

**Анализ операций Министерства финансов Российской Федерации  
на рынке государственных ценных бумаг (рынке ГКО/ОФЗ)  
в 2002 году  
(Аналитическая записка)**

**1. Основные факторы, определившие в 2002 году политику Правительства Российской Федерации в области эмиссии государственных облигаций**

В 2002 году Правительство Российской Федерации в соответствии с Бюджетным посланием Президента Российской Федерации Федеральному Собранию Российской Федерации “О бюджетной политике на 2002 год” проводило политику, направленную на улучшение структуры долга и снижение стоимости его обслуживания.

В целях постепенного замещения внешних заимствований внутренними заимствованиями Федеральным законом № 126-ФЗ от 25 октября 2002 года были внесены соответствующие изменения в Программу государственных внутренних заимствований Российской Федерации на 2002 год (приложение 23 к Федеральному закону “О федеральном бюджете на 2002 год”).

В объемы эмиссии рублевых государственных облигаций на 2002 год, первоначально запланированные распоряжением Правительства Российской Федерации от 25 января 2002 года № 72-р в сумме 165,5 млрд. рублей, также дважды вносились изменения: распоряжениями Правительства Российской Федерации от 30 августа 2002 года № 1218-р и от 29 ноября 2002 года № 1684-р. В результате этих изменений из текста распоряжения была исключена эмиссия облигаций государственных нерыночных займов (ОГНЗ) и государственных сберегательных облигаций (ГСО), а объем эмиссии по облигациям федеральных займов (ОФЗ) увеличился до 217,5 млрд. рублей, более чем в 2 раза.

Расчеты показывают, что ставка Правительства Российской Федерации на внутренние займы была вполне оправдана. Одним из показателей, свидетельствующих об оправданности данного курса, может служить внутренняя норма дохода, рассчитанная для различных долговых инструментов. Так, внутренняя норма дохода по валютным облигациям в 2002 году на 15 процентных пунктов превысила аналогичный показатель по ГКО/ОФЗ.

По расчетам Счетной палаты Российской Федерации фактический объем эмиссии государственных облигаций (ГКО и ОФЗ) составил 238,7 млрд. рублей (по номиналу), то есть на 93,2 млрд. рублей превысил первоначально установленный объем. Всего же объем эмиссии государственных ценных бумаг превысил первоначально установленные объемы на 73,2 млрд. рублей:

(млрд. руб.)

	Распоряжение Правительства Российской Федерации			Фактически размещено	Дополнительная эмиссия (гр.5 - гр.2)
	№ 72-р от 25.01.02 г.	№ 1218-р от 30.08.02 г.	№ 1684-р от 29.11.02 г.		
1	2	3	4	5	6
ГКО	48,0	48,0	48,0	37,1	-10,9
ОФЗ	97,5	197,5	217,5	201,7	104,2
ОГНЗ	10,0	10,0			-10,0
ГСО	10,0	10,0			-10,0
Заем 1992 г.	0,01	0,01	0,01		-0,01
ГКО/ОФЗ	145,5	245,5	265,5	238,7	93,2
Всего	165,5	265,5	265,5	238,7	73,2

В результате, согласно информации ГУФК Минфина России о предварительных итогах исполнения федерального бюджета за 2002 год (далее - информация ГУФК), первоначально установленный законом объем привлечения средств за счет внутренних заимствований (выпуска государственных ценных бумаг) был превышен на 69,6 млрд.

рублей, в то же время фактический объем привлечения средств за счет внешних заимствований меньше запланированного на 69,4 млрд. рублей.

Пересмотр параметров бюджетных назначений был обусловлен также необходимостью размещения временно свободных средств резерва бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации (в соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 18 сентября 2002 года № 681 “О порядке размещения в 2002 году временно свободных средств резерва бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации”) и накопительной части пенсий, а также формирования финансового резерва в соответствии со статьями 1 и 2 Федерального закона “О федеральном бюджете на 2002 год”.

Так, в 2002 году Пенсионным фондом за счет средств накопительной части пенсий было приобретено ОФЗ на сумму 17,0 млрд. рублей по номинальной стоимости, в том числе 4,8 млрд. рублей на аукционах. Аукционы по размещению выпусков 27014 и 27015, проведенные 3 апреля 2002 года, были предназначены в основном для размещения средств Пенсионного фонда. На этих аукционах Пенсионным фондом было приобретено 78,0 % номинального объема размещенных облигаций:

№	Дата	Продано, тыс. штук		Средневзвешенная цена, в %	
		Всего	ПФ РФ	ПФ РФ	Аукцион
27014	03.04.02 г.	1714,9	1621,5	92,5	92,5
27015	03.04.02 г.	2352,9	1551,0	96,7	96,7
45001	22.05.02 г.	2595,6	892,0	89,7	89,6
45001	09.10.02 г.	3594,7	754,4	92,8	92,7
Всего		10258,1	4818,9		

Кроме того, 27 сентября 2002 года Минфином России было размещено по закрытой подписке временно свободных средств Пенсионного фонда в ОФЗ-ФК на сумму 53,0 млрд. рублей по номиналу, сумма сделки составила 45,0 млрд. рублей. В частности, Минфином России были проданы Пенсионному фонду ОФЗ-ФК выпусков 27019, 27020, и с 28002 по 28005:

№	Количество, штук	Стоимость, млрд. руб.	Цена, % к номиналу
27019	8800000	7,6	86,5
27020	8800000	7,6	86,5
28002	8800000	7,5	85,2
28003	8800000	7,5	85,2
28004	8800000	7,3	82,9
28005	9027945	7,5	83,0
Всего	53027945	45,0	

При этом в качестве положительного результата следует отметить, что впервые за всю историю обращения государственных облигаций Минфин России осуществил размещение ОФЗ по закрытой подписке, ориентируясь на рыночные цены (ранее Минфин России размещал облигации по закрытой подписке по номинальной стоимости).

## **2. Меры Правительства Российской Федерации по улучшению показателей государственного внутреннего долга**

Государственный внутренний долг Российской Федерации в 2002 году увеличился на 17,7 % и составил на 1 января 2003 года 680,3 млрд. рублей или 21,4 млрд. долл. США.

На рынке государственного внутреннего долга завершена новация по государственным облигациям и полностью восстановлено доверие инвесторов к рынку внутренних заимствований. Банк России в конце 2002 года возобновил операции на открытом рынке, что впервые после дефолта 1998 года позволило разделить сферы ответственности на рынке ГКО/ОФЗ: за финансирование бюджетных расходов отвечает Минфин России, операциями на открытом рынке Банк России регулирует денежное предложение.

На рынке ГКО/ОФЗ усилия Правительства Российской Федерации в 2002 году были, как и прежде, направлены главным образом на увеличение сроков заимствований, уменьшение доходности и волатильности, а также увеличение объема рынка.

Важной задачей 2002 года являлось увеличение сроков заимствований, более равномерное распределение расходов на обслуживание и погашение внутреннего долга, приведение в соответствие друг другу графика платежей и динамики расходов и доходов федерального бюджета.

На протяжении 2002 года сохранилась позитивная тенденция падения уровня доходности ГКО/ОФЗ. За год индикатор рыночного портфеля ГКО/ОФЗ (по методологии Банка России) понизился с 14,5 % годовых до 13,5 %, при этом улучшилась временная структура долга, оформленного в обращающиеся на открытом рынке государственные ценные бумаги - дюрация рыночного портфеля за отчетный период увеличилась с 369 дней до 483 дней, то есть на 31 процент.

В 2002 году внутренняя норма дохода операций Минфина России по ГКО/ОФЗ составила (исходя из рыночной стоимости облигаций на начало и конец года): по рублям - 19,7 % годовых; по доллару США - 13,7 % годовых; по евро - минус 2,4 % годовых.

Внутренняя норма дохода по операциям с российскими еврооблигациями в 2002 году составила 29,0 % годовых по доллару США, то есть была значительно выше, чем по операциям с ГКО/ОФЗ.

Для сопоставимости уровня доходности государственных ценных бумаг с аналогичными показателями рынка межбанковских кредитов (МБК) была построена и рассчитана система индикаторов, отражающих доходность к погашению виртуальной ценной бумаги с величиной дюрации 7, 14, 30, 60, 90, 180, 360 и 720 дней. На начало и конец 2002 года эти показатели представлены в таблице:

	(в процентах)							
	7 дней	14 дней	30 дней	60 дней	90 дней	180 дней	360 дней	720 дней
Начало 2002 г.	13,8	14,3	13,9	14,0	14,1	14,4	15,0	16,1
Конец 2002 г.	13,0	13,2	13,1	13,1	13,1	13,2	13,4	13,8

Доходность по краткосрочным облигациям в течение года снизилась примерно с 14 % до 13 %, а по среднесрочным - с 15,5 % до 13,5 % годовых. Изменение положения кривой доходности свидетельствует об ожидаемом участниками рынка снижении уровня инфляции в будущем.

Таким образом, в 2002 году сложились более выгодные условия для привлечения средств с финансового рынка, чем предполагал Минфин России (в пояснительной записке к проекту федерального бюджета на 2002 год указана ожидаемая доходность: по коротким инструментам - не более 14-16 %, по среднесрочным - 20-23 % годовых).

В 2002 году можно отметить определенные тенденции снижения волатильности и увеличения ликвидности рынка при применении метода аппроксимации.

Увеличение объема рынка ГКО/ОФЗ также является следствием замещения внешних государственных заимствований на внутреннюю составляющую. Минфином России наряду с задачей замещения внешних государственных заимствований внутренними долговыми обязательствами довольно успешно решалась и задача увеличения ликвидности рынка. При этом снижение уровня доходности по государственным облигациям позволило достичь экономии процентных расходов. Увеличение ликвидности рынка и ежедневного оборота по государственным облигациям в основном пришлось на среднесрочные облигации.

Позиция Минфина России по этому вопросу заключается в том, что ставки по размещению государственных ценных бумаг должны превышать уровень инфляции и соответствовать рынку. Реальная норма дохода операций по ГКО/ОФЗ с учетом индекса потребительских цен (далее - ИПЦ) в 2002 году составила 4,4 % годовых. При этом по

некоторым выпускам ГКО она была отрицательна и доходила до минус 19,8 % годовых (выпуск № 21153), максимальное положительное значение составило 5,0 % годовых (выпуск № 21160). Внутренняя норма дохода в разрезе выпусков представлена в приложении 1 (приложения в Бюллетене не публикуются).

Результатом позитивных перемен на рынке государственного долга явилось повышение долгосрочных суверенных рейтингов по заимствованиям в национальной валюте. Так, 26 июля и 5 декабря 2002 года агентство Standard&Poore's дважды поднимало Российской Федерации долгосрочный суверенный рейтинг по заимствованиям в национальной валюте, в результате чего он возрос с В+ до ВВ+. Агентство FITCH RATINGS 2 мая 2002 года подняло аналогичный рейтинг с В+ до ВВ-; агентство Moody's 17 декабря 2002 года - с В1 до Вa3.

### 3. Операции Минфина России с ГКО/ОФЗ в 2002 году

Фактические объемы эмиссии ГКО/ОФЗ в 2002 году представлены в таблице:

	ГКО	ОФЗ-ФК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-АД	Всего
Размещено на аукционах	31,9	32,5		20,0	84,4
Доразмещено на рынке	5,2	30,7		22,3	58,2
Продано по закрытой подписке		53,0			53,0
Переформлено векселей АПК-IV			1,0		1,0
Обмен акций ВТБ			42,1		42,1
Всего	37,1	116,2	43,1	42,3	238,7

(млрд. руб.)

Основной сектор, с которым Минфин России работал в 2002 году, это ОФЗ: объем выпусков, предложенных к размещению на открытом рынке, составил 104,0 млрд. рублей.

В первой половине 2002 года аукционы по размещению государственных ценных бумаг проходили дважды в месяц, а начиная с августа - трижды (за исключением декабря).

Результаты аукционов, прошедших в 2002 году, представлены в приложении 2.

Общая сумма выручки, полученной на аукционах в 2002 году, составила 79,3 млрд. рублей с учетом накопленного купонного дохода (далее - НКД) и 79,1 млрд. рублей без учета НКД (в данном разделе суммы с учетом НКД приводятся в целях определения общей выручки, как денежного результата, а суммы без учета НКД - в целях определения сумм привлечения, погашения и сальдо по ГКО/ОФЗ по методике, принятой в отчете Правительства Российской Федерации об исполнении федерального бюджета).

Необходимо отметить, что приведенные в приложении 2 значения доходности по ГКО (информация взята с официального сайта Министерства финансов Российской Федерации) рассчитаны с использованием формулы простой доходности к погашению. Эффективная доходность ГКО к погашению, рассчитанная для прошедших в 2002 году аукционов, представляет собой следующие значения:

№	Дата размещения	Дата погашения	Объем по номиналу, млрд. руб.	Размещенный объем по номиналу, млрд. руб.	Сумма выручки, млрд. руб.	Цена, % от номинала		Эффективная доходность, % годовых	
						отсечения	средневзвешенная	отсечения	средневзвешенная
21157	30.01.02 г.	07.08.02 г.	4,0	3,0	2,8	93,2	93,4	14,5	14,1
21158	20.02.02 г.	21.08.02 г.	6,0	4,5	4,2	93,4	93,5	14,8	14,4
21159	13.03.02 г.	06.11.02 г.	6,0	4,2	3,8	90,8	91,0	15,9	15,6
21160	22.05.02 г.	20.11.02 г.	5,0	2,0	1,9	93,3	93,3	15,0	14,9
21161	17.07.02 г.	05.03.03 г.	4,0	3,7	3,4	92,1	92,1	13,9	13,9
21161	21.08.02 г.	05.03.03 г.	5,0	2,9	2,7	93,3	93,3	13,9	13,8
21162	04.09.02 г.	02.04.03 г.	4,0	3,5	3,3	92,7	92,8	14,1	13,9
21163	23.10.02 г.	23.04.03 г.	4,0	3,5	3,3	93,6	93,7	14,1	13,8
21164	20.11.02 г.	07.05.03 г.	5,0	1,8	1,7	94,4	94,4	13,3	13,2
21165	04.12.02 г.	23.07.03 г.	5,0	2,8	2,6	92,3	92,4	13,4	13,2

Всего			48,0	31,9	29,6			
-------	--	--	------	------	------	--	--	--

В течение 2002 года Минфин России активно совершал дополнительные продажи обращающихся выпусков государственных ценных бумаг, не размещенных на первичных торгах (проведение этих операций было возобновлено во II квартале 2001 года). Пик активности Минфина России при проведении операций данного вида пришелся на II квартал. Количество проданных на вторичном рынке облигаций с разбивкой по месяцам представлено в приложении 3.

Сумма выручки, полученной за 2002 год в результате проведения дополнительных продаж неразмещенной части выпусков государственных ценных бумаг, составила 54,6 млрд. рублей с учетом НКД и 53,9 млрд. рублей без учета НКД.

Общая сумма выручки от первичного размещения ГКО/ОФЗ (по денежным операциям) в целом составила 133,9 млрд. рублей с учетом НКД и 133,0 млрд. рублей без учета НКД. К последней величине следует прибавить сумму продаж Пенсионному фонду 45,0 млрд. рублей, в результате сумма выручки от размещения ГКО/ОФЗ по денежным операциям составит 178,0 млрд. рублей. Кроме того, в 2002 году были проведены следующие обменные операции с использованием ОФЗ-ПД. Во исполнение статьи 108.1 Федерального закона «О федеральном бюджете на 2002 год» между Центральным банком Российской Федерации и Минфином России был заключен договор от 27 сентября 2002 года № 01-01-06/05-1080 об обмене именных акций ОАО «Внешторгбанк» на облигации федерального займа с постоянным купонным доходом. В соответствии с ним Минфином России были выпущены ОФЗ-ПД общей номинальной стоимостью 42,1 млрд. рублей.

В 2002 году завершилась также операция по реоформлению векселей Минфина России серии АПК-IV в ОФЗ-ПД, начатая в 2001 году. Номинальная стоимость выпущенных облигаций составила 1,0 млрд. рублей.

Сведения о погашенных в 2002 году выпусках ГКО/ОФЗ представлены в таблице:

№	Тип бумаги	Дата погашения	Сумма погашения, млрд. руб.
21153	ГКО	30.01.02 г.	4,7
27001	ОФЗ-ФК	06.02.02 г.	9,5
21154	ГКО	20.02.02 г.	2,2
21147	ГКО	13.03.02 г.	3,0
25014	ОФЗ-ПД	15.03.02 г.	0,03
21155	ГКО	03.04.02 г.	1,5
27002	ОФЗ-ФК	22.05.02 г.	9,5
27003	ОФЗ-ФК	05.06.02 г.	9,5
21156	ГКО	17.07.02 г.	8,3
21157	ГКО	07.08.02 г.	3,6
21158	ГКО	21.08.02 г.	4,7
27004	ОФЗ-ФК	18.09.02 г.	9,5
27005	ОФЗ-ФК	09.10.02 г.	9,5
21159	ГКО	06.11.02 г.	5,1
21160	ГКО	20.11.02 г.	4,8
25028	ОФЗ-ПД	27.11.02 г.	0,2
Всего			85,7

Общая сумма средств, израсходованных на погашение ГКО/ОФЗ в 2002 году, составила 85,7 млрд. рублей.

Таким образом, по денежным операциям разница между привлечением (без учета НКД) и погашением основной суммы долга по ГКО/ОФЗ за 2002 год составила 92,3 млрд. рублей.

На выплату купонного дохода по облигациям федеральных займов за 2002 год было израсходовано 31,0 млрд. рублей.

Ежемесячные объемы выплат купонного дохода составили в январе - 1,6 млрд. рублей; феврале - 2,9; марте - 2,8; апреле - 2,4; мае - 3,1; июне - 3,2; июле - 1,9; августе - 2,5; сентябре - 2,8; октябре - 1,6; ноябре - 3,3; в декабре - 2,9 млрд. рублей.

Подробные сведения о выплате купонного дохода в отчетном периоде в разрезе выпусков ОФЗ представлены в приложении 4.

#### **4. Новые инструменты внутренних заимствований**

Бюджетным посланием Президента Российской Федерации Федеральному Собранию Российской Федерации “О бюджетной политике на 2002 год” предусматривалась необходимость внесения существенных изменений в нормативные документы, касающиеся государственного долга и государственных заимствований, активного использования известных в международной практике рыночных механизмов для улучшения структуры долга.

1. В течение 2002 года Минфином России планировалось предложить в объеме 10,0 млрд. рублей бумаги для институциональных инвесторов (что связано с принятием закона о накопительной части пенсионных средств) - государственные сберегательные облигации (ГСО) с плавающей процентной ставкой, привязанной к величине инфляции.

Генеральные условия эмиссии и обращения государственных сберегательных облигаций были утверждены постановлением Правительства Российской Федерации от 6 ноября 2001 года № 771 “Вопросы эмиссии и обращения государственных сберегательных облигаций”. ГСО являются именными государственными ценными бумагами, выпускаются в документарной форме и подлежат обязательному централизованному хранению. Глобальный сертификат, оформляемый на каждый выпуск облигаций, хранится в депозитарии. По срокам обращения облигации являются среднесрочными и долгосрочными долговыми обязательствами Российской Федерации.

Владельцами облигаций могут быть российские юридические лица-резиденты: страховые организации, негосударственные пенсионные фонды, инвестиционные фонды, управляющие компании паевых инвестиционных фондов.

Владелец облигаций имеет право на получение номинальной стоимости облигаций при их погашении, а также доходов в виде процентов, начисляемых на номинальную стоимость облигаций; на предъявление облигаций к выкупу в порядке и объемах, предусмотренных решением об их выпуске, в установленные дни выплаты доходов.

Размещение облигаций осуществляется на добровольной основе на аукционе. ГСО не обращаются на вторичном рынке. Передача владельцем облигаций прав на получение номинальной стоимости при погашении облигаций и купонных выплат, а также их залог не допускаются.

В 2002 году размещение ГСО не состоялось, так как агент, депозитарий и организатор торговли были определены только в декабре.

Во исполнение приказа Минфина России от 31 июля 2002 года № 74н “Об организации конкурса по определению агента, депозитария и организатора торговли, обслуживающих рынок государственных сберегательных облигаций” 6 декабря 2002 года в Министерстве финансов Российской Федерации проведен открытый конкурс по определению агента, депозитария и организатора торговли, обслуживающих рынок ГСО.

Для участия в конкурсе было подано три заявки от следующих групп участников:

- ОАО “Внешторгбанк” (агент, депозитарий) - ЗАО “Санкт-Петербургская валютная биржа” (организатор торговли);

- “Сберегательный банк Российской Федерации” (агент, депозитарий) - ЗАО “Московская межбанковская валютная биржа” (организатор торговли);

- Акционерный банк газовой промышленности “Газпромбанк” (агент, депозитарий) - НП “Фондовая биржа РТС” (организатор торговли).

При равенстве конкурсных показателей у первых двух групп участников победителем конкурса объявлена группа “Сбербанк России” - “Московская межбанковская валютная биржа”, учитывая предложение группы о бесплатном проведении аукционов по размещению ГСО и оказании услуг по их обслуживанию, а также наличие более развитой филиальной сети у агента.

2. Минфин России выпустил в 2002 году облигаций федерального займа с амортизацией долга общей номинальной стоимостью 46,0 млрд. рублей, из них фактически было размещено облигаций на сумму 42,3 млрд. рублей по номиналу.

Условия эмиссии и обращения облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД) утверждены приказом Министерства финансов Российской Федерации от 27 апреля 2002 года № 37н.

ОФЗ-АД являются именными купонными среднесрочными (от одного года до пяти лет) и долгосрочными (от пяти до 30 лет) государственными ценными бумагами. В соответствии с указанными условиями погашение их номинальной стоимости частями (амортизация долга) осуществляется в даты, установленные решением об эмиссии отдельного выпуска облигаций и совпадающие с датами выплат купонного дохода по ним. При амортизации долга размер погашаемой части номинальной стоимости определяется на каждую дату ее выплаты. Датой погашения облигаций является дата выплаты последней непогашенной части номинальной стоимости. Процентная ставка купонного дохода является фиксированной для каждого купона отдельного выпуска облигаций.

В качестве основной причины появления этих инструментов Минфином России была определена необходимость преодоления психологического барьера участников рынка перед удлинением сроков заимствования свыше 3-5 лет.

3. В качестве новых долговых инструментов Минфином России совместно с Банком России рассматривалась возможность выпуска стрипов - купонов эмитированных государственных облигаций, выступающих в качестве самостоятельного рыночного инструмента. Однако необходимость внесения для этого изменений в существующую законодательную базу не позволила появиться этому инструменту в 2002 году.

4. Минфин России размещал в 2002 году в основном шестимесячные выпуски ГКО. Более короткие инструменты использовал Банк России. С этой целью в 2002 году Центральным банком Российской Федерации была продолжена начатая в декабре 2001 года практика размещения ОФЗ, находящихся в его портфеле, с обязательством обратного выкупа (так называемое биржевое модифицированное РЕПО). Особенности проведения таких операций определены в положении Центрального банка Российской Федерации от 11 января 2002 года № 176-П “О порядке продажи Банком России государственных ценных бумаг с обязательством обратного выкупа”. Сроки выкупа могут варьировать от двух недель до трех месяцев. В ходе размещения этих бумаг Банк России ориентируется на аналогичные по срокам ставки денежного рынка. Со временем Банк России планирует организовать институт первичных дилеров для проведения указанных операций.

## **5. Источники формирования финансового резерва**

По информации ГУФК Минфина России прирост рублевых остатков за 2002 год составил 95,8 млрд. рублей, прирост средств финансового резерва - 112,6 млрд. рублей.

Прирост финансового резерва был сформирован в значительной степени за счет внутренних займов, в том числе по ГКО/ОФЗ - на 93,2 млрд. рублей.

В 2002 году затраты на формирование финансового резерва за счет внутренних заимствований (отложенные и прямые), рассчитанные как расходы на обслуживание вышеуказанной номинальной суммы и прирост ее рыночной стоимости, по оценкам Счетной палаты, составили около 13,0 млрд. рублей, в том числе 2,3 млрд. рублей представляют собой доходы Пенсионного фонда от инвестирования средств накопительной части пенсии в ОФЗ.

Прирост финансового резерва более чем наполовину (53,8 %) был достигнут за счет средств Пенсионного фонда. За счет временно свободных средств страховых взносов Пенсионным фондом были приобретены по закрытой подписке ОФЗ-ФК на сумму 45,0 млрд. рублей. Им также совершались покупки облигаций у Минфина России при первичном размещении за счет средств накопительной части трудовой пенсии - за 2002 год сумма этих сделок составила 15,6 млрд. рублей.

#### **6. Динамика размещенного в ГКО/ОФЗ внутреннего государственного долга**

Общий номинальный объем государственного долга, выраженного в ГКО/ОФЗ, впервые с 1999 года вырос и достиг своей наибольшей величины 643,0 млрд. рублей по сравнению с 548,8 млрд. рублей на начало 1999 года, прирост составил 17,2 процента.

Произошел перелом тенденции в динамике изменения внутреннего долга, что отразилось в росте внутреннего долга и в реальном исчислении (с учетом ИПЦ), и его доли в ВВП. За 2002 год номинальный объем ГКО/ОФЗ, обращающихся на рынке, увеличился на 56,9 млрд. рублей (или на 35,5 % по сравнению с состоянием на начало года) и составил 217,0 млрд. рублей. Необходимо отметить, что объем рынка увеличивался во II, III и IV кварталах (в I квартале отмечалось небольшое его падение) - прирост поквартально составил соответственно 24,4; 10,5 и 23,5 млрд. рублей.

Преобладающей является доля ОФЗ-ФК - 71,0 % рынка, или 154,0 млрд. рублей по номиналу по состоянию на конец декабря, несмотря на некоторое ее снижение - в начале 2002 года она была на 15,5 % больше. По сравнению с началом года прирост объема этих облигаций в отчетном периоде составил 15,5 млрд. рублей, или 11,2 процента.

Объем ОФЗ-ПД после уменьшения в I квартале на 0,03 млрд. рублей (1,5 % от состояния на начало года в общем объеме рынка) во II и III кварталах оставался без изменений (2,1 млрд. рублей) и вновь уменьшился в IV квартале на 0,2 млрд. рублей.

По состоянию на конец года он составляет 1,9 млрд. рублей (0,9 % всего объема облигаций, обращающихся на рынке).

Доля ГКО, постоянно возрастая в течение I полугодия, во II полугодии значительно уменьшилась и к концу года составила 8,7 % от общего объема рынка.

Во II квартале 2002 года на рынке государственных облигаций появился новый финансовый инструмент ОФЗ-АД - облигации федеральных займов с амортизацией долга. Погашение основного долга по этим облигациям производится по частям. За время своего существования его доля в общем объеме торгуемых на рынке государственных облигаций активно возрастала и составила: на конец II квартала - 5,5 % (10,0 млрд. рублей), на конец III квартала - 10,4 % (20,0 млрд. рублей), на конец 2002 года - 19,5 % (42,3 млрд. рублей).

В 2002 году начали размещаться два выпуска ОФЗ-АД. С 22 мая 2002 года выпуск № 45001, а с 18 октября 2002 года выпуск № 46001. По выпуску № 45001 внутренняя норма дохода в 2002 году достигла 38,0 % годовых, а по выпуску № 46001 беспрецедентной величины 74,9 % годовых. Именно в эти бумаги Пенсионным фондом было вложено 50,0 % средств накопительной части пенсий, что потенциально (при проведении операций на открытом рынке) могло обеспечить ему в 2002 году внут-

ренную норму дохода по ОФЗ-АД соответственно 36,3 % и 78,5 % годовых. Столь высокая внутренняя норма дохода по операциям с ОФЗ-АД в 2002 году объясняется значительным падением их доходности к погашению. Так, по выпуску № 45001 доходность к погашению упала с 17,3 % годовых до 13,9 % годовых, а по выпуску № 46001 - с 17,7 % до 13,8 % годовых. Столь значительное падение доходности вызвано, во-первых, значительной премией в 0,1 % номинала первичным дилерам при размещении этих облигаций на аукционе, во-вторых, значительной переоценкой ими процентных рисков, связанных с новизной и необычностью предложенного Минфином России финансового инструмента. В результате, к концу 2002 года рынок вполне адаптировался к новому финансовому инструменту. Новация Минфина России оказалась достаточно успешной.

В конце 2002 года дюрация ОФЗ-АД незначительно превышала дюрацию наиболее длинных традиционных ОФЗ: так, по состоянию на 30 января 2003 года дюрация выпуска № 27021 составила 1164 дня, выпуска № 27018 - 815 дней, а выпусков ОФЗ-АД № 46001 и № 45001 - 1334 и 911 дней соответственно. Это говорит о том, что пока макроэкономический эффект использования ОФЗ-АД, как инструмента значительно улучшающего временную структуру государственного внутреннего долга, можно назвать "психологическим".

Кризис 18 августа 1998 года переломил процесс вытеснения государственными займами кредитов негосударственному сектору (так называемый "эффект вытеснения").

С начала 1999 года начался обратный процесс, однако в 2002 году темп вытеснения государственных займов кредитами негосударственной сфере замедлился.

За 2000 год доля кредитов Правительству Российской Федерации уменьшилась на 13 %, за 2001 - на 9 %, а за 2002 год ожидается уменьшение только на 4-5 процентов.

При условии реализации планов Правительства Российской Федерации по увеличению государственных заимствований можно ожидать усугубления сложившихся в 2001-2002 годах негативных тенденций: 2003 год может стать переломным, "эффект вытеснения" снова заработает, что еще в большей степени ухудшит инвестиционный климат.

В целом действия Минфина России в 2002 году по улучшению показателей государственного внутреннего долга привели к позитивным результатам. Так, в течение года наблюдалось увеличение объема и ликвидности внутреннего рынка государственных облигаций, увеличение их дюрации, а также снижение доходности и волатильности.

Общий объем государственного внутреннего долга вырос и в реальном исчислении, и как доля в ВВП. Решение о значительном увеличении объема эмиссии было принято во второй половине года с целью замещения внешних займов. Учитывая более высокую доходность по валютным облигациям, сложившуюся в 2002 году, такое перераспределение заимствований в краткосрочной перспективе нам представляется оправданным. Вместе с тем, как указывалось выше, впервые после кризиса 1998 года возникла опасность возобновления "эффекта вытеснения" внутренними государственными займами кредитов негосударственному сектору. В ближайшем будущем это может негативно отразиться на инвестиционной активности.

## **7. Проблемы совершенствования регулирования рынка государственных ценных бумаг**

В процессе наработки основных направлений политики Правительства Российской Федерации в сфере государственного долга на 2003-2005 годы представляется целесообразным сделать акценты на наиболее актуальных проблемах совершенствования регулирования рынка государственных ценных бумаг.

## **7.1. Проблема инвестирования средств Пенсионного фонда Российской Федерации**

В соответствии со статьей 26 Федерального закона от 24 июля 2002 года № 111-ФЗ “Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации” в качестве разрешенных прямых объектов инвестирования пенсионных накоплений могут выступать исключительно государственные облигации Российской Федерации и субъектов Российской Федерации. Законом дается возможность размещения средств Пенсионного фонда Российской Федерации “в паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов”. В настоящее время инвестиционные фонды находятся в зачаточном состоянии, тем более - индексные (сумма активов открытых паевых инвестиционных фондов в настоящее время составляет 2,7 млрд. рублей).

По расчетам Счетной палаты Российской Федерации в 2002 году Минфином России было размещено рублевых государственных облигаций за деньги на номинальную сумму 195,6 млрд. рублей, в том числе Пенсионному фонду Российской Федерации на номинальную сумму 70,0 млрд. рублей, что составляет 35,8 % размещенных Минфином России государственных облигаций. Реальная внутренняя норма дохода Пенсионного фонда Российской Федерации в 2002 году составила 16,3 % годовых, то есть на 1,3 процентного пункта больше официального индекса потребительских цен.

Необходимость и возможность инвестирования значительных средств Пенсионного фонда Российской Федерации в рублевые государственные облигации поможет в 2003-2005 годах решить проблему рефинансирования внешнего долга за счет внутренних заимствований. Однако в будущем проблема инвестирования средств Пенсионного фонда Российской Федерации не должна решаться за счет увеличения процентных расходов федерального бюджета. Налицо классический конфликт интересов: с одной стороны, Правительство Российской Федерации заинтересованно в сокращении процентных расходов федерального бюджета, с другой стороны, заинтересовано в увеличении доходов Пенсионного фонда Российской Федерации.

Одним из путей разрешения обозначенного выше конфликта интересов и сохранения пенсионных средств могло бы стать законодательное разрешение уже в 2003 году по аналогии с золотовалютными резервами Банка России и финансовым резервом федерального бюджета, прямого инвестирования средств Пенсионного фонда Российской Федерации в высоколиквидные иностранные финансовые активы под управлением Банка России.

## **7.2. Проблема монополизма на рынке государственных облигаций**

Существенным препятствием для развития рынка внутренних заимствований в настоящее время является высокая степень концентрации выпусков государственных облигаций в портфелях нескольких крупных участников, например, на 1 января 2002 года более половины объема рынка ГКО/ОФЗ находилось в портфеле Сбербанка России и Пенсионного фонда Российской Федерации. Такое положение создает предпосылки манипулирования ценами, что может привести к уменьшению эффективности государственных заимствований и росту процентных расходов.

В настоящее время операции с ГКО/ОФЗ на первичном и на вторичном рынке не регулируются антимонопольным законодательством.

В условиях монополизированного рынка одним из вариантов проведения политики в отношении крупных участников является установление лимита на долю выпуска государственных облигаций в портфеле одного инвестора, на долю конкурентных заявок в

объеме его заявок на аукцион, а также совершение крупных сделок на специальных торговых сессиях ММВБ по котировкам, устанавливаемым Банком России.

### **7.3. О праве Правительства Российской Федерации осуществлять заимствования в объемах сверх установленных программой внутренних заимствований**

Важным является вопрос о праве Правительства Российской Федерации осуществлять внутренние заимствования с превышением объемов, установленных Программой государственных внутренних заимствований Российской Федерации.

Бюджетным кодексом Российской Федерации не предусмотрено право Правительства Российской Федерации осуществлять внутренние заимствования, не включенные в Программу государственных внутренних заимствований Российской Федерации, либо с превышением установленных федеральным законом о федеральном бюджете на очередной финансовый год предельного объема государственных внутренних заимствований Российской Федерации.

Правительство Российской Федерации при возникшей в 2002 году необходимости превышения объемов заимствований, первоначально установленных Федеральным законом от 30 декабря 2001 года № 194-ФЗ “О федеральном бюджете на 2002 год” в Программе государственных внутренних заимствований Российской Федерации на 2002 год, инициировало внесение соответствующих изменений в указанный Федеральный закон (были приняты Федеральные законы от 24 июля 2002 года № 99-ФЗ и от 25 октября 2002 года № 126-ФЗ). Однако по факту уточненные объемы привлечения средств по государственным ценным бумагам были превышены на 8,9 млрд. рублей.

Необходимо отметить, что ни в Бюджетном кодексе Российской Федерации, ни в законах о бюджетах не отражен правовой статус приложений к закону о бюджете. Остается не ясным вопрос, являются ли приложения составной частью утверждаемого Федеральным Собранием Российской Федерации закона о бюджете или остаются отдельными документами, структурно выходящими за рамки бюджета, на которые делаются ссылки в текстовых статьях. Кроме того, при исполнении федерального бюджета в части источников финансирования дефицита бюджета, как отмечалось ранее, возможны существенные отклонения от установленных в приложениях показателей за счет замены внешних заимствований внутренними, в результате чего происходит изменение структуры источников финансирования дефицита федерального бюджета.

В этой связи для закрепления правового статуса приложений необходимо внести поправку к действующему Бюджетному кодексу Российской Федерации, предусматривающую установление, помимо основных характеристик бюджета, также состава документов (в том числе упомянутых приложений), которые включаются в закон о бюджете и являются, соответственно, его составной частью.

**Аудитор Счетной палаты  
Российской Федерации**

**С. О. ШОХИН**