Государственные краткосрочные облигации, их сущность, сфера применения и значение в обслуживании внутреннего долга Российской Федерации

**Введение**

В условиях рыночной экономики финансовое здоровье государства, его перспективы определяются прежде всего состоянием государственного бюджета, величиной его дефицита, а также величиной государственного долга - агрегированной характеристикой этого дефицита.

В развитых странах мира накоплен большой опыт в управлении государственным долгом прежде всего рыночными методами, связанными с использованием различных финансовых инструментов, призванных обеспечивать результативное воздействие на величину государственного долга и его структуру. Мировой опыт подсказывает, что одним из таких инструментов являются государственные ценные бумаги, выпускаемые в виде срочных долговых обязательств. Рынок государственных ценных бумаг - это, с одной стороны, один из индикаторов состояния всей экономики, а с другой - одна из болевых точек, воздействие на которую может замедлить или ускорить процессы рыночных преобразований.

В этой работе рассматривается рынок государственных краткосрочных бескупонных облигаций, который был образован в начале 90-х годов прошлого века, его влияние на государственный долг и результаты неправильного управления рынком, последствием которых стал финансовый кризис в 1998 году.

**Государственные ценные бумаги и их функции**

Государственные ценные бумаги во всем мире выполняют две основные функции: финансирование бюджетного дефицита и исполнение денежно-кредитной политики. Государственные ценные бумаги служат проведению фискальной политики - для финансирования государственного долга. Управление денежно-кредитной политикой осуществляется с помощью других инструментов, разделяемых на три уровня: первый, самый жесткий, - это ставка рефинансирования и ставка обязательного резервирования; второй, более мягкий, уровень - это кредитно-депозитная деятельность (Центральный банк проводит операции по приёму депозитов или выдаче кредитов и, устанавливая ставки по этим операциям, влияет на ставки межбанковского рынка и т.д.) и третий уровень - это государственные ценные бумаги путем проведения прямых операций, либо операций типа РЕПО.

Для использования рынка ценных бумаг в качестве денежно-кредитного регулятора необходимо, чтобы объем находящихся в обращении бумаг был весьма велик. Обычно степень задолженности государства, т.е. внутренний долг по отношению к ВВП составляет от 50 до 100 %. Только при значительном объеме рынка государственных ценных бумаг их покупка или продажа Центральным банком может оказать ощутимое влияние на уровень процентных ставок. Как попытку использования ценных бумаг для оперативного регулирования ситуации на денежном рынке можно назвать действия Центрального банка РФ во время кризиса на межбанковском рынке в августе 1995 г., когда он выкупил у банков пакет ГКО на сумму более 1,5 трлн. руб. При этом целью ставилось не снижение процентных ставок, а поддержание уровня ликвидности банков.

В странах с развитой рыночной экономикой государственные ценные бумаги выпускаются для решения следующих бюджетных задач:

* Сглаживание неравномерности налоговых поступлений, достижение кассовой сбалансированности бюджета.
* Финансирование целевых программ и реализация конкретных проектов правительства.
* Погашение ранее размещенных займов.
* Покрытие общего, переходящего из года в год, дефицита бюджета.

В мировой практике выпуск государственных ценных бумаг является наиболее экономически целесообразным методом финансирования бюджетного дефицита по сравнению с заимствованием средств в центральном банке и привлечением средств за счет эмиссии денег.

На различных этапах развития рынка в Российской Федерации выпускались следующие виды государственных ценных бумаг:

* облигации Российского внутреннего выигрышного займа;
* приватизационные чеки (ваучеры);
* государственные краткосрочные бескупонные облигации — ГКО;
* облигации федерального займа;
* облигации сберегательного займа;
* казначейские обязательства;
* облигации внутреннего валютного займа:
* государственные долгосрочные облигации;
* золотые сертификаты.

Привлечение средств на финансовых рынках (внутренних или внешних) с помощью государственных долговых обязательств является общепризнанным способом финансирования дефицита государственного бюджета. Возможности эмиссионного финансирования дефицита федерального бюджета России (через каналы прямого кредитования Центробанком РФ), как показывает опыт 1992–1994 годов, ограничены сопровождающим его ростом цен, имеющим высокие социальные и политические издержки. В результате правительство вынуждено либо сокращать расходы бюджета и увеличивать уровень налогообложения, что является долгим, политически опасным и социально болезненным процессом, либо искать другие источники финансирования дефицита, не приводящие к соответствующему развертыванию инфляционных процессов.

Если власти выбирают второй путь, то перед ними встает проблема управления государственным долгом. Именно отсутствие должного внимание к этой проблеме, стало одной из основных причин (наряду с фискальными и бюджетными проблемами, ухудшением платежного баланса, уязвимостью банковской системы) разрастания кризисных явлений и формирования общего негативного отношения российского общества к рынку государственных ценных бумаг.

Тем не менее, развитие российской экономики в послекризисный период подтверждает гипотезу о том, что со временем государственные заимствования снова станут играть важную роль на отечественном финансовом рынке. Существование государственных ценных бумаг дает ориентиры уровня безрисковой процентной ставки, денежные власти получают дополнительные инструменты в области денежно-кредитной и бюджетной политики, то есть появляется возможность влиять на уровень процента в экономике, стерилизацию валютных и рублевых интервенций через операции на открытом рынке.

**Государственный внутренний долг Российской Федерации: понятие, состав, управление и обслуживание**

Понятие государственного внутреннего долга Российской Федерации определяется законом Российской Федерации от 13 ноября 1992 г. “О государственном внутреннем долге Российской Федерации ”, в соответствии с которым государственным внутренним долгом Российской Федерации являются долговые обязательства Российской Федерации, выраженные в валюте Российской Федерации перед юридическими и физическими лицами, если иное не установлено законодательными актами Российской Федерации. Они обеспечиваются всеми активами, находящимися в распоряжении Российской Федерации .

Долговые обязательства Российской Федерации могут быть в форме:

* кредитов, полученных правительством Российской Федерации;
* государственных займов, осуществляемых посредством выпуска ценных бумаг от имени Российской Федерации;
* других долговых обязательств, гарантированных правительством Российской Федерации.

Политику в отношении государственного внутреннего долга Российской Федерации, а также его верхний предел, устанавливаемый при утверждении федерального бюджета на очередной финансовый год, определяют законодательные органы Российской Федерации - Государственная дума и Совет Федерации совместно с Центральным банком Российской Федерации.

Оперативное управление государственным внутренним долгом Российской Федерации, в том числе определение порядка, условий выпуска и размещения долговых обязательств, осуществляет правительство Российской Федерации, а в соответствии с указом президента Российской Федерации от 8 декабря 1992 г. № 1556 “О Федеральном казначействе” - органы федерального казначейства Обслуживание государственного внутреннего долга Российской Федерации проводится федеральным казначейством совместно с Центральным банком Российской Федерации посредством проведения операций по размещению долговых обязательств, их погашению и выплате доходов по ним. Все затраты по обслуживанию долга осуществляются за счет средств федерального бюджета.

Важной нормой закона РФ “О государственном внутреннем долге РФ” является положение в соответствии с которым “Российская Федерация не несет ответственности по долговым обязательствам национально - государственных и административно - территориальных образований РФ, если они не были гарантированы Правительством РФ”. Аналогичное положение предусмотрено Гражданским кодексом РФ: «Российская Федерация не отвечает по обязательствам субъектов РФ и муниципальных образований...», кроме случаев, «когда Российская Федерация приняла на себя гарантию (поручительство) по обязательствам субъекта РФ, муниципального образования, или юридического лица».

Вместе с тем в Положении о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, утвержденном постановлением правительства РФ от 28 декабря 1991г. № 78, государственные долговые обязательства определяются, как любые ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа, в которых должником выступает государство, органы государственной власти или управления.

На доходы по ценным бумагам, выпущенным муниципальными органами власти, распространяется порядок льготного налогообложения только при присвоении им статуса государственных ценных бумаг, то есть при получении гарантии РФ.

В отличие от России государственные ценные бумаги в странах с развитой рыночной экономикой являются основным источником финансирования государственного внутреннего долга. Так, доля государственных ценных бумаг в неоплаченном внутреннем долге в 1995 году составляла в Великобритании 88,6 % , в Италии 83,1 %, во Франции 82,7 % в Японии 66,2 % в США 62,8 % в Германии 51,5 % .

**ЦЕЛИ СОЗДАНИЯ РЫНКА ГКО.**

Государственные ценные бумаги, выпускаемые в виде срочных долговых обязательств, являются одним из инструментов управления государственным долгом.

Необходимость перехода к рыночным методам регулирования государственного долга и финансирования бюджета из неинфляционных источников обусловила появление в 1993 г. нового инструмента на финансовом рынке - государственных краткосрочных облигаций - (ГКО).

Обращение ГКО в России регламентировалось "Основными условиями выпуска государственных краткосрочных бескупонных облигаций РФ", утверждённых Постановлением Правительства РФ от 8 февраля 1993 г. N 107 Cовета Министров.

Создание рынка ГКО решало следующие задачи:

* финансирование бюджета из неинфляционного источника ( привлечение финансовых ресурсов с рынка);
* определение реальной стоимости обслуживания государственного долга (процентная ставка ГКО определяется рынком);
* установление ориентира для рыночных ставок по другим инструментам финансового и денежного рынков;
* предоставление участникам рынка высоконадёжного, высоколиквидного инструмента для размещения свободных финансовых ресурсов;
* предоставление в распоряжение ЦБ инструмента для проведения денежно-кредитной политики посредством операций на "открытом рынке";
* организация широкой сети коммерческих посредников, охватывающих значительные слои инвесторов;
* внедрение современной электронной технологии торговли, расчётов и депозитарного учёта.

**ИНСТРУМЕНТЫ РЫНКА ГКО.**

ГКО считались высоконадёжным финансовым инструментом, так как являлись государственными обязательствами. ГКО обращались в безбумажной форме - в виде записей на счетах владельцев, что резко сужало круг возможных махинаций, исключает возможность краж и подделок.

Все облигации являлись именными. ГКО выпускались на срок 3 и 6 месяцев. Эмиссия облигаций осуществлялась периодически в форме отдельных выпусков. Каждый выпуск производится, как правило, один раз в месяц.

ГКО всех выпусков имели одинаковую номинальную стоимость – 100 тысяч рублей. Цены на облигации устанавливались в процентах к номиналу с точностью до 0,01%. Облигации размещались с дисконтом, то есть по цене ниже номинала.

Такой способ выпуска позволял удешевить обслуживание займа, а также избежать ряда проблем, связанных с изменением учётных ставок.

Доходом по ГКО считалась разница между ценой реализации и ценой покупки. Так как доход по ГКО был приравнен к доходу по процентам по государственным ценным бумагам, то он не облагался налогом. При совершении сделок с ГКО с покупателя взимался налог на операции с ценными бумагами в размере 0.1% от величины сделки.

Реальная доходность от вложений в ГКО определялась с учётом размеров налогообложения субъектов инвестирования.

**Система ГКО**

Для безупречной работы рынка был разработан пакет документов, который регулировал весь спектр правовых отношений участников, все стороны технологии размещения ГКО, погашения облигаций и проведения расчетов. На Московской межбанковской валютной бирже была развернута компьютерная система, обеспечивающая проведение электронных торгов. Торги проходили ежедневно, а аукционы – еженедельно. Подобный график проведения аукционов способствовал поддержанию стабильности рынка. Для оптимального функционирования рынка ГКО была создана соответствующая инфраструктура. Ее компонентами являлись:

– Министерство финансов РФ, выступающее эмитентом ГКО;

– Центральный банк РФ, выполнявший функции агента Министерства финансов РФ по обслуживанию выпуска, дилера, а также органа регулирования и контроля;

– официальные дилеры, в основном являвшиеся коммерческими банками;

– Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), выполнявшая функции торговой системы, расчетной системы и депозитария.

Центральный банк обеспечивал «организационную» сторону функционирования рынка ГКО: проводил аукционы, погашение, подготовку необходимых документов, перечисление денежных средств на счет Министерства финансов РФ. Центральный банк ориентировался на поддержание определенного уровня некоторых показателей рынка ГКО, например, доходности и ликвидности, поскольку сохранение этих характеристик на достаточно высоком уровне определяет привлекательность рынка государственных облигаций для инвесторов.

Центральный банк РФ реализовывал свою контрольную функцию в целях стабильного бесперебойного функционирования и развития рынка ГКО.

В качестве официальных дилеров выступали коммерческие банки, финансовые компании, брокерские фирмы, которые преследовали на рынке ГКО свои собственные инвестиционные цели и цели своих клиентов. Доля средств клиентов, инвестированных и государственные бумаги, была подвержена значительным колебаниям, но в целом имела тенденцию к росту.

ГКО являлись высоколиквидными ценным бумагами. Сроки обращения ГКО в денежные средства были минимальны, и это позволяло официальным дилерам и их клиентам быстро и надежно инвестировать находящиеся в их распоряжении временно свободные денежные средства. При этом операционные издержки (комиссия дилеру, бирже) при таких инвестициях были сравнительно невелики. Дополнительное преимущество инвестиций в ГКО состояло в том, что все виды доходов от операций с этими ценными бумагами были освобождены от налогообложения

**История рынка ГКО-ОФЗ**

### **Становление рынка ГКО-ОФЗ (1993–1994 годы)**

В 1993–1994 годах происходило постепенное становление рынка государственных облигаций в России. Первоначальное количество постоянных участников торгов было сильно ограничено. Летом 1993 года статус официального дилера на рынке ГКО получили 24 банка и финансовые компании. Сложившиеся макроэкономические условия (высокая инфляция, политическая неопределенность, быстрый рост курса доллара США) снижали привлекательность нового рынка для многих потенциальных инвесторов. Только после того как в августе 1993 года Министерство финансов РФ полностью и в срок выполнило свои обязательства по погашению первой серии ГКО, интерес к государственным ценным бумагам начал расти. В октябре 1993 года Минфин РФ открыл доступ на рынок для физических лиц, а в декабре того же года появилась возможность разместить облигации со сроком до погашения 6 месяцев.

В феврале 1994 года ЦБ РФ официально объявил о допуске нерезидентов на рынок ГКО и возможности для них приобретать ГКО на сумму до 10% номинального объема выпуска. Однако из-за отсутствия законодательно-нормативной базы по гарантиям прав инвестора на рынке ГКО-ОФЗ, высоких политических рисков и непризнания России международными рейтинговыми компаниями приход иностранных инвесторов на рынок фактически не состоялся.

Подводя итоги 1993–1994 годов, необходимо отметить, что государственные ценные бумаги еще не стали ни основным источником средств для финансирования дефицита федерального бюджета, ни наиболее важным рублевым активом для коммерческих банков и других участников финансового рынка. В то же время устойчивый положительный реальный процент, высокая ликвидность и надежность (по сравнению с другими секторами финансового рынка в России) создавали все предпосылки для расширения рынка ГКО в будущем. Основным препятствием для его развития являлась опасность инфляционных всплесков, что обесценивало любые рублевые активы.

### **Рынок ГКО-ОФЗ и финансовая стабилизация в 1995 году**

Основной целью программы финансовой стабилизации в 1995 году было снижение среднемесячных темпов инфляции с 10,5% (в 1994 году) до 4%, причем к концу года предполагалось достичь уровня 1%. Программа Правительства и ЦБ РФ исходила из ориентировочного роста денежной массы в среднем на 4,2% в месяц. Для контроля за ростом денежной массы были установлены ежемесячные ограничения на рост чистых внутренних активов денежно-кредитных органов, а также предельные размеры чистых требований к правительству. Денежная программа предусматривала отказ от использования прямых кредитов Банка России для финансирования дефицита федерального бюджета. Таким образом, основным источником средств для его финансирования должны были стать заимствования на рынке ГКО-ОФЗ.

Ряд факторов не позволял доходности облигаций опустится ниже достигнутого уровня. Во-первых, к концу 1995 года возросли политические риски и неопределенность экономических перспектив в связи с неблагоприятными (по мнению значительного числа участников рынка) результатами выборов в Государственную Думу РФ и приближающимися выборами Президента РФ. Во-вторых, из-за мягкой бюджетной политики, проводимой Правительством РФ, продолжал оставаться высоким дефицит федерального бюджета. Последнее заставляло Министерство финансов РФ выходить на рынок со все большим предложением новых бумаг. Всего в 1995 году было размещено ГКО и ОФЗ на общую сумму 140,4 трлн рублей (по номиналу), в том числе 75 трлн в течение четырех последних месяцев года. Результатом такой политики стал рост отношения объема внутреннего долга (оформленного в виде государственных облигаций) к ВВП с 1,7% до 4,8% (декабрь 1994 г. и декабрь 1995).

### 

### **Рынок ГКО-ОФЗ в год президентских выборов (1996 год)**

Предвыборная кампания, выборы Президента РФ, формирование Правительства, состояние здоровья Б. Ельцина, а также фактический допуск нерезидентов были основными факторами, определявшими развитие рынка ГКО-ОФЗ в 1996 году.

В январе было принято решение о либерализации допуска нерезидентов на рынок. С 7 февраля иностранные инвесторы получили право участвовать через уполномоченные банки-нерезиденты в аукционах по ОФЗ и репатриировать получаемую прибыль (по ставке 19% годовых в валюте) под гарантии ЦБ РФ.

Снижение политических рисков и рост спроса со стороны иностранных инвесторов после улучшения здоровья Президента РФ позволили Министерству финансов и ЦБ РФ до конца года понизить доходность государственных облигаций до 50% годовых (в номинальном выражении). Значительно выросли объемы сделок на вторичном рынке (см. рис. 1.6). Одновременно замедлились темпы наращивания долга.

### 

### **Рынок государственных облигаций в январе – октябре 1997 года**

1997 год стал наиболее спокойным периодом развития рынка государственных рублевых облигаций. Политическая стабильность, низкая инфляция, признаки стабилизации в реальном секторе экономики повышали привлекательность России для иностранных инвестиций (в первую очередь портфельных). Отечественная банковская система и большое число фирм располагали значительным объемом свободных рублевых средств. Рынок ГКО-ОФЗ, обеспечивающий наименьший уровень рисков при высокой доходности (в том числе в валюте), являлся основным местом для вложения денег.

Снижение номинальной доходности государственных облигаций, начавшееся после июньских выборов 1996 года, продолжалось до конца мая 1997 года. К лету 1997 года процент на рынке ГКО-ОФЗ достиг 20% годовых, оставаясь на данном уровне вплоть до развертывания мирового финансового криза в конце октября 1997 года.

Примечательно, что в этот период реальный объем долга практически оставался постоянным, а в отдельные месяцы даже снижался. Всего с марта по октябрь реальный объем долга вырос на 4,3% (с 15,8% до 16,5% ВВП).

**Рынок ГКО-ОФЗ в условиях финансового кризиса (ноябрь 1997 – август 1998 года)**

С ноября 1997 года финансовый рынок России вступил в фазу всеобщего кризиса, кульминацией которого стали девальвация рубля, замораживание внутреннего долга и мораторий на выплату внешних обязательств, объявленные 17 августа 1998 года.

В ноябре 1997 года Центральный банк РФ продолжал поддерживать цены на государственные облигации, доходность которых, тем не менее, начала медленно расти (с 20–25% до 30% годовых). В декабре Банк России отказался от политики поддержания ставок на низком уровне, и доходность к погашению государственных облигаций поднялась до 40% годовых. Из-за сезонного ускорения роста цен реальные рублевые ставки остались на прежнем уровне около 2% в месяц.

С февраля по апрель 1998 года рынок ГКО-ОФЗ испытывал приток новых средств, что позволило процентным ставкам оставаться стабильными на уровне около 30% годовых. В то же время сохранение высоких реальных ставок привело к дальнейшему наращиванию объема государственного. С января по май 1998 года объем ГКО и ОФЗ в обращении вырос почти на 12% или с 16,5% до 18,4% ВВП (последнее является наибольшим значением показателя за всю историю рынка).

С конца апреля 1998 года осложнилась ситуация с рефинансированием и обслуживанием рыночных обязательств Правительства РФ. С апреля объем новых средств, привлекаемых на аукционах и при доразмещении облигаций на вторичном рынке, не мог покрыть объем государственных обязательств. Попытки увеличить объем размещения приводили к росту доходности новых выпусков облигаций, что еще более сокращало реальный объем заимствований.

В конце мая уровень номинальной доходности ГКО-ОФЗ превысил 60% годовых (5% в месяц в реальном исчислении, см. рис. 1.10 и 1.11). В этих условиях Министерство финансов РФ было вынуждено отказаться от размещения новых выпусков рублевых облигаций, привлекая средства для погашения ранее выпущенных серий из регулярных доходов федерального бюджета и за счет размещения новых еврооблигаций. Таким образом, начиная с июня, объем внутреннего долга РФ стал сокращаться.

Однако к середине июля цены ГКО-ОФЗ упали практически до уровня дефолта. Номинальная доходность облигаций превысила 120% годовых, что обеспечивало при текущем уровне инфляции не менее 10% в месяц реального дохода. Одновременно усилился отток средств нерезидентов из страны, возросла опасность девальвации рубля. Стремясь повысить доверие инвесторов к российским ценным бумагам и снизить уровень валютного риска, 24 июля Правительство РФ, после выделения МВФ России стабилизационного кредита, провело добровольную конвертацию части рублевого внутреннего долга в еврооблигации на общую сумму около 27,5 млрд рублей. В частности, обязательства по погашению ГКО и ОФЗ до конца 1998 года снизились на 17,5 млрд рублей. Таким образом, к середине августа объем государственного долга сократился по сравнению с концом мая на 11,2% до 16,3% ВВП. Уровень доходности на рынке в конце июля снизился до 50–60% годовых (3–4% в месяц в реальном выражении).

Однако данные меры на фоне продолжающегося ухудшения ситуации в бюджетной сфере еще более снижали уверенность в способности Правительства РФ выполнить свои обязательства по ценным бумагам в полном объеме. С начала августа отток капитала усилился. К 14 числу доходность бумаг возросла до 100% годовых, длинные выпуски облигаций практически потеряли ликвидность.

17 августа Правительство и ЦБ РФ выпустили совместное заявление, в котором было объявлено, наряду с мерами в области валютной политики, о прекращении вторичных торгов по государственным облигациям, а 19 августа состоялся дефолт по очередному погашаемому выпуску ГКО. В разъяснениях Министерства финансов РФ, опубликованных 28 августа, говорилось о реструктуризации всех ценных бумаг со сроком погашения до 31 декабря 1999 года. Таким образом, рынок ГКО-ОФЗ в его прежнем виде перестал существовать.

**Заключение**

В связи со стремлением Правительства Российской Федерации использовать долговые обязательства в качестве одного из определяющих источников бюджетных поступлений, рынок государственных ценных бумаг получает мощный импульс. В настоящее время в России нет механизмов, гарантирующих выполнение органами власти взятых на себя обязательств, что порождает ряд проблем, решение которых значительно повысит качество управления госдолгом.

В процессе развития рыночной экономики и повышения уровня хозяйствующих субъектов, а также увеличение количества государственных ценных бумаг и динамики их обращения, рынок государственных ценных бумаг и его функционирование будут до конца упорядоченным. При этом умелое использование государственных ценных бумаг в перспективе станет обоюдовыгодным: предприятия, страховые общества, внебюджетные фонды приобретут еще одну возможность для эффективного вложения средств; правительство же сможет дополнительно финансировать расходы бюджета.

**Список используемой литературы**

1. Постановление Совета Министров - Правительства Российской Федерации “О выпуске государственных краткосрочных бескупонных облигаций” от 8 февраля 1993 Г. № 107
2. «Государственные ценные бумаги», Фельдман А.А., М.: “ИНФРА-М”, 1995 г.
3. «Анализ процентных ставок ГКО/ОФЗ», Дворкович А., Гурвич Е. М.: РЭШ, 1999 г
4. Финансовый кризис и государственный долг. – М.: ИФИ, 1999 г