

Н.А. Чеботарева *Экономическая экспертная группа*

30.10.02

Рынок государственных долговых инструментов

Текст выступления на конференции «Финансовые рынки», проведенной в рамках программы TACIS 30 октября 2002 года в Институте мировой экономики и международных отношений РАН в Москве.

Прежде всего, хотелось бы отметить, что мое выступление отражает лишь мое мнение как эксперта и как участника проекта ТАСИС. Это ни в коем случае НЕ изложение официальной позиции.

После финансового кризиса 1998 года рынок государственного внутреннего долга претерпел весьма существенные изменения.

- Изменилась бюджетная политика и политика внутренних заимствований. Начиная с 2000 года в действии бездефицитные законы о федеральном бюджете, фактически федеральный бюджет исполняется с профицитом начиная с 2000 года. Поэтому необходимость в масштабных внутренних заимствованиях отпала. Переход к политике бездефицитного бюджета является наиболее серьезным уроком, извлеченным после кризиса 1998 года.
- Уменьшились показатели долговой нагрузки в реальном выражении, изменился и масштаб рынка внутреннего долга. Если в 1997 году объем ГКО и ОФЗ составлял порядка 18% ВВП, то сейчас этот показатель составляет порядка 5% ВВП. Это объясняется тем, что в 2000-2001 гг. новые внутренние заимствования не превышали погашение основного долга, и объем государственного внутреннего долга даже несколько снизился в номинальном выражении. При этом инфляция и рост реального ВВП привели к снижению показателей объема внутреннего долга в реальном выражении.

- Изменилось соотношение рыночного и нерыночного внутреннего долга. Если до кризиса объем ГКО и ОФЗ, обращавшихся на вторичном рынке, составлял около 80% внутреннего долга, то теперь этот показатель равен примерно 30%. Такое изменение соотношения рыночных и нерыночных инструментов в структуре внутреннего долга было обусловлено переоформлением портфеля Банка России в низкодоходные долгосрочные ценные бумаги.
- В результате проведенной новации по внутреннему долгу изменилась временная структура внутреннего долга. Большая часть краткосрочных обязательств была переоформлена в 4 и 5-летние облигации. В результате новации на рынке внутреннего долга в послекризисный период были представлены преимущественно среднесрочные облигации. С одной стороны, это вызывало многочисленные жалобы участников рынка на дефицит ликвидных краткосрочных инструментов. С другой стороны, среднесрочный характер вторичного рынка способствовал достаточно быстрому возобновлению размещения среднесрочных ценных бумаг на первичных аукционах (уже в середине 2001 года).
- Структура инвесторов на рынке государственного внутреннего долга в послекризисный период также претерпела существенные изменения. Значительно выросла доля Сбербанка РФ в структуре рыночного портфеля ГКО-ОФЗ, в то же время доля других коммерческих банков и нерезидентов снизилась. Начиная с 2002 года Пенсионный фонд РФ активно наращивает инвестиции в рублевые государственные ценные бумаги, как за счет поступлений в накопительную систему пенсионного обеспечения, так и за счет остатков на счетах. Можно сказать, что после кризиса возросла роль государственных инвесторов на рынке внутреннего долга.
- Уровень процентных ставок на рынке внутреннего долга в посткризисный период очень быстро снизился до абсолютных исторических минимумов. Уже в середине 2000 года номинальный уровень процентных ставок на рынке ГКО-ОФЗ был ниже докризисного уровня, а реальная доходность, рассчитанная с учетом инфляции, для облигаций со сроком до погашения 1 год опустилась до нуля и остается на этом уровне (с небольшими колебаниями) до настоящего времени. Быстрому снижению процентных

ставок на рынке внутреннего долга после кризиса способствовали расширительная денежно-кредитная политика, политика чистого погашения рублевых ценных бумаг, возросшее доверие к рынку внутреннего долга после проведения новации и увеличившийся спрос на рублевые государственные облигации со стороны Сбербанка.

Текущий низкий уровень процентных ставок на рынке внутреннего долга вызывал многочисленные нарекания со стороны участников рынка, да и аналитиков. Однако если посмотреть на эту ситуацию более широко, то станет очевидно, что низкий уровень процентных ставок на рынке ценных бумаг и дефицит инструментов в значительной мере способствовали переориентации банков на кредитование реального сектора. И бум кредитования реального сектора банками, и активный рост эмиссии корпоративных облигаций в последние два года – во многом следствия низкой доходности рынка государственных ценных бумаг.

Вероятно, всех гораздо больше интересует вопрос о том, что будет происходить с рынком государственного внутреннего долга в дальнейшем. В этом году ситуация на рынке внутреннего долга резко меняется.

В 2002 году Министерство финансов перешло от чистого погашения внутреннего долга к чистым внутренним заимствованиям. За 2001 год чистое погашение государственных рублевых ценных бумаг составило около 13 млрд. рублей, или 0,1% ВВП. А за 9 месяцев текущего года чистое привлечение средств за счет размещения рублевых ценных бумаг составило около 74 млрд. рублей, или 0,7% ожидаемого ВВП. К концу года этот показатель может вырасти. Проект программы государственных внутренних заимствований на 2003-2005 годы предусматривает чистые заимствования за счет размещения ценных бумаг в пределах 0,3-0,4% ВВП.

Планы увеличения внутренних заимствований связаны с появлением нового игрока на рынке государственного долга - Пенсионным фондом Российской Федерации. С 1 января 2002 года в Пенсионный фонд поступают взносы в накопительную часть государственного пенсионного обеспечения. Инвестиции Пенсионного фонда РФ в рублевые государственные ценные бумаги к настоящему моменту составили около 60 млрд. рублей, которые включали средства накопительного пенсионного обеспечения и остатки на счетах ПФР. Были опасения, что инвестиции ПФР приведут к дальнейшему снижению процентных ставок и падению активности торгов. Сейчас этого не происходит. Напротив, инвестиции Пенсионного фонда привели к оживлению операций на вторичном рынке внутреннего долга.

Передача средств накопительного пенсионного обеспечения управляющим компаниям начнется с 2004 года. До этого эти средства будут вкладываться преимущественно в государственные рублевые и валютные ценные бумаги. Поэтому целевые показатели Программы государственных внутренних заимствований выглядят выполнимыми и в части объемов заимствований, и в части уровня процентных ставок (темп инфляции + 2-3%) на ближайшие два года. Впоследствии формирование накопительной системы пенсионного обеспечения останется одним из определяющих факторов для развития рынка внутреннего долга. Но относительно более долгосрочной перспективы возникает ряд вопросов, на которые достаточно сложно дать ответ в настоящее время.

- Какая часть населения переведет свои пенсионные накопления в негосударственные управляющие компании с широким спектром разрешенных активов, и какая часть населения оставит свои средства в государственной управляющей компании, которая сможет инвестировать только в государственные ценные бумаги и банковские депозиты?
- Будут ли введены дополнительные ограничения на структуру активов управляющих компаний (при инвестировании средств накопительного пенсионного обеспечения)? Закон «Об инвестировании средств для

финансирования накопительной части трудовой пенсии не содержит положений, которые обязывали бы управляющие компании вкладывать определенную часть портфеля в государственные облигации.

- Какая часть портфеля Банка России будет переоформлена в рыночные ценные бумаги?
- Как будет проходить реформирование Сберегательного банка РФ? На сегодняшний Сберегательный банк является крупнейшим держателем обращающихся на рынке рублевых облигаций.
- С какой скоростью будут расти другие сегменты рынка ценных бумаг, в частности, рынок облигаций субъектов федерации и корпоративных облигаций?

На все эти вопросы пока нельзя дать однозначный ответ. Поэтому в средне- и долгосрочной перспективе развитие рынка государственного внутреннего долга связано со значительно большей неопределенностью, касающейся не только макроэкономических показателей и поведения инвесторов, но и политических решений. На качественном уровне эти факторы учитывались при построении многовариантного макроэкономического прогноза.

В рамках настоящего проекта ТАСИС был подготовлен макроэкономический прогноз на период до 2010 года, который включает четыре сценария. Сценарии различаются темпами роста экономики и выбором модели развития – либеральная экономика, или преобладание финансово-промышленных групп. Е.Т. Гурвич уже частично рассказал о нем. Я коснусь той части прогноза, которая относится к внутренним заимствованиям и внутреннему долгу.

Основной вариант прогноза, который мы считаем наиболее реалистичным – это сценарий С – инерционный рост при либеральном развитии экономики. В этом варианте учтены показатели (проекта) программы государственных внутренних заимствований на 2003-2005 годы. В этом варианте прогноза к концу периода (к 2010 году) объем внутреннего долга в процентах от ВВП остается на текущем

уровне порядка 6% ВВП, чистые внутренние заимствования не превышают 1% ВВП в год. Этот вариант прогноза, таким образом, предполагает, что политика умеренных заимствований, предусмотренная на ближайшие 3 года, будет проводиться на протяжении почти 10-летнего периода. В этом варианте прогноза объем внутреннего долга остается сравнительно небольшим, что оставляет поле для развития других секторов рынка ценных бумаг.

Если говорить о сценариях развития при доминировании финансово-промышленных групп – это сценарии А и В. Они характеризуются в целом более низкими темпами роста и худшей собираемостью налогов, чем сценарии либерального развития. Это обуславливает более высокие внутренние заимствования в этих сценариях. Однако даже в худшем сценарии – А внутренний долг к концу 2010 года по расчетам не превышает 9% ВВП.

Таким образом, даже в наименее благоприятных сценариях макроэкономического прогноза возможность долгового кризиса в ближайшие восемь лет не просматривается.