

Управление долгом как инструмент бюджетной политики

Кризис 2008-2009 гг. стал серьезным испытанием для многих сегментов российской экономики. Область региональных финансов не стала исключением. В 2009 году наблюдалось резкое сокращение бюджетных поступлений – наполняемость региональных бюджетов в среднем по стране сократилась на 14% по сравнению с показателями предыдущего года. Причем наиболее сильно пострадали регионы, имевшие наилучшие показатели экономического развития и бюджеты которых в значительной степени формировались за счет налога на прибыль предприятий. Так, доходы города Москвы в 2009 году снизились до 1009 млрд. руб. с 1290 млрд. руб. в 2008 году, т.е. на 22%.

Несмотря на сложные экономические условия, Правительство Москвы приняло решение об исполнении всех своих социальных обязательств в полном объеме. Более того, за счет финансирования «антикризисных» мероприятий социального характера текущие расходы бюджета Москвы в 2009 году не только не снизились, а возросли на 8% до 828 млрд. руб.

Увеличение социальных расходов в условиях падения доходов бюджета не могло не сказаться на инвестиционных планах Москвы. Традиционно средства бюджета играли важнейшую роль в обновлении основного капитала городской экономики. Темп роста капитальных расходов бюджета Москвы в 2006-2008 гг. составлял 47% в год. В этот период доля бюджетных средств в общем объеме инвестиций в городскую экономику достигла 50%, что является серьезным достижением, учитывая значительные потребности города в обновлении и развитии инфраструктуры. Сотни миллиардов рублей были направлены на модернизацию объектов жилищно-коммунального хозяйства, строительство транспортных коммуникаций, возведение социальных объектов (школ, детских садов, больниц). Известно, что, помимо прямого социального и экономического эффекта, бюджетные инвестиции оказывают мультипликативное воздействие на экономическую активность, обуславливая улучшение условий экономической деятельности, повышение привлекательности города для частных инвесторов, увеличение числа рабочих мест. Значительный объем инвестиций – один из важнейших факторов, определявших опережающие темпы роста городской экономики в «докризисный» период – темпы прироста ВРП Москвы в период с 1998 по 2008 год превышали 9% в год, что в 1,5 раза выше темпов роста ВВП страны в целом.

Однако в 2009 году город был вынужден резко сократить инвестиционную программу. Существенное сокращение капитальных расходов было сложным, но единственно возможным решением. С учетом необходимости финансирования запланированных текущих расходов город был в состоянии направить на инвестиции из имеющихся доходов лишь 178 млрд. руб. За счет формирования бюджета, имеющего выраженный стимулирующий характер, с дефицитом в

размере 145 млрд. руб., объем бюджетных инвестиций удалось увеличить до 324 млрд. руб. (что, тем не менее, на 40% меньше показателя 2008 года).

Важнейшим источником финансирования дефицита бюджета Москвы были рыночные заимствования. За счет размещения государственных облигаций Москвы в 2009 году в городскую казну было привлечено 115 млрд. руб. Возможность привлечения в бюджет средств корпоративных инвесторов позволила существенно сгладить негативный бюджетный эффект, обусловленный глобальным экономическим кризисом, обеспечив увеличение объема городской инвестиционной программы на 65%.

Однако, обратной стороной стимулирующей бюджетной политики стал растущий долг. В 2009 году объем государственного долга города Москвы увеличился почти вдвое, составив на конец года 243 млрд. руб. Много это или мало?

Несмотря на рекордные темпы роста задолженности, можно говорить о том, что в настоящее время долговая нагрузка на городской бюджет остается весьма невысокой. Ближайшие три года объемы погашения рыночного долга не превысят 30 млрд. руб. в год, что составляет лишь порядка 3% от доходов бюджета Москвы в прошедшем году. Вполне комфортная ситуация с задолженностью в острый период кризиса была достигнута, главным образом, благодаря долговой политике, реализуемой Правительством города в «докризисный» период.

Среди элементов такой политики следует выделить, во-первых, ее консервативный характер. В «тучные» годы Москва не стремилась наращивать долг – в 2005-2007 гг. бюджет Москвы исполнялся с профицитом, дефицит бюджета в 2008 году составлял лишь 2% от доходов бюджета. Во-вторых, в «предкризисный» период Комитет государственных заимствований города Москвы реализовал комплекс мер, направленных на улучшение структуры долга и повышение ликвидности рынка облигаций Москвы. В результате проведенных в этот период откупов краткосрочных долговых инструментов и обмена краткосрочных облигаций на долгосрочные выпуски долговая нагрузка на бюджет в краткосрочном периоде была существенно снижена, что предоставило возможность городу в острую фазу кризиса безболезненно перейти к наиболее доступным и дешевым заимствованиям на короткие сроки.

В 2010 году бюджетная политика Москвы также будет иметь выраженный стимулирующий характер. Программа государственных заимствований на текущий год составляет 144,9 млрд. рублей (следует оговориться, что учитывая хорошую наполняемость городского бюджета в текущем году, указанная цифра может быть пересмотрена в сторону понижения). Это означает, что накопленный объем долга к концу 2010 года составит 389,8 млрд. руб. и приблизится к показателю в 40% от собственных доходов бюджета.

Обеспечить привлечение указанных ресурсов предстоит, главным образом, за счет размещения номинированных в рублях облигаций. Такой способ заемного финансирования потребностей бюджета имеет ряд очевидных преимуществ:

- рыночный характер заимствований позволяет расширить круг инвесторов и создать необходимую конкурентную среду, способствующую снижению стоимости заимствований и расширению возможностей заемщика в части срочности и объемов привлекаемых средств;
- обращение долговых инструментов на рынке позволяет осуществлять оперативное управление долгом и, тем самым, минимизировать издержки при необходимости реструктуризации портфеля заимствований;
- для города Москвы выпуск облигаций, номинированных в рублях, не связан с валютным риском при обслуживании долга.

Заимствования будут проводиться в строгом соответствии с принятой Концепцией управления государственным долгом города Москвы (утвержденной Постановлением Правительства Москвы от 6 мая 2003 года №318-ПП) и разработанной Комитетом политикой в области государственных заимствований города Москвы, что позволяет обеспечить жесткий контроль за рисками, минимизируя стоимость обслуживания долга для городского бюджета. При реализации принятой долговой политики, планируемый на конец 2010 года объем долга не станет чрезмерно обременительным для бюджета. Данное мнение подтверждают выводы рейтинговых агентств – кредитный рейтинг Москвы от всех ведущих агентств находится на самом высоком среди регионов РФ уровне, соответствующем рейтингу страны.

Среди ключевых направлений указанной политики следует выделить:

1) Поддержание равномерного профиля погашения долга, позволяющее минимизировать размер пиковых выплат и, следовательно, риски рефинансирования и своевременного обслуживания обязательств. В настоящее время долг планируется таким образом, чтобы ежегодная сумма его погашения не превышала 50 млрд. руб., т.е. составляла не более 5% от текущего уровня годовых бюджетных доходов.

2) Проведение мониторинга и контроля за выполнением ограничений по долговой нагрузке, установленных Бюджетным кодексом РФ, а также более жестких ограничений, принятых на уровне Правительства Москвы. Следует отметить, что привлечение городских заимствований сегодня планируется таким образом, чтобы объем выплат по их исполнению, а также исполнению всех текущих расходов бюджета покрывался собственными ресурсами бюджета, т.е. без привлечения новых заимствований.

3) Управление параметрами срочности долга. Данный элемент активного управления долгом имеет важное значение для поддержания оптимального соотношения риска и доходности долгового портфеля заемщика. Так, использование краткосрочных долговых инструментов предпочтительней для заемщика с точки зрения снижения стоимости обслуживания, поскольку их доходность на рынке, как правило, ниже доходности более долгосрочных бумаг. С другой стороны, выпуск долгосрочных облигаций минимизирует риск рефинансирования и риск изменения процентной ставки для эмитента.

Практику управления параметрами срочности долга можно продемонстрировать на примере деятельности Комитета государственных заимствований города Москвы. «Докризисный» период на долговых рынках характеризовался тенденцией к снижению «премий за риск» и формированию плоской формы «кривых доходности», т.е. доходности заимствований на длительные сроки были не намного выше доходности краткосрочных займов. В этот период Комитет ставил своей целью увеличение средней срочности долгового портфеля. Так, в период 2003-2007гг. указанный показатель был увеличен с 2,0 до 5,4 лет, при сроке до погашения наиболее «длинных» облигаций свыше 9 лет. Удлинение профиля долга позволило Москве встретить кризис с минимальными показателями ежегодной долговой нагрузки.

Кризис принципиально изменил рыночную ситуацию. В первой половине 2009 года размещение долгосрочных облигаций было связано с необходимостью выплаты инвестору существенных «премий за риск». В неблагоприятных рыночных условиях Комитет временно перешел к эмиссии долговых инструментов короткой и средней дюрации, тем самым избегая необходимости фиксации высоких процентных ставок на длительный срок. В результате по состоянию на конец 2009 года средняя срочность рыночного долга города Москвы была понижена до 3,4 лет.

В 2010 году в силу восстановления долговых рынков, а также учитывая риски сохранения повышенной волатильности финансовых рынков в «посткризисный» период, Комитет планирует увеличить долю долгосрочных инструментов в структуре размещаемых облигаций и, в случае сохранения благоприятной конъюнктуры долговых рынков, довести показатель средней срочности до погашения рыночного долга до уровня 5 лет.

4) Поддержание ликвидности рынка облигаций Москвы. В данных целях планируется осуществление эмиссий крупных «эталонных» выпусков облигаций. Практика управления долгом подтвердила, что увеличение объема выпуска обуславливает более высокую ликвидность рынка, способствует увеличению спроса на облигации и, соответственно, снижению стоимости обслуживания долга. В рамках данной задачи все вновь регистрируемые выпуски будут иметь номинальный объем от 15 до 40 млрд. рублей.

Формирование политики заимствований будет осуществляться с учетом потребности рынка в тех или иных долговых инструментах. Комитет планирует поддерживать ликвидность «эталонных» выпусков на всей длине кривой доходности. Размещение облигаций с максимально широким охватом кривой доходности обеспечивает привлечение к работе с облигациями Москвы наиболее широкого круга инвесторов.

Кроме того, самое серьезное внимание уделялось и будет уделяться вопросам развития рыночной инфраструктуры и, в частности, рынка производных инструментов. В 2010-2012 гг. Комитет планирует поддерживать объем «эталонных» выпусков базовых инструментов на достаточном уровне для функционирования рынка производных инструментов на московские облигации различной срочности.

Говоря об исполнении программы государственных заимствований города Москвы в 2010 году, следует подчеркнуть, что ситуация на долговых рынках в текущем году существенно отличается от ситуации годовой давности. Доходность на аукционах по первичному размещению облигаций Москвы упала с 15,0% годовых по 1-летним бумагам в марте 2009 года до 7,6% годовых по 12-летней облигации в апреле 2010 года. Объем средств инвесторов, участвующих в указанных аукционах, увеличился почти на порядок величины с 2 до 14 млрд. руб., соответственно. Таким образом, текущие рыночные условия можно назвать вполне благоприятными для исполнения программы заимствований 2010 года в полном соответствии с намеченными планами.

В то же время, развитие ситуации за пределами текущего года имеет высокую степень неопределенности. Российская экономика и ее бюджетная система демонстрируют прямую зависимость от состояния мировой экономики и тенденций на глобальных рынках. Это означает, что в среднесрочной перспективе развитие ситуации в долговой сфере в существенной мере будет зависеть от эффективности антикризисных мер, реализуемых правительствами и центральными банками ведущих экономик мира.

Большинством экспертов в качестве центрального сценария сейчас рассматривается медленное восстановление мировой экономики. В рамках этого сценария постепенное увеличение совокупного спроса в мире обеспечит положительную динамику сырьевых рынков, что, в свою очередь, будет способствовать восстановлению региональных бюджетов, укреплению рубля и росту спроса на рублевые активы со стороны инвесторов. Это означает, что относительно благоприятная конъюнктура финансовых и долговых рынков в России может сохраниться в перспективе ближайших лет. В случае если ситуация будет развиваться в соответствии с данным сценарием, город будет в состоянии не только сбалансировать бюджет, но и вполне вероятно приступить к планомерному сокращению накопленной задолженности.

Основной риск для развития ситуации по описанному сценарию – проблемы в отдельных сегментах мировой экономики и возможный спад на рынке сырья. Негативное развитие событий нельзя исключать, учитывая неустойчивый пока рост мировой экономики и появление признаков надувания новых «пузырей» в отдельных сегментах международного финансового рынка. Учитывая указанный риск, представляется необходимым поддержание «запаса прочности» бюджетной и заемной системы города Москвы на случай возникновения новых отложенных «волн кризиса». Правительство Москвы также в полной мере осознает опасность постепенного разрастания долга и формирования в среднесрочной перспективе «пирамидальной» долговой конструкции - когда займы являются не столько инструментом финансирования бюджетных инвестиций, сколько источником обслуживания и погашения ранее накопленной задолженности.

В настоящее время по поручению Мэра Москвы Комитетом государственных заимствований разрабатывается новая наиболее полная система индикаторов долговой устойчивости городского бюджета, учитывающая наилучшую международную практику контроля за долговой нагрузкой на бюджет, опыт

работы рейтинговых агентств, методические рекомендации Министерства финансов РФ по совершенствованию системы управления государственным и муниципальным долгом. Внедрение указанной системы призвано минимизировать риск потери долговой устойчивости городского бюджета как по отношению к краткосрочным финансово-экономическим шокам, так и в средне- и долгосрочной перспективе.