

УДК 336.3

С.К. Куклина

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва,
email: sofakuklina5588@gmail.com

УПРАВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ, ПОВЫШЕНИЕ ЕГО ЭФФЕКТИВНОСТИ

Ключевые слова: управление государственными долговыми обязательствами, долговой кризис, долговая устойчивость, зеленые облигации, социальные облигации, облигации устойчивого развития.

В статье рассмотрена необходимость процесса управления государственными долговыми обязательствами, включающего в себя следующие операции: привлечение, обслуживание и погашение долговых обязательств. В ходе исследования проанализированы основные показатели из методики INTOSAI, отражающие уровень платёжеспособности Российской Федерации по своим обязательствам. Выявлено, что в текущих условиях для Российской Федерации имеющийся незначительный объем государственных долговых обязательств к объему валового внутреннего продукта не представляет серьезной угрозы. Но, несмотря на это, непредсказуемая геополитическая ситуация, которая обусловлена увеличением внешнего санкционного давления на отечественную экономику, способствует усилению угроз и рисков долговой устойчивости страны. Анализ процесса управления внутренними долговыми обязательствами Российской Федерации позволил выявить один из способов оптимизации управления долговыми обязательствами: разработка и применение инструментов целевого внутреннего заимствования.

S.K. Kuklina

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
email: sofakuklina5588@gmail.com

MANAGEMENT OF GOVERNMENT DEBT OBLIGATIONS, IMPROVING ITS EFFICIENCY

Keywords: government debt management, debt crisis, debt sustainability, green bonds, social bonds, sustainable development bonds.

The article considers the need for the management of government debt obligations, which includes the following operations: attraction, servicing and repayment of debt obligations. In the course of the study, the main indicators from the INTOSAI methodology were analyzed, reflecting the level of solvency of the Russian Federation for its obligations. It has been revealed that in the current conditions for the Russian Federation, the existing insignificant volume of government debt obligations to the volume of gross domestic product does not pose a serious threat. But despite this, the unpredictable geopolitical situation, which is caused by an increase in external sanctions pressure on the domestic economy, contributes to the strengthening of threats and risks to the country's debt sustainability. An analysis of the process of managing internal debt obligations of the Russian Federation has revealed one of the ways to optimize debt management: the development and application of targeted internal borrowing tools.

Государственные заимствования являются одним из необходимых инструментов для обеспечения функционирования экономики. Практически каждое государство прибегает к привлечению заемных средств, однако их расходование имеет различную направленность: некоторые страны покрывают образовавшийся дефицит бюджета, в то время как другие направляют на развитие собственной инфраструктуры. Несмотря на это, все страны могут нести одинаковые риски, связанные с увеличением долговой нагрузки, из-за чего могут возникнуть проблемы с обслуживанием

принятых долговых обязательств. Именно поэтому правительства государств стараются сформировать свою долговую политику так, чтобы поддерживать объем долговых обязательств на оптимальном уровне, сохраняя баланс между экономическим развитием и рисками.

Объект исследования – управление государственными долговыми обязательствами и механизмы для повышения его эффективности.

Методы исследования

В ходе исследования были применены эмпирические, а также эксперимен-

тально-теоретические методы, позволяющие упорядочить и систематизировать необходимую информацию для проведения исследования.

Результаты и их обсуждение

Управление государственными долговыми обязательствами представляет собой постоянно осуществляемый процесс формирования и реализации стратегии по управлению долговыми обязательствами, основной задачей которой является привлечение оптимального объема средств при минимальных затратах и оптимальном уровне риска в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Важнейшим аспектом при управлении государственными долговыми обязательствами является повышения долговой устойчивости государства. Для оценки состояния долговых обязательств государства и их влияния на национальную экономику могут быть применены коэффициенты из методики INTOSAI.

Основным коэффициентом является «Отношение объема долговых обязательств к ВВП» (рис. 1). Необходимо отметить, что, несмотря на санкционное давление, объем государственных долговых обязательств не превышал 20% на протяжении исследуемого периода, что говорит о стабильности и отсутствии явных угроз. Вместе с этим стоит отметить, что во многих развивающихся странах объем долговых обязательств к ВВП может превышать 60%, в развитых странах – 110%.

Экономический рост также обусловлен ростом доходов федерального бюджета. Коэффициент «Отношение объема долговых обязательств к доходам федерального бюджета» позволяет осуществить оценку платежеспособности государства по принятым обязательствам. Данные, представленные на рисунке 2, свидетельствуют о том, что Российская Федерация обладает полной платежеспособностью для расчета с кредиторами. Это подтверждается тем, что объем долговых обязательств страны на протяжении исследуемого периода не превышает годовой объем доходов федерального бюджета.

Для оценки долговой нагрузки на экономику страны применяется также показатель «Доля расходов феде-

рального бюджета на обслуживание долговых обязательств в структуре расходов федерального бюджета». Согласно данным рисунка 3, следует отметить, что ежегодный объем расходов на обслуживание не превышает 5% общего объема расходов федерального бюджета. Это свидетельствует о том, что государство способно беспрепятственно функционировать.

Таким образом, Российская Федерация обладает полной долговой устойчивостью, однако существующие риски на долговом рынке и их минимизация является ключевым фактором для повышения эффективности процесса управления.

Одним из перспективных направлений повышения эффективности процесса управления является разработка и применение инструментов целевого внутреннего заимствования. В свою очередь, эмиссия государством ценных бумаг с разнообразными условиями выпуска будет способствовать стабилизации рынка государственных ценных бумаг, поскольку она помогает удовлетворять различные потребности инвесторов. Так, во многих странах активно выпускаются такие долговые ценные бумаги, как зеленые облигации, социальные облигации и облигации устойчивого развития. Данные ценные бумаги объединяет то, что средства от их размещения используют на определенные цели.

Поступления от зеленых облигаций направляются только на финансирование и рефинансирование новых или существующих «зеленых» проектов. Эти проекты должны обеспечивать четкие экологические выгоды, которые будут оценены и по возможности количественно определены эмитентом. Приемлемыми категориями «зеленых» проектов считаются те, которые связаны с возобновляемыми источниками энергии, предотвращением загрязнения окружающей среды, энергоэффективностью, экологически устойчивым управлением природными ресурсами и землепользованием. В практике Российской Федерации в качестве эмиссии зеленых облигаций можно предложить финансирование государственных расходов в области экологии, в том числе национального проекта «Экология».

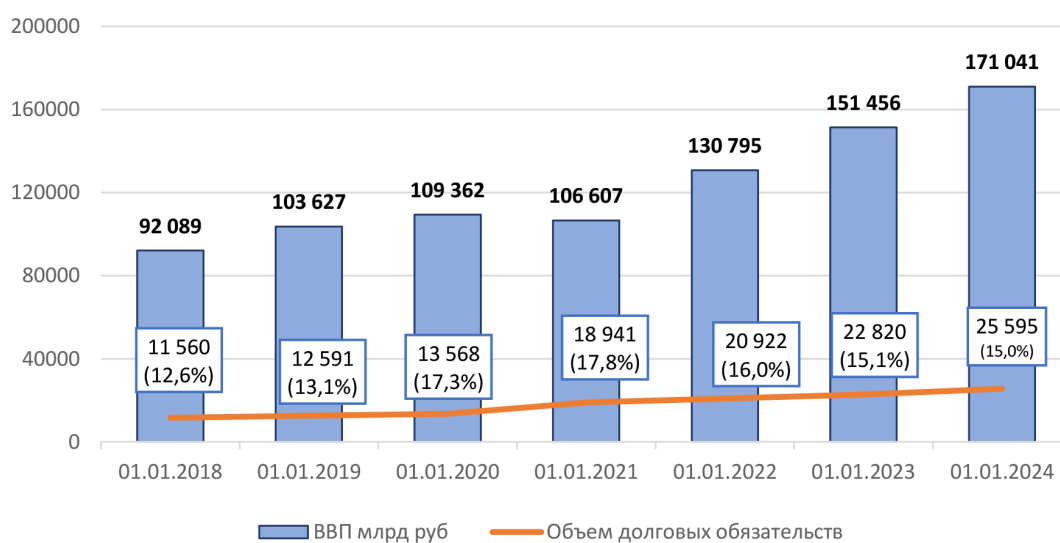


Рис. 1. Динамика государственных долговых обязательств и ВВП, млрд. руб.

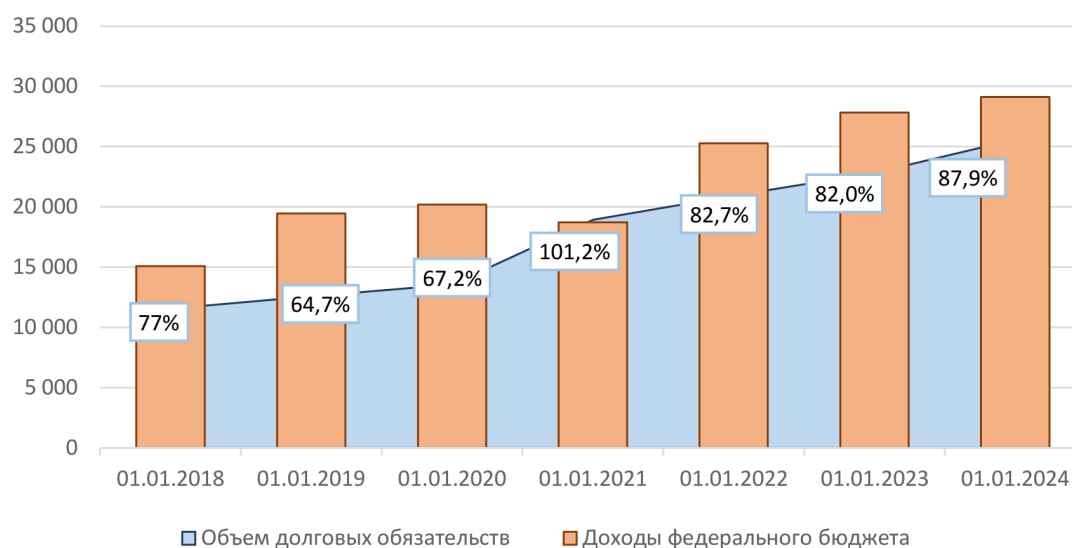


Рис. 2. Отношение объема долговых обязательств к доходам федерального бюджета, млрд. руб.

Социальные облигации идентичны зеленым облигациям, однако средства от их размещения направляются на финансирование социальных проектов. Некоторые приемлемые социальные проекты могут также иметь сопутствующие экологические выгоды.

Согласно Принципам социальных облигаций, социальные проекты должны соответствовать одной из следующих

категорий: обеспечение доступной базовой инфраструктуры; предоставление доступа к основным услугам, таким как здравоохранение и образование; обеспечение доступного жилья; создание рабочих мест или программ, направленных на борьбу с безработицей; обеспечение продовольственной безопасности и поддержка устойчивых продовольственных систем.



Рис. 3. Доля расходов на обслуживание долговых обязательств в структуре расходов федерального бюджета, млрд. руб.

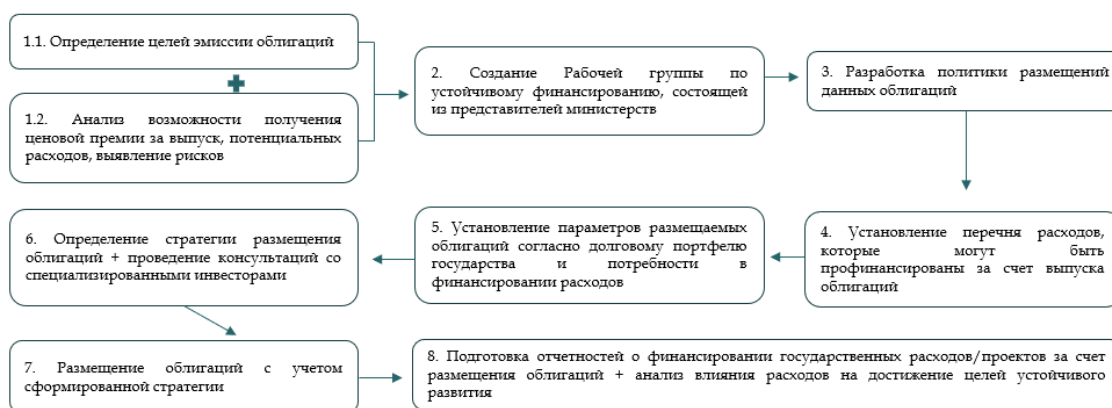


Рис. 4. Процесс размещения государственных GSS облигаций

Так, особую значимость данный вид государственных ценных бумаг приобрел бы в текущих условиях: возможно финансирование государственных расходов на реализацию таких национальных проектов, как “Демография”, “Образование”, “Жилье и городская среда”.

Облигации устойчивого развития, объединяющие финансирование экологических и социальных проектов, отличаются относительно низкой волатильностью. В свою очередь, данные облигации приобретаются многими институциональными инвесторами, которые стремятся к достижению целей устойчивого развития. Стоит отметить,

что финансирование проектов за счет выпуска облигаций устойчивого развития может способствовать снижению долгосрочных рисков для долговой устойчивости государства.

Однако выпуск GSS облигаций влечет за собой дополнительные расходы на разработку и реализацию стратегии размещения, выбор проектов, которые соответствуют строгим критериям, проведение независимой оценки целевого назначения эмиссии, а также на подготовку отчетности по результатам финансирования. Это делает необходимым создание комплексного механизма государственного размещения таких ценных бумаг.

Автором была составлена модель, отражающая основные этапы процесса размещения государственных GSS облигаций (рис. 4).

Первый этап размещения GSS облигаций включает в себя определение целей эмиссии облигаций, анализ возможности получения ценовой премии за выпуск, оценку приемлемости потенциальных расходов, а также выявление экологических и социальных рисков и управление ими. В качестве цели эмиссии Российской Федерацией GSS облигаций может выступать финансирование государственных расходов в области экологии в силу того, что рынок зеленых облигаций развит сравнительно больше по сравнению с социальными облигациями.

Для осуществления целевого характера эмиссии GSS облигаций требуется участие органов государственной власти, в связи с чем необходимо создание Рабочей группы по устойчивому финансированию (второй этап), в состав которой будут входить представители различных министерств. Так, координировать деятельность данной рабочей группы будет Министерство финансов Российской Федерации и представители Министерства экономического развития Российской Федерации, Министерства природных ресурсов и экологии Российской Федерации, Министерства транспорта Российской Федерации, Министерства энергетики Российской Федерации, Министерства труда и социальной защиты Российской Федерации как главные распорядители бюджетных средств, отвечающие за реализацию национальных проектов, а также органов государственного финансового контроля (Федеральное казначейство, Счетная палата) и мегарегулятора (Банк России).

Разработка политики выпуска GSS облигаций (третий этап), являющаяся ключевой задачей рабочей группы, включает определение основных направлений финансирования, принципов отбора проектов, а также стандартов отчетности о финансировании проектов и их вкладе в достижение национальных целей. Первоначальный выпуск GSS облигаций в Российской Федерации нацелен на финансирование среднесрочных

проектов, результаты которых ожидаются в течение 3-5 лет.

Принятие решения о политике выпуска облигаций GSS подразумевает собой составление перечня государственных проектов, которые будут финансироваться за счет данных облигаций (четвертый этап). В свою очередь, от Министерства финансов Российской Федерации и главных распорядителей бюджетных средств необходимо проведение оценки на потребность дополнительных расходов для подготовки соответствующей отчетности.

Пятый этап модели заключается в выборе параметров выпуска, зависящего от конъюнктуры рынка долговых обязательств. Например, для обеспечения ликвидности GSS облигаций условия выпуска таких облигаций должны полностью соответствовать условиям одного из крупных выпусков ОФЗ, что будет предусматривать возможность для инвестора осуществить обмен облигациями. В результате этого ликвидность выпуска ОФЗ будет обеспечивать ликвидность выпуска GSS облигаций.

Для успешного осуществления процесса эмиссии и размещения GSS облигаций необходимо привлекать внешнего аналитика для оценки целевого характера эмиссии, а также проводить консультации с инвесторами для объяснения особенностей данных облигаций (шестой этап).

Завершающие этапы процесса включают размещение GSS облигаций и подготовку детальной отчетности о данном выпуске. Отчетность состоит из трех ключевых компонентов: отчет о финансировании расходов, отчет о результатах финансирования и отчет о влиянии выполненных проектов на достижение устойчивых и стратегических целей развития Российской Федерации. Эта отчетность подлежит обязательному аудиту со стороны государственных финансовых контрольных органов.

Вследствие этого выпуск GSS облигаций поможет укрепить долговую устойчивость России и стабилизировать рынок государственных ценных бумаг в условиях геополитической неопределенности путем диверсификации спроса на государственные ценные

бумаги и привлечения новых категорий инвесторов.

Стоит отметить, что выявленной уязвимостью национальной экономики является значительный объем внешних долговых обязательств в долларах США. В условиях политической напряженности и санкционного давления такая зависимость создает риски, связанные с потерей ликвидности ценных бумаг. Для этого необходимо проведение частичной дедолларизации, заключающейся в переводе внешних долговых обязательств в валюту дружественных стран. Данный инструмент позволит Министерству финансов Российской Федерации в условиях закрытых западных рынков привлекать внешнее финансирование и осуществлять совместные расчеты между странами. Размещение государственных облигаций стоит рассмотреть в таких валютах, как юань, дирхам и индийский рупий.

При этом выбор валюты для новых заимствований должен осуществляться в соответствии с определенными критериями, к которым, по мнению автора, относятся свободная конвертируемость, отсутствие факта подчинения эмиссионного центра правительству любой из «недружественных» стран, принадлежность к стране с развитым или формирующимся рынком, прогнозирование и планирование предпочтительной валютной структуры внешних заимствований на средне- и долгосрочную перспективу.

Соответственно, перевод внешних долговых обязательств в валюту дружественных стран позволит привлечь крупных инвесторов, проявивших желание перевести накопления из долларов или евро, а также разместить свои средства в доходные бумаги с минимальным риском.

Выводы

Автор считает перспективным направлением в управлении внешними долговыми обязательствами размещение евробондов Российской Федерации на биржах «дружественных» государств. В настоящее время значительная часть российских евробондов размещена на Ирландской фондовой бирже, на которой обращается девять выпусков. Однако, учитывая, что Ирландия включена в список «недружественных» стран, существует высокий риск введения Европейским парламентом ограничений на торговлю российскими ценными бумагами, что может привести к потере их ликвидности и снижению интереса международных инвесторов. Поэтому становится актуальным рассмотрение альтернативных площадок для размещения евробондов, таких как фондовые биржи Китая (Shanghai Stock Exchange, Hong Kong Stock Exchange) и Индии (Bombay Stock Exchange), по причине тесного взаимодействия с данными странами.

В свою очередь, диверсификация фондовых площадок может способствовать минимизации политических рисков по вопросам привлечения заемных средств. При этом стоит учитывать, что размещение российских государственных ценных бумаг на указанных фондовых биржах может быть достаточно дорогостоящим, однако является перспективным направлением экономической политики, которое будет способствовать развитию новых торговых союзов.

Таким образом, применение предложенных направлений позволит Российской Федерации получить больше возможностей при размещении государственных облигаций, снизить стоимость заимствований, а также повысить уровень ликвидности ценных бумаг.

Библиографический список

1. Государственный долг Российской Федерации // Министерство финансов Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: https://minfin.gov.ru/ru/performance/public_debt/ (дата обращения: 01.05.2024).
2. Отчет об исполнении федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2017 год // Министерство финансов Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/budget/process/otchet/archive/2018/> (дата обращения: 25.03.2024).

3. Отчет об исполнении федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2018 год // Министерство финансов Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/budget/process/otchet/archive/2019/> (дата обращения: 25.03.2024).
4. Отчет об исполнении федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2019 год // Министерство финансов Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/budget/process/otchet/archive/2020/> (дата обращения: 25.03.2024).
5. Отчет об исполнении федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2020 год // Министерство финансов Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/budget/process/otchet/2021/> (дата обращения: 25.03.2024).
6. Отчет об исполнении федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2021 год // Министерство финансов Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/budget/process/otchet/2022/> (дата обращения: 25.03.2024).
7. Отчет об исполнении федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2022 год // Министерство финансов Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/08/main/Illustrirovannoe_izdanie_za_2022_god.pdf (дата обращения: 25.03.2024).
8. Оперативный доклад об исполнении федерального бюджета за 2023 год // Счетная палата Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: <https://ach.gov.ru/audit/oper-2023> (дата обращения: 25.03.2024).
9. База данных по курсам валют // Центральный банк Российской Федерации: сайт. – 2024. – Текст: электронный. – URL: https://www.cbr.ru/currency_base/daily/ (дата обращения: 28.03.2024).
10. The State of Israel green bond framework / State of Israel Ministry of Finance. [Электронный ресурс]. URL: https://www.gov.il/BlobFolder/reports/green-bond-framework/en/files-eng_Publications_Israel-Green-Bond-Framework-file.pdf (дата обращения: 23.04.2024).
11. Green bond principles / International capital market association. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/> (дата обращения: 23.04.2024).
12. Social bond principles / International capital market association. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Social-Bond-Principles-SBP-June-2023-220623.pdf> (дата обращения: 23.04.2024).
13. Sustainability bond guidelines / International capital market association. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-bond-guidelines-sbg/> (дата обращения: 23.04.2024).