млрд. руб.<sup>60</sup>

Реалистичность планов по столь значительному наращиванию объемов заимствований без риска раскручивания долговой спирали и без ущерба для рынка корпоративного долга обуславливается следующими обстоятельствами. Прежде всего, ожидается снижение инфляции до 4% и сохранение на соответствующих умеренных уровнях процентных ставок в экономике, что будет способствовать росту привлекательности инструментов с фиксированной доходностью. Вторым существенным условием является ожидаемое наличие у российских банков, выступающих «якорными» инвесторами на внутреннем долговом рынке, значительного объема ликвидности, источником которой станут, прежде всего, средства федерального бюджета, поступающие в

<sup>60</sup> Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019 гг.

экономику. В результате, участники рынка будут иметь возможность увеличить объемы своих вложений в государственные ценные бумаги. Нерезиденты сохраняют свое присутствие на рынке российских гособлигаций, однако, скорее всего, не будут готовы наращивать свои позиции в ОФЗ теми же темпами, что и российские инвесторы. В результате, объем вложений иностранных участников рынка хоть и вырастет в абсолютном выражении, но доля нерезидентов на долговом рынке будет планомерно «размываться», опускаясь ниже текущих значений, оцениваемых на уровне 26% . Значительная доля нерезидентов среди держателей государственных ценных бумаг, безусловно, может считаться одним из свидетельств зрелости российского рынка. Однако активность иностранных инвесторов – из-за повышенной «мобильности» их капиталов и специфических предпочтений по типам долговых инструментов – сопряжена с определенными рисками для стабильного функционирования национального рынка и является объектом пристального внимания со стороны как Минфина России, так и Банка России. В этом контексте ожидаемая тенденция к снижению доли присутствия нерезидентов будет способствовать минимизации данных рисков.

б). Инструменты исполнения программы заимствований

Решение задачи привлечения заемных средств в запланированных объемах требует диверсификации предлагаемых участникам рынка долговых инструментов по типам и срокам, планомерного поддержания и развития базы инвесторов. Основными инструментами исполнения программы государственных внутренних заимствований останутся ОФЗ-ПД и ОФЗ-ПК. При этом, по сравнению с предыдущим периодом, роль инструментов с плавающей процентной ставкой будет возрастать. При относительно стабильной ситуации на рынке и тренде на снижение процентных ставок акцент будет делаться на размещении средне- и долгосрочных ОФЗ-ПД. Напротив, в периоды повышенной волатильности процентных ставок предпочтение будет отдаваться эмиссии «защитных» инструментов – ОФЗ-

ПК, а также ОФЗ-ИН. Однако привлечение средств за счет эмиссии ОФЗ-ИН не рассматривается в качестве значимого источника финансирования дефицита федерального бюджета. Заимствования в этом инструменте будут ориентированы, прежде всего, на решение задачи создания адекватного ориентира по стоимости заимствований для корпоративных заемщиков и индикатора, отражающего инфляционные ожидания участников рынка. Эмиссия облигаций с изменяющимся уровнем дохода (ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН) станет одним из способов минимизации стоимости привлечения государством заемных средств на длительный срок в условиях, когда процентные ставки по инструментам с фиксированным доходом (ОФЗ-ПД) объективно завышены. Однако выпуск таких облигаций сопряжен для эмитента с риском роста стоимости обслуживания долга в будущем (процентный риск). Как следствие, объем эмиссии таких инструментов не может не быть ограничен. Исходим из того, что совокупная доля ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН в общем объеме государственного внутреннего долга, выраженного в ценных бумагах, не превысит отметку в 20-25% объема государственного внутреннего долга. В настоящее время данный показатель уже достиг 17% . Одним из дополнительных факторов роста привлекательности рынка ОФЗ является развитие рынка производных инструментов на госбумаги. С 2011г. на Московской Бирже инвесторам предлагаются фьючерсы на корзины ОФЗ со сроками погашения от двух до пятнадцати лет, а с 2016 г. – и фьючерс на ставку РУОНИА, позволяющий хеджировать риск при покупке ОФЗ с переменным купонным доходом. Однако объемы сделок с данными инструментами незначительны и существенно ниже объема торгов на ОФЗ. К числу причин недостаточной развитости указанного сегмента могут быть отнесены факторы как объективного характера (ограниченное количество участников: из 13 крупнейших дилеров ОФЗ на данном рынке представлены только 3), так и нормативные ограничения, связанные с управлением коллективными инвестициями (запрет управляющим компаниям использовать

производные инструменты при управлении пенсионными средствами). Тем не менее, в предстоящем периоде будет продолжена проработка вопросов развития рынка производных инструментов на ОФЗ в целях снижения затрат инвесторов на управление процентными рисками, повышения ликвидности спот-рынка ОФЗ и, как следствие, роста привлекательности государственных ценных бумаг и снижения стоимости заимствований РФ на внутреннем рынке капитала. На текущем этапе «линейка» долговых инструментов Минфина России вполне обеспечивает потребности различных категорий участников национального рынка капитала. В этой связи в предстоящем периоде не планируется возврат к практике размещения таких нерыночных долговых инструментов, как ГСО, выпускавшиеся в предыдущие годы в целях удовлетворения спроса со стороны российских институциональных инвесторов, осуществляющих размещение средств пенсионных накоплений. Приоритетным направлением эмиссионной политики в планируемом периоде будет выпуск средне- и долгосрочных государственных ценных бумаг. Несмотря на риски некоторого сокращения сроков заимствований на фоне значительного увеличения объема предложения, стратегической целью по-прежнему остается увеличение средней дюрации долгового портфеля до 5 лет (по состоянию на конец 2016г. – 3,9 года). В планируемом периоде Минфин России продолжит принимать меры, направленные на повышение ликвидности гособлигаций и открытости рынка государственного долга в целях увеличения доли российских инструментов в глобальных облигационных индексах. Решение этой задачи будет способствовать росту спроса на указанные бумаги, поскольку прямо связано с необходимостью воспроизведения структуры портфеля ценных бумаг, включенных в глобальные индексы, многими институциональными инвесторами и фондами.

в) Обеспечение комфортного и безопасного доступа населения к рынку государственных облигаций. В предстоящем периоде планируется осуществить эмиссию новых долговых инструментов, ориентированных

исключительно на российских физических лиц, т.е. на категорию инвесторов, доля которой в структуре держателей гособлигаций в настоящее время является незначительной. Целью выпуска данных специальных государственных ценных бумаг является не столько фискальная функция, сколько повышение финансовой грамотности населения, воспитание у него культуры сохранения и инвестирования средств, в том числе, за счет стимулирования граждан к средне- и долгосрочным сбережениям. При этом, по крайней мере, на первом этапе, потенциал данного инструмента с точки зрения выполнения программы заимствований весьма ограничен (планируемый ежегодный объем размещения «розничных» ОФЗ – 20-30 млрд. руб.).

Приходится учитывать то обстоятельство, что эмиссия сопряжена с высокими операционными и административными издержками, связанными, прежде всего, с созданием и поддержанием системы дистрибуции этих ценных бумаг. Важным отличием облигаций для населения от «классических» ОФЗ станет нерыночный характер нового инструмента, отсутствие их вторичного обращения, запрет на владение ими юридическими лицами. По своим характеристикам и уровню риска облигации для населения будут «находиться» между банковскими депозитами и обычными ОФЗ, обращающимися на организованном финансовом рынке. По этой причине, новые бумаги, скорее всего, не будут конкурировать с банковскими вкладами. Для граждан, которые не являются профессиональными участниками рынка, покупка и владение «розничными» ОФЗ станет своего рода промежуточным шагом на пути от традиционного инструмента сбережений, которым является банковский депозит, к рыночным ценным бумагам, имеющим вторичное обращение и сопряженным с повышенными рисками.

г). Активные операции по управлению государственным долгом.

Учитывая сохранение в портфелях участников рынка значительного объема неликвидных государственных ценных бумаг, размещенных в предыдущие годы преимущественно нерыночным способом (вне аукционов),

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

Проведение операций обмена будет также направлено на решение следующих задач: замена выпусков с нестандартными (незначительными) объемами на эталонные выпуски с объемом в обращении не менее 250 млрд. рублей; сокращение государственного долга или расходов на его обслуживание; корректировка «аномалий» ценообразования обращающихся на рынке облигаций, повышение репрезентативности кривой доходности ОФЗ; уменьшение доли Банка России во владении отдельными выпусками государственных облигаций. Повышение ликвидности обращающихся ОФЗ, обеспечиваемое в результате решения перечисленных выше задач, будет способствовать росту доли государственных ценных бумаг РФ в глобальных индексах облигаций, важнейшим требованием для включения в которые является уровень ликвидности долговых инструментов. Это, в свою очередь, будет стимулировать спрос на российский риск со стороны нерезидентов.

д) Поддержание эффективного диалога с участниками рынка. Как эмитент государственных ценных бумаг, Минфин России придает существенное значение поддержанию конструктивного диалога со всеми категориями инвесторов. Основная цель такого взаимодействия — установление с участниками рынка режима «обратной связи» для выявления их настроений и предпочтений, получение актуальной информации о

специфике инвестиционного спроса по типам, срокам и объемам долговых инструментов. В этой связи планируется проведение следующих мероприятий:

1) регулярное – не реже раза в квартал - проведение встреч и телефонных конференций с ключевыми участниками рынка; 2) публикация на официальном сайте Минфина РФ в сети Интернет актуальной информации о состоянии государственного долга и экономики РФ, планах государственных заимствований, «Основных направлений государственной долговой политики РФ» на русском и английских языках, квартальных графиков аукционов по размещению ОФЗ, обнародование другой актуальной информации; 3) разъяснение принимаемых решений в области государственного долга РФ; 4) совершенствование на постоянной основе и приведение в соответствие с лучшими международными стандартами разделов официального сайта Минфина России, посвященных вопросам реализации государственной долговой политики РФ. Кроме того, в рамках мер, направленных на повышение глобальной привлекательности рынка российских гособлигаций, будет продолжено взаимодействие с организациями, осуществляющими расчет и публикацию глобальных индексов облигаций, на которые ориентируются различные категории участников международного рынка капитала.

2) Заимствования на международных рынках долгового капитала.

а) Приоритеты и задачи. В условиях прогнозируемого в предстоящем периоде положительного сальдо текущего счета отсутствует объективная потребность в привлечении Российской Федерацией заемных ресурсов в иностранной валюте. Приток этих средств оказывал бы дополнительное нежелательное давление на курс национальной валюты. В этой связи в 2017-2019 гг. планируется продолжить практику ежегодных заимствований на международном рынке капитала в ограниченных объемах. Это необходимо для сохранения присутствия России на рынке как суверенного заемщика и поддержания репрезентативной кривой доходности долговых обязательств РФ в иностранной валюте, а также для увеличения числа и круга инвесторов,

готовых приобретать российские суверенные облигации, и создания предпосылок для улучшения условий заимствований российских корпоративных эмитентов. При размещении на внешних долговых рынках основной «фокус-группой» по-прежнему будут выступать нерезиденты. Данный подход представляется абсолютно оправданным, поскольку в полной мере отвечает заявленным выше целям государственных внешних заимствований. Инвесторам, чей капитал имеет российское происхождение, предлагается ориентироваться на суверенные долговые инструменты в рублях. Набор предлагаемых на текущем этапе ОФЗ и по срокам, и по типам в целом «закрывает» их потребности. В ближайшие три года выпуск еврооблигаций по-прежнему будет осуществляться преимущественно в долларах США, поскольку глобальный рынок долговых инструментов в этой валюте является наиболее емким и позволяет минимизировать стоимость привлекаемых средств. При этом, в случае формирования соответствующих предпосылок, иностранным инвесторам будут предлагаться и облигации, номинированные в иных валютах, например, в евро. Решения о том, в какой валюте будут осуществляться заимствования на внешних рынках, будут приниматься с учетом потребностей создания для российских корпоративных заемщиков соответствующих ориентиров доходности. В данном контексте будет продолжено изучение предпосылок и возможностей осуществления заимствований в китайских юанях. Полученный в 2016г. положительный опыт обуславливает оправданность использования национальной инфраструктуры финансового рынка при размещении еврооблигаций. Этот подход, однако, не означает полного отказа от сотрудничества с системообразующими зарубежными финансовыми институтами, особенно с теми из них, которые демонстрируют готовность работать в России и с Россией, несмотря на оказываемое на них давление. Безусловно, будет продолжено активное взаимодействие с международными расчетно-клиринговыми системами Euroclear и Clearstream, обеспечивающими иностранным инвесторам

комфортный доступ к рынку российских долговых инструментов как в иностранной, так и в российской валюте. В целях удовлетворения спроса нерезидентов на российский риск исходим из целесообразности предоставления на законодательном уровне глобальным банкам, оказывающим клиентам кастодиальные услуги по всему миру, права открывать счета депо иностранного номинального держателя в центральной депозитарии России – в НРД. В настоящее время таким правом обладают только иностранные центральные депозитарии и расчетно-клиринговые системы. В рамках проведения операций по активному управлению государственным внешним долгом и в целях обеспечения более равномерной долговой нагрузки на федеральный бюджет, в предстоящем периоде планируется выпуск новых еврооблигаций и их использование для обмена (вывода с рынка) ранее выпущенных долговых обязательств, номинированных в иностранной валюте.

б) Альтернативные рынки. В условиях сохраняющейся геополитической напряженности, следствием которой стало ограничение доступа РФ и отечественных компаний к внешнему финансированию, приобретает особую актуальность решение задачи обеспечения доступа России и ее хозяйствующих субъектов к альтернативным источникам заемных ресурсов. Безусловный приоритет в рассматриваемой области – выпуск новых долговых инструментов, регулируемых российским правом, с использованием национальной инфраструктуры финансового рынка и с опорой на отечественные финансовые институты. Наиболее перспективным в этой связи представляется размещение на Московской Бирже ОФЗ, номинированных в китайских юанях и ориентированных не на «офф-шорных», а на внутренних («материковых») инвесторов из Китайской Народной Республики. Основными аргументами в пользу выбора национальной валюты КНР в качестве валюты дебютного выпуска облигаций являются высокая емкость внутреннего долгового рынка Китая, внушительный потенциал юаня как новой резервной валюты,

а также важность развития двустороннего сотрудничества с этой страной в финансово-экономической сфере.

### 3) Государственная гарантийная поддержка.

#### а) Виды и объемы государственных гарантий .

Как и в предыдущие годы, формирование программ государственных гарантий РФ на предстоящий период осуществляется на основании предложений заинтересованных федеральных органов исполнительной власти, ответственных за государственную политику в соответствующих отраслях экономики, и с учетом опыта оказания государственной гарантийной поддержки предыдущих лет.

Общий объем предусмотренных к предоставлению в 2017г. государственных гарантий в национальной валюте составляет 190,1млрд. руб., то есть будет на 87% ниже уровня предшествующего года. Тенденция к уменьшению государственной гарантийной поддержки сохранится и в 2018-2019 гг. Объемы предоставления гарантий запланированы в суммах 133,5 и 119,7 млрд. руб., соответственно. Что касается госгарантий в иностранной валюте, то в течение следующих трёх лет их суммы будут сохраняться, в среднем, на уровне, эквивалентном 83,0 млрд. руб. в год (рисунок 3.6). На предстоящий период будут существенно сокращены объемы гарантийной поддержки инвестиционных проектов (в среднем на 43% по сравнению с 2016 г.). Вместе с тем, данное направление господдержки по-прежнему рассматривается в качестве приоритетного. Госгарантии будут предоставляться как на реализацию проектов в отдельных отраслях экономики и видах производства (в том числе в рамках федеральной целевой программы «Развитие оборонно-промышленного комплекса РФ на 2011–2020годы», развития двигателестроения для гражданской авиации), так и на реализацию проектов в отдельных регионах страны (Северо-Кавказский федеральный округ). Сохранится и поддержка деятельности АО «РОСНАНО», включая предоставление государственных гарантий по кредитам, привлекаемым

заинтересованными организациями для приобретения принадлежащих Обществу предприятий.

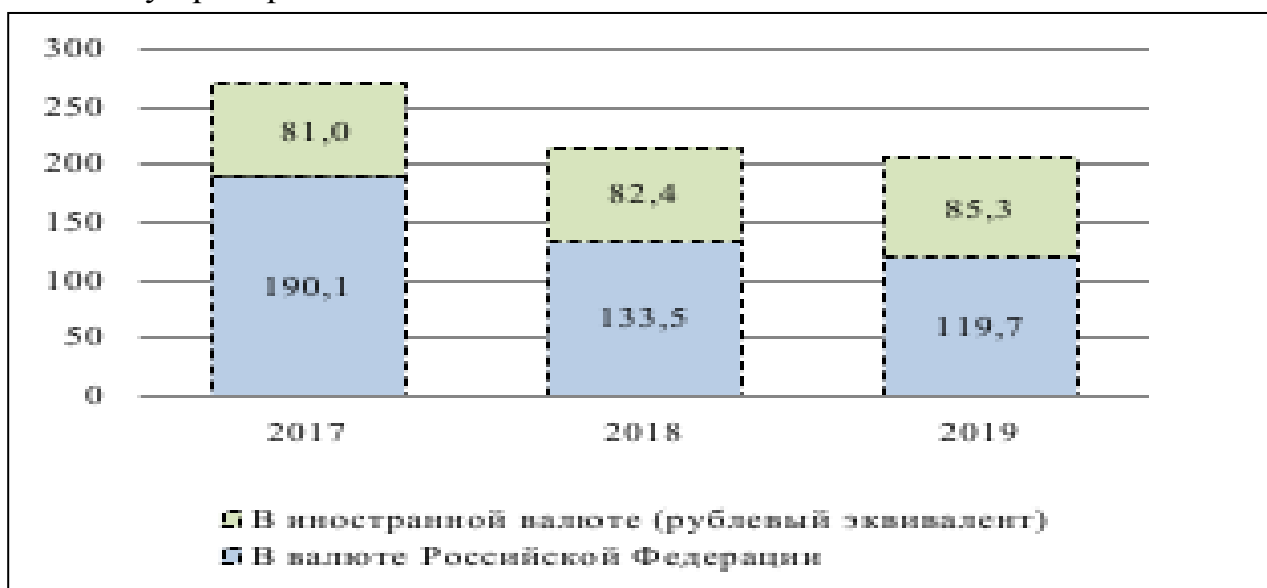


Рисунок 3.6. Планируемые объемы предоставления государственных гарантий РФ с 2017-2019г.г., млрд. руб.<sup>61</sup>

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

Структура планируемых к предоставлению государственных гарантий, в целом, ориентирована на поддержку предприятий, столкнувшихся с последствиями экономического кризиса, и значимых инвестиционных проектов, а также проектов, связанных с экспортом российской высоко-технологичной продукции. Учитывая масштабы запланированной гарантийной поддержки и сохраняющийся на неё высокий спрос как со стороны кредиторов, так и заёмщиков, в 2017-2019гг. объем государственного долга по госгарантиям продолжит рост(рисунок 3.7.), хотя и более низкими темпами, чем в предыдущие годы. Как следствие, долговая нагрузка на федеральный

<sup>61</sup> Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019 гг.

бюджет, связанная с возможными рисками исполнения госгарантий, будет находиться на высоком уровне и продолжит возрастать.



Рисунок 3.7. Динамика прогноза государственного долга по государственным гарантиям РФ и ВВП, %<sup>62</sup>

Следствием роста государственного долга РФ по госгарантиям является увеличение объемов бюджетных ассигнований, предусматриваемых на их возможное исполнение (Рисунок 3.8). Учитывая долгосрочный характер обязательств, обеспечиваемых государственными гарантиями (до 30 лет), основная нагрузка по возможному исполнению принятых обязательств ложится на бюджеты будущих периодов. Расчеты предельных объемов этих ассигнований осуществляются по действующим на момент подготовки проекта федерального бюджета государственным гарантиям, исходя из фактических объемов обеспеченных ими обязательств и с учетом оценки вероятности наступления гарантийных случаев.

В предстоящий период потребуются существенно большие (в среднем на 122% или 55,7 млрд. руб.) ежегодные объёмы бюджетных ассигнований на исполнение госгарантий в рублях, чем в 2016г. Напротив, ассигнования на исполнение госгарантий в иностранной валюте планируется сократить в среднем на 47% (3 млрд. руб.). При этом средства на исполнение будут предусматриваться только по источникам финансирования дефицита

<sup>62</sup> Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019 гг.

федерального бюджета. В расходах федерального бюджета соответствующие ассигнования не предусмотрены из-за отсутствия действующих в период 2017-2019 гг. в госгарантий, выраженных в иностранной валюте и предоставленных без права регрессного требования.



Рисунок 3.8. Динамика объема бюджетных ассигнований, планируемых на исполнение государственных гарантий РФ, млрд. руб.<sup>63</sup>

Б)Необходимость корректировки принципов и приоритетов государственной гарантийной поддержки. К концу планируемого периода государственная гарантийная поддержка достигнет таких масштабов, что её последствия–государственный долг по условным обязательствам федерального бюджета – станут одним из важных факторов финансовой стабильности России. По этой причине планируется не только переходить к проведению более консервативной политики в рассматриваемой области, но и как можно оперативнее устранить ряд недостатков текущей практики. В их числе: предоставление государственной гарантийной поддержки «планово-убыточным проектам»; плохо оцениваемое и плохо администрируемое распределение рисков между государством и участниками проекта, которому оказывается гарантийная поддержка; отсутствие ответственности принципала за нереали-

<sup>63</sup> Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019 гг.

зацию поддерживаемых государством инвестиционных проектов и др. (Приложение 3).

Резюмируя вышеизложенное можно сделать вывод, что в целом, вне зависимости от геополитической и макроэкономической ситуации, конъюнктуры внешних и внутренних рынков, в предстоящем периоде государственная долговая политика будет направлена на осуществление заимствований РФ в объемах, необходимых для решения поставленных социально-экономических задач. При этом будут обеспечены финансовые интересы РФ и как суверенного заемщика с точки зрения как «цены» заимствований, так и их структуры. Решению данной задачи будет способствовать постоянное присутствие России на внутреннем и внешнем рынках долгового капитала, предполагающего, в числе других мер, проведение прозрачной и последовательной аукционной политики, постоянное информационное взаимодействие с инвестиционным сообществом и рейтинговыми агентствами, последовательное увеличение числа и расширение круга инвесторов, заинтересованных во вложении денежных средств в государственные ценные бумаги РФ, дальнейшую модернизацию инфраструктуры внутреннего долгового рынка. Фактический объем государственных заимствований будет определяться результатами исполнения федерального бюджета, а также конъюнктурой внутреннего и внешнего долговых рынков. Накопленный объем финансовых обязательств перед национальными и зарубежными кредиторами будет находиться в пределах, исключающих появление угрозы долговой устойчивости РФ. Заемная политика будет направлена на поддержание кредитных рейтингов России и обеспечение ее безусловной платежеспособности. Для того, чтобы рассмотреть основные показатели государственных программ России по долговой политике на 2017-2019г.г. перейдем к следующему параграфу исследования.

### 3.2 Показатели реализации государственных программ по управлению государственным долгом РФ на 2017-2019 г.г.

Рассмотрим показатели реализации государственных программ по долговой политике РФ на период с 2017-2019г.г. Планируется, что в 2017- 2019 гг. государственный долг РФ будет ежегодно увеличиваться и в 2019г. составит 15133,7млрд. руб., а это на 9,83% выше показателя 2018г. и на 19,35% превысит значения 2017г., рисунок 3.9.

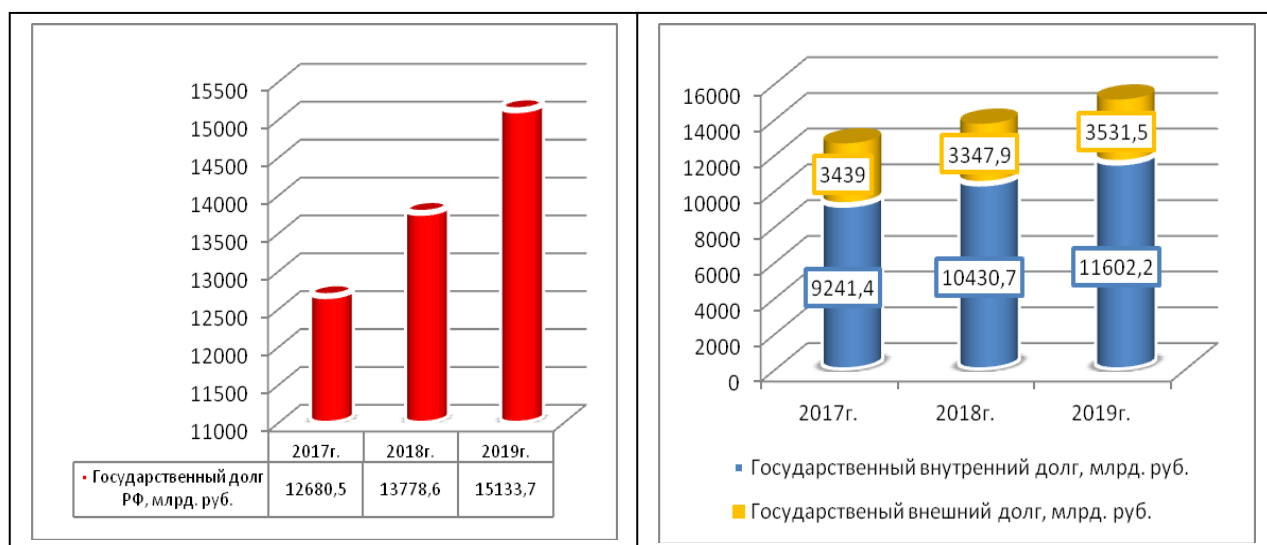


Рисунок 3.9. Динамика государственного долга РФ на период с 2017-2019г.г.<sup>64</sup>

При этом, рост государственного долга РФ будет обеспечен как за счет роста внутреннего, так и внешнего долга и по данным на конец анализируемого периода эти показатели составят 11602,2 млрд. руб. и 3531,5 млрд. руб. соответственно, рисунок 3.9.

Тем не менее, к началу 2017г. общий объем долговой нагрузки по-прежнему находился в безопасных пределах – менее 15% ВВП, что по мировым стандартам является умеренным значением (рисунок 3.10). Показатель общей долговой нагрузки на экономику выгодно отличает Россию как от развитых, так и от многих развивающихся стран.

<sup>64</sup> Составлено автором на основании источника: Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019 гг.



Рисунок 3.10. Динамика государственного внешнего и внутреннего долга РФ (в % к ВВП) за 2016-2019г.г.(по состоянию на конец года)<sup>65</sup>

Проводимая в последние годы долговая политика, в том числе меры по развитию внутреннего долгового рынка, в существенной степени способствовала стабилизации расходов на обслуживание государственного долга Российской Федерации. Ожидается, что в плановом периоде их сумма хотя и будет плавно нарастать, но не превысит 1% ВВП (рисунок 3.11) при ожидаемых средних темпах прироста объема госдолга 0,6% ВВП (Рисунок 3.10), что ниже среднего ожидаемого роста экономики – 1,5% ВВП ежегодно.

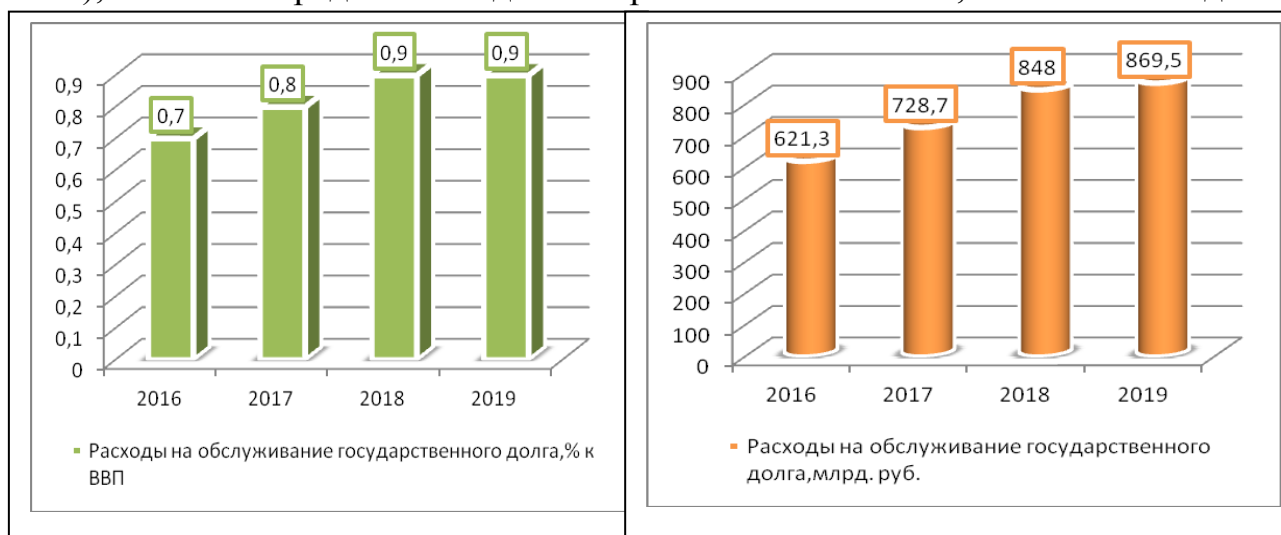


Рисунок 3.11. Динамика расходов на обслуживание государственного долга РФ с 2016-2019г.г.<sup>66</sup>

<sup>65</sup> Составлено автором на основании источника: Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019 гг.

В целом показатели долговой устойчивости РФ с 2017-2019г.г. хоть и будут иметь динамику роста, однако, в целом будут находиться в пределах нормативных значений, табл.3.1.

Таблица 3.1

Показатели долговой устойчивости Российской Федерации с 2017-2019г.г.

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

В частности, отношение государственного долга РФ к ВВП в прогнозном 2017-2019 г.г. будут колебаться в пределах от 14,6-15,7%, при пороговом значении 20%, Доля расходов на обслуживание государственного долга РФ в общем объеме расходов федерального бюджета в 2017г. составит 4,5%, в 2018-2019г.г. этот показатель будет куда выше и составит 5,3% и 5,4% при

<sup>66</sup> Составлено автором на основании источника: Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019 гг.

нормативном значении 10%. Отношение платежей на обслуживание и погашение государственного долга РФ к доходам федерального бюджета существенно меняться не планирует и составит в пределах 11,5-11,6%. Показатель отношения государственного долга РФ к доходам федерального бюджета к 2017-2018г.г. будет находится в пределах ниже нормативного значения и составит 94,0-99,8%, к 2019г. произойдет рост показателя до 101,9-104,2%.

Отношение государственного внешнего долга Российской Федерации к годовому объему экспорта товаров и услуг снизится до 17,5% к 2019г. Произойдет и снижение показателя отношения расходов на обслуживание государственного внешнего долга РФ к годовому объему экспорта товаров и услуг до 0,8% к 2019г., а это на 0,4% ниже значения 2018г. и на 0,1% ниже показателя начала анализируемого периода.

Таким образом, несмотря на рост показателей долговой устойчивости РФ на период с 2017-2019г.г., они все же будут находится в пределах нормативных значений, что существенно отличает экономику России от развитых и от многих развивающихся стран.

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

сохранение гибкости при осуществлении государственных заимствований. Помимо обеспечения финансирования федерального бюджета путем привлечения ресурсов на внутреннем и международном рынках капитала, долговая политика будет направлена на достижение оптимального соотношения дюрации и доходности суверенных долговых обязательств, дальнейшее развитие внутреннего рынка долгового капитала, восстановление и повышение кредитных рейтингов, формирование адекватных ориентиров по уровню кредитного риска для корпоративных заемщиков. Одновременно будут решаться и такие «сопутствующие» задачи, как стимулирование субъектов РФ и муниципальных образований к проведению ответственной долговой политики, совершенствование системы мониторинга рисков внешних заимствований корпоративного сектора, повышение адаптивности механизма предоставления государственных гарантий к потребностям роста экономики и диверсификации ее структуры.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Функционирование государственного кредита ведёт к образованию государственного долга, который представляет собой сумму накопленных бюджетных дефицитов за вычетом суммы профицитов бюджета, которые имели место в стране. Причинами возникновения государственного долга являются: увеличение расходов государства без соответствующего роста его доходов; циклические спады экономики; сокращение налогов для стимулирования экономики без одновременного уменьшения государственных расходов.

Деятельность органов власти по управлению государственным долгом иначе называется- долговая политика, она формирует идеологию управления государственными заимствованиями, определяет стратегию и тактику управления государственным долгом и основные направления органов власти по их реализации. При этом, факторами долговой политики государства являются: дефицит федерального бюджета, уровень государственного долга, состояние мирового рынка капиталов. К принципам долговой политики РФ следует отнести: замещение государственного внешнего долга внутренними заимствованиями; развитие рынка государственных ценных бумаг; использование инструментов долговой политики с целью осуществления дополнительной стерилизации излишней денежной массы и борьбы с инфляцией; использование государственных гарантий для стимулирования экономического роста.

При этом, долговая политика государства имеет свои цели и задачи. Цели долговой политики классифицируются следующим образом: экономические; политические; социальные; обеспечение национальной безопасности. Для достижения указанных целей, государство решает следующие задачи: минимизация стоимости долга; эффективное использование привлеченных средств, контроль за использованием полученных кредитных ресурсов.

Эффективность долговой политики оказывает существенное влияние на макроэкономические показатели, которые за 2000-2015г.г. показали, что в РФ наблюдается рост численности населения, однако по отношению к показателям 2000 г. численность населения России осталась без существенных изменений и составила в 2015г. -146,5 млн. чел. Рост численности за 2005-2015 г.г. произошел в основном за счет миграционного прироста, естественный прирост населения незначителен, а с 2000-2012 г.г. показатели естественного прироста имели и вовсе отрицательные значения. Среднегодовая численность занятых, ежегодно растет, хотя темпы роста этого показателя незначительны. В краткосрочном периоде с 2012- 2015 г.г. положительной является и динамика численности безработных, хотя по сравнению с данными на начало анализируемого периода число безработных в России снизилось. Среднедушевые доходы и расходы населения ежегодно растут, однако темпы роста этих показателей к концу анализируемого периода замедлились.

Валовый внутренний продукт РФ увеличился за последние 15 лет, более, чем в десять раз и почти в два раза произошел рост к уровню 2010г. Наблюдается рост стоимости основных фондов и инвестиций в основной капитал России, растут показатели розничной торговли и сферы услуг. Не стоит на месте и динамика потребительских цен, а к 2014-2015 г.г. рост ускорился и индексы цен составили более 10%, чуть меньший рост цен наблюдается у производителей промышленных товаров.

Внешнеторговый оборот РФ имел не плохие настроения до 2012 г. и показывал ежегодный рост, однако с 2012г. наблюдается снижение этого показателя. При этом, снижение произошло как за счет экспорта, так и импорта товаров. Снижение объемов внешней и внутренней торговли, замедление темпов роста доходов населения, оказывают существенное влияние на доходную часть бюджета государства, при этом, дефицит бюджета к 2015 г существенно увеличил свой минус. Не исключением является и Международные резервы РФ, которые с 2012 г. нацелены на снижение. Однако,

этого нельзя сказать о Резервном фонде и Фонде национального благосостояния, которые не плохо чувствуют себя на протяжении анализируемого периода, и увеличивают свои показатели ежегодно. Следует отметить, что снижение темпов роста доходной части бюджета и рост темпов расходной части бюджета увеличивают его дефицит, это может быть связано с множеством факторов, в том числе и с неэффективностью расходования средств, невыполнения планов, неэффективной долговой политикой государства и других причин.

В связи с этим, в работе был представлен анализ основных направлений долговой политики РФ на период с 2013-2015г.г., которую планировалось осуществить по направлениям: совершенствования макроэкономических условий реализации долговой политики; введения бюджетного правила, сохранения низкого уровня государственного долга; улучшения состояния внутреннего рынка капитала, предоставления государственных гарантий и сохранения потребности в привлечении зарубежного заемного капитала со стороны корпоративного сектора. При этом, государственная долговая политика была направлена: на поддержание высокого уровня кредитных рейтингов страны; обеспечение оптимального соотношения дюрации и доходности суверенных долговых обязательств, обеспечение финансирования дефицита федерального бюджета путем привлечения ресурсов на российском и международном рынках капитала на благоприятных условиях, формирование адекватных ориентиров по уровню кредитного риска для российских корпоративных заемщиков и др.

Однако, в целом анализ долговой политики РФ за 2013-2016 г.г. показал, что не все мероприятия по совершенствованию государственной долговой политики были выполнены в полном объеме, что существенно повлияло на снижение показателей эффективности управления государственным долгом. В частности, к негативным результатам долговой политики следует отнести: опережения темпов прироста государственного долга по государственным

гарантиям по сравнению с темпами прироста ВВП; на протяжении анализируемого периода наблюдается рост объема государственного долга по госгарантиям, в связи с этим, долговая нагрузка на федеральный бюджет, сопряженная с рисками исполнения государственных гарантий РФ, последовательно возрастала; кроме этого, за прошедший период ни одна из годовых программ государственных гарантий РФ не была реализована в полном объеме, а средние темпы прироста общего государственного долга, как минимум, превышали темпы прироста ВВП страны. Однако, несмотря на это, на конец анализируемого периода, все без исключения общепринятые показатели долговой устойчивости РФ находились в пределах безопасных зон. Следовательно, проведенная долговая политика РФ требует принятия наиболее важных решений и разработки более эффективной государственной политики в системе управления долгом на перспективный период. Для этого, была разработана государственная программа: «Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019г.г.» Согласно данной программы, основными факторами, определяющие характер и направления долговой политики РФ в 2017 – 2019 гг. будут являться: макроэкономические и внешние условия реализации долговой политики; государственные заимствования—как основной источник финансирования дефицита федерального бюджета и состояние внутреннего рынка долгового капитала . Рассмотрим подробнее сущность этих факторов. К приоритетам и инструментам долговой политики РФ на период с 2017-2019 г.г. относятся: заимствования на внутреннем и международных рынках долгового капитала, государственная гарантийная поддержка,

Планируется, что в 2017- 2019 гг. государственный долг РФ будет ежегодно увеличиваться и в 2019г. составит 15133,7млрд. руб., а это на 9,83% выше показателя 2018г. и на 19,35% превысит значения 2017г. Однако, в целом показатели долговой устойчивости РФ с 2017-2019г.г. хоть и будут иметь динамику роста, однако, в целом будут находиться в пределах нормативных

значений. В частности, отношение государственного долга РФ к ВВП в прогнозном 2017-2019 г.г. будут колебаться в пределах от 14,6-15,7%, доля расходов на обслуживание государственного долга РФ в общем объеме расходов федерального бюджета в 2017г. составит 4,5%, в 2018-2019г.г. этот показатель будет куда выше и составит 5,3% и 5,4% соответственно.

Отношение платежей на обслуживание и погашение государственного долга РФ к доходам федерального бюджета существенно меняться не планирует и составит в пределах 11,5-11,6%. Показатель отношения государственного долга РФ к доходам федерального бюджета к 2017-2018г.г. будет находится в пределах 94,0-99,8%, к 2019г. произойдет рост показателя до 101,9-104,2%.

Показатель отношения государственного внешнего долга РФ к годовому объему экспорта товаров и услуг снизится до 17,5% к 2019г., произойдет и снижение показателя отношения расходов на обслуживание государственного внешнего долга РФ к годовому объему экспорта товаров и услуг до 0,8% к 2019г., а это на 0,4% ниже значения 2018г. и на 0,1% ниже показателя начала анализируемого периода. Предстоящий период будет характеризоваться сохранением относительно низких темпов роста ВВП, структурными ограничениями его роста и, как следствие, существенными рисками при исполнении федерального бюджета.

В целом, вне зависимости от геополитической и макроэкономической ситуации, конъюнктуры внешних и внутренних рынков, в предстоящем 2017-2019г.г. государственная долговая политика будет направлена на осуществление заимствований РФ в объемах, необходимых для решения поставленных социально-экономических задач. При этом будут обеспечены финансовые интересы РФ и как суверенного заемщика с точки зрения как «цены» заимствований, так и их структуры. Решению данной задачи будет способствовать постоянное присутствие России на внутреннем и внешнем рынках долгового капитала, предполагающего, в числе других мер, проведение

прозрачной и последовательной аукционной политики, постоянное информационное взаимодействие с инвестиционным сообществом и рейтинговыми агентствами, последовательное увеличение числа и расширение круга инвесторов, заинтересованных во вложении денежных средств в государственные ценные бумаги РФ, дальнейшую модернизацию инфраструктуры внутреннего долгового рынка. Долговая политика РФ на предстоящий 2017-2019г.г. будет направлена на поддержание кредитных рейтингов России и обеспечение ее безусловной платежеспособности.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Конституция РФ(Принята Всенародным голосованием 12.12.93 г.(с изм.);
2. Федеральный закон от 27 июня 2011 г. N 161-ФЗ «О национальной платежной системе» (с измен. и доп. );
3. Федеральный закон от 10 июля 2002 г. N 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» ( с измен. и доп.);
4. Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» от 2 декабря 1990 г. N 395-І (с измен. и доп.);
5. Федеральный закон от 10 декабря 2003 г. N 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле»(с измен. и доп.);
6. Федеральный закон от 3 июня 2009 г. N 103-ФЗ «О деятельности по приему платежей физических лиц, осуществляемой платежными агентами» (с измен. и доп. );
7. Федеральный закон от 27 ноября 2010 г. N 311-ФЗ «О таможенном регулировании в Российской Федерации» (с изм. );
8. Закон РФ от 21 мая 1993 г. N 5003-І «О таможенном тарифе» (с изм.);
9. Федеральный закон от 8 декабря 2003 г. N 164-ФЗ «Об основах государственного регулирования внешнеторговой деятельности» (с изм. и доп.);
- 10.Федеральный закон от 04.05.2011 N 99-ФЗ «О лицензировании отдельных видов деятельности»(с изм. и доп. );
- 11.Федеральный закон «О валютном регулировании и валютном контроле» (с изм. и доп.);
- 12.Бюджетный кодекс РФ от 31 июля 1998 года N 145-ФЗ// Принят Государственной Думой 17 июля 1998 года. Одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 года. ( с изм. и доп. от 28 декабря 2016 г.)

- 13.Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая от 30 ноября 1994 г. N 51-ФЗ, часть вторая от 26 января 1996 г. N 14-ФЗ, часть третья от 26 ноября 2001 г. N 146-ФЗ и часть четвертая от 18 декабря 2006 г. N 230-ФЗ),(с изм. и доп.);
- 14.Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. N 195-ФЗ (с изм. и доп.);
- 15.Налоговый кодекс РФ(часть первая от 31 июля 1998 г. N 146-ФЗ и часть вторая от 5 августа 2000 г. N 117-ФЗ) (с изм. и доп. от 28 декабря 2016 г.);
- 16.Таможенный кодекс Российской Федерации от 28 мая 2003 г. N 61-ФЗ (ТК РФ)( с изм. и доп.);
- 17.Таможенный кодекс Таможенного союза (ТК ТС) (приложение к Договору о Таможенном кодексе таможенного союза, принятому Решением Межгосударственного Совета Евразийского экономического сообщества от 27 ноября 2009 г. N 17)(с изм. и доп.);
- 18.Анализ системы управления государственным долгом Российской Федерации: Аналитическая записка // Бюллетень Счетной палаты Российской Федерации. 2006. № 6 (102) [Электронный ресурс].[ Режим доступа: <http://www.ach.gov.ru/bulletins/2006/6-9.php>. ]
- 19.Аналитический обзор международного опыта применения принципов Кодекса лучшей практики. Возможности их использования в Российской Федерации [Электронный ресурс]. [Режим доступа: <http://www.gmf.ru>. ]
- 20.Временные методические рекомендации по управлению государственным и муниципальным долгом для субъектов Российской Федерации и муниципальных образований . [Электронный ресурс]. [Режим доступа: <http://www1.minfin.ru/fvr/metod/vrmetod.doc>.]
- 21.Государственный кредит и госдолг: Учеб. Пособие / под ред. Полякова В.В. - 2014. с. 325

22. Государственный кредит и государственный долг: Учебник / под ред. Иванова Г.В. - 2015 г. с. 323
23. Государственный долг учебник / Под редакцией Белезнева А.О – 2015. с.311
24. Государственный кредит и государственный долг учебник/ Под редакцией Волынской И.А– 2016. с.231
25. Данков А.Д. Диагностика управления государственным долгом // Центральный экономико-математический институт РАН РФ [Электронный ресурс]. [ Режим доступа: [www.politlab.org/\\_reports/dept\\_1](http://www.politlab.org/_reports/dept_1). С. 35.]
26. Ершов М. В., Татузов В. Ю., Танасова А. С. О российской долговой политике в современных условиях // Деньги и кредит №6 2012
27. Иванченко И.О. О государственном долге . Экономический журнал, 2013 / Электронный ресурс[ <http://timesnet.ru> ]
28. Иванова А.И. Государственный долг. Экономические науки[Электронный ресурс][ [http:// ecsn.ru](http://ecsn.ru) ]
29. Казанская А.Ю. Кредитная система // Финансы и кредит, 2009.[Электронный ресурс][[http:// fin-izdat.ru](http://fin-izdat.ru)]
30. Концепция единой системы управления долгом Российской Федерации [Электронный ресурс]. [ Режим доступа : [www.prime-tass.ru /document/s/document/20020220/20020220.asp](http://www.prime-tass.ru/document/s/document/20020220/20020220.asp).]
31. Лыкова Л.Н., Крылова Н. Б., Чебанова А .Б. Долговая политика регионов: Российская практика и мировые тенденции. М.: Наука, 2003. 266 с.
32. Наставления по управлению государственным долгом (подготовленные сотрудниками Международного Валютного Фонда и Всемирного Банка) [Электронный ресурс]. [Режим доступа: [http://treasury.world.bank.org/web/pdf/quidlines\\_2001\\_russion.pdf](http://treasury.world.bank.org/web/pdf/quidlines_2001_russion.pdf).]

33. Основные положения Кодекса лучшей практики в сфере управления региональными и муниципальными финансами [Электронный ресурс]. [Режим доступа: [www.budget.ru](http://www.budget.ru).]
34. Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации [<http://minfin.ru/ru/>]
35. Официальный сайт Министерства экономического развития Российской Федерации [<http://www.economy.gov.ru/mines/main/>]
36. Основные направления государственной долговой политики РФ на 2017-2019 гг.
37. Понятие долговой политики и критерии оценки ее эффективности // Волынская О.А. доцент кафедры финансов и кредита СИФБД (Новосибирск) // Аваль. Октябрь-декабрь. 4/2006г. с.117-119
38. Сиренко В.И. Российский государственный долг // Политика и финансы // электронный ресурс [<http://blogs.trust.ua>]
39. Свистунов П.В. Долговая политика муниципальных образований. Законодательные требования и факторы риска [Электронный ресурс]. [Режим доступа: [http://www.politlab.org/\\_reports/debt\\_1.pdf](http://www.politlab.org/_reports/debt_1.pdf).]

## ПРИЛОЖЕНИЯ