

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ НАУКИ

УДК 336.763

DOI 10.34822/2312-3419-2021-3-6-18

РЫНОЧНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ СУБЪЕКТОВ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

О. Г. Аркадьева^{1✉}, Н. В. Березина¹, М. В. Аркадьев², К. Н. Чупракова¹

¹ Чувашский государственный университет им. И. Н. Ульянова, Чебоксары, Россия

² ЧРОО «Общее дело», Чебоксары, Россия

✉ E-mail: knedlix@yandex.ru

Целью исследования является оценка облигаций субъектов РФ как рыночного инструмента заимствований. При этом предметом исследования стали факторы, определяющие тенденции развития рыночной составляющей государственного долга субъектов в РФ. Задачи исследования: изучение предпосылок сокращения роли рыночных инструментов в управлении государственным долгом субъектов РФ, сопоставление тенденций развития субфедерального долга РФ с международным опытом, а также определение перспектив дальнейшего использования региональных облигаций.

В результате анализа государственного долга субъектов РФ в сопоставлении с мировым опытом установлено, что ориентиры управления государственным долгом субъектов РФ, установленные на федеральном уровне, объективные экономические предпосылки регионального развития, специфика механизма денежно-кредитного регулирования в РФ и самого финансового рынка РФ способствуют снижению роли региональных облигаций как рыночного инструмента заимствований. Перспективы развития данного инструмента могут заключаться в проработке механизмов целевых заимствований, установлении четкой взаимосвязи осуществляемых заимствований с потребностями развития региона и спросом на конкретные инструменты пула потенциальных инвесторов.

Ключевые слова: рыночные инструменты, заимствования, облигации, государственный долг субъектов РФ, дюрация, доходность, надежность, эмиссия, муниципальные облигации США, рынок государственного долга.

Для цитирования: Аркадьева О. Г., Березина Н. В., Аркадьев М. В., Чупракова К. Н. Рыночные инструменты управления государственным долгом субъектов Российской Федерации // Вестник Сургутского государственного университета. 2021. № 3. С. 6–18. DOI 10.34822/2312-3419-2021-3-6-18.

MARKET INSTRUMENTS FOR PUBLIC DEBT MANAGEMENT OF SUBJECTS OF THE RUSSIAN FEDERATION

O. G. Arkadeva^{1✉}, N. V. Berezina¹, M. V. Arkadev², K. N. Chuprakova¹

¹ I. N. Ulianov Chuvash State University, Cheboksary, Russia

² "Obshchee delo" ChROO, Cheboksary, Russia

✉ E-mail: knedlix@yandex.ru

The purpose of the study is to assess the bonds of subjects of the Russian Federation as a market instrument of borrowings. The object of the study is factors that identify trends to develop a market part of the public debt of subjects of the Russian Federation. The objectives of the study are the following: to analyze preconditions for reduction of the market instruments role in the public debt management of subjects of the Russian Federation, to compare development trends of subfederal debt of the Russian Federation with international practice and to establish prospects of further use of the regional bonds.

As a result of the comparative analysis of the public debt of subjects of the Russian Federation and international practice, the study identifies factors that assist in reduction of the regional bonds role as a market instrument of borrowings. The above mentioned include management guidelines for the public debt of

subjects of the Russian Federation imposed at the federal level, objective economic preconditions for the regional development, specifics of the monetary management mechanism in the Russian Federation and the financial market itself. The prospects of the development of such an instrument may consist of thorough development of target borrowings mechanisms, implementation of a clear correlation between borrowed assets and need of the region development and demand for particular instruments in potential investors' pool.

Keywords: market instruments, borrowings, bonds, public debt of subjects of the Russian Federation, duration, profitability, reliability, issuance, the USA municipal bonds, public debt market.

For citation: Arkadeva O. G., Berezina N. V., Arkadev M. V., Chuprakova K. N. Market Instruments for Public Debt Management of Subjects of the Russian Federation // Surgut State University Journal. 2021. No. 3. P. 6–17. DOI 10.34822/2312-3419-2021-3-6-18.

ВВЕДЕНИЕ

Государственные ценные бумаги, эмитентами которых являются центральные органы управления государственным долгом и реализации денежно-кредитной политики развитых стран, выступают мощным инструментом управления экономическим циклом. В периоды рецессий Центральные банки наращивают собственные балансы за счет национальных облигаций, предоставляя или абсорбируя ликвидность на рынках, регулируя стоимость заимствований национального правительства и экономических субъектов, снимая панические настроения и предотвращая дефолты по корпоративным обязательствам. Однако принципы формирования и обслуживания долга федерального и субфедерального уровней развитых стран для Российской Федерации неприменимы. Гегемония национальной валюты США, кардинально отличающиеся принципы отношений между федеральным центром и штатами, роль и масштабы национальных экономик в других федеративных государствах снижают потребности регионов в заимствованиях, возлагая эти функции на центральное правительство.

Облигации занимают незначительную часть всех обязательств субъектов РФ, в отличие от обязательств федерального уровня, однако это обусловлено в первую очередь сложившимися финансовыми возможностями регионов, а лишь затем – сознательным разграничением государственных долговых инструментов по предназначению.

Вопросы управления государственным долгом субъектов РФ на протяжении длительного периода развития государственного финансового менеджмента остаются предметом пристального интереса ученых [1–2].

В отношении такого инструмента заимствований, как облигации субъектов РФ, прослеживаются два ключевых направления исследований: во-первых, изучение рыночной составляющей, включающей обсуждение проблем эмиссии [3–4], управления рисками и стоимостью заимствований [5–8], инвестиционной привлекательности региональных облигаций [9–10]; во-вторых, анализ способности выступать источником финансирования дефицита регионального бюджета [11–12]. Существующая система управления рыночной составляющей государственного долга субъектов РФ обладает рядом недостатков, которые рассматриваются в настоящем исследовании. Для решения указанной проблемы произведена оценка перспектив развития облигаций субъектов РФ и выделены особенности их использования в качестве рыночного инструмента региональных заимствований.

На современном этапе вопросы управления рыночными заимствованиями субъектов РФ вновь приобрели актуальность: на 01.01.2021 общая долговая нагрузка субъектов увеличилась на 18 % по сравнению с 01.01.2020. Недопоступление и неравномерность зачисления налоговых доходов регионов [13], увеличение расходных обязательств на осуществление мер по борьбе с пандемией изменили сложившийся тренд. Если в 2010–2016 гг. государственный долг субъектов РФ демонстрировал устойчивый рост [14], то с 2017 г. он ощутимо снижался, в первую очередь за счет сокращения рыночных обязательств. Причем изменение региональной долговой нагрузки было неравномерным как в динамике в разрезе отдельных субъектов, так и по структуре по видам обязательств.

МАТЕРИАЛ И МЕТОДЫ

Основные методы исследования – экономико-статистический и финансовый анализ с использованием системы показателей, характеризующих долговые инструменты финансового рынка. На основании анализа данных о структуре и динамике государственного долга субъектов РФ, биржевых и аналитических показателей их облигаций и рейтинговых оценок самих эмитентов была сформулирована гипотеза о необходимости пересмотра принципов функционирования рыночной составляющей государственного долга субъектов РФ.

Дальнейшее исследование включало формирование критериев и выделение групп субъектов с потенциалом развития рыночного долга, а также формулировку перспектив такого развития с опорой на международную практику, преимущественно на опыт функционирования муниципальных облигаций США. Использование метода сравнения позволило выделить существенные обстоятельства, затрудняющие прямой перенос зарубежного опыта в российскую действительность.

Методы индукции и дедукции способствовали разграничению федеральных и субфедеральных облигаций по целям эмиссии. Совокупность исследовательских действий позволила получить и обосновать выводы о перспективных направлениях развития рыночной составляющей регионального долга РФ.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ИХ ОБСУЖДЕНИЕ

В результате исследования было установлено, что формально однородная с позиции инвесторов группа – ценные бумаги субъектов РФ – не может в полной мере выступать рыночным инструментом заимствований, поскольку лишь облигации отдельных субъектов РФ обладают свойством инвестиционной привлекательности в соответствии с доходностью и рисками, присущими конкретным эмитентам. Несмотря на то что для характеристики данного долгового инструмента применяются традиционные рыночные показатели (табл. 1), для региональных облигаций не выявлено четкой закономерности соотношения доходности, надежности, ликвидности облигаций и их дюрации. Зачастую в дополнение к рыночным показателям используются кредитные рейтинги эмитентов, так как они в большей степени отражают основной критерий при принятии решений об инвестировании в государственные ценные бумаги субъектов – надежность вложений. Поскольку в основе критерия надежности лежит степень доверия инвесторов к органам государственной власти конкретного субъекта РФ, оценка социально-экономического положения субъекта, находящая отражение в присвоенном ему рейтинге, может демонстрировать расхождение с рыночными показателями его ценных бумаг в обращении, высчитываемыми с учетом других рыночных характеристик.

Таблица 1

**Топ-10 выпусков ценных бумаг субъектов РФ
по критерию доходности на 01.07.2021**

Эмитент	Доходность, %	Годовой купонный доход, %	Дюрация, лет	Срок до погашения, лет	Отношение дюрации к сроку погашения	Кредитный рейтинг региона по методике «Эксперт РА»
Карачаево-Черкесская Республика, КЧР2017	8,2	8,7	2,35	3,4	0,69	отозван
Марий Эл, МФ МарЭл17	8,1	8,6	1,6	3,1	0,52	-
Республика Хакасия, Хакас2016	8,1	8,1	1,26	2,3	0,55	-
Ульяновская область, Ульян.об2017	8,1	8,1	1,92	3,4	0,56	ruBBB+/Негативный
Ярославская область, ЯрОбл35018	7,9	6,0	2,54	4,8	0,53	ruBBB+/Стабильный

Окончание табл. 1

Эмитент	Доходность, %	Годовой купонный доход, %	Дюрация, лет	Срок до погашения, лет	Отношение дюрации к сроку погашения	Кредитный рейтинг региона по методике «Эксперт РА»
Ненецкий автономный округ, НАО2017	7,9	7,8	1,3	3,3	0,39	ruA+/Стабильный
Томская область, Томскобл20	7,9	6,7	3,45	6,0	0,58	ruBBB+/Стабильный
Калининградская область, КалининОбл17	7,9	7,91	2,65	3,4	0,78	-
Липецкая область, ЛипецкОбл12	7,9	5,75	1,94	4,1	0,47	-
Ставропольский край, СтавроКрай4	7,8	6,20	3,28	6,4	0,51	ruA/Стабильный

Примечание: составлено авторами по данным [15].

Несмотря на то что рыночные и рейтинговые оценки самих регионов и эмитированных ими ценных бумаг разнородны, для абсолютного большинства субъектов Российской Федерации характерны:

- устойчивый тренд на снижение объемов и доли обязательств по государственным ценным бумагам в структуре государственного долга;
- переориентация на привлечение бюджетных кредитов из федерального бюджета;
- минимизация долговых обязательств.

Кризисные явления 2014–2015 и 2020 г. способствовали формированию «пиков роста» потребности в привлечении регионами заемных средств и возрастанию рисков сбалансированности и устойчивости их бюджетов. При этом ориентация на привлечение бюджетных кредитов способствовала снижению общего объема расходов на обслуживание региональных долгов и позволила сгладить негативное воздействие событий бюджетных рисков.

Значительная часть описанного тренда сформирована политикой федерального центра по замещению рыночных инструментов бюджетными кредитами во избежание рисков формирования долговых пирамид субъектами РФ.

Причины наращивания государственного долга субъектов РФ объективны: в результате влияния демографических причин, процессов цифровизации, последствий пандемии COVID-19 ожидается устойчивый рост бюджетных расходов субъектов РФ при существенных ограничениях роста доходной базы и, как следствие, возникает необходимость использования источников финансирования дефицита бюджета. Однако с точки зрения рациональности размещения и обслуживания региональные облигации РФ не могут выступать универсальным инструментом для этих целей (как с позиции бюджетов субъектов РФ, так и с позиции рынка), а их дальнейший оборот требует пересмотра базовых принципов использования. Международный опыт демонстрирует тенденцию к снижению роли субфедеральных заимствований на финансовом рынке.

Так, в США пики выпусков наблюдались лишь в 1985 г. в связи с налоговой реформой, увеличившей налоговую нагрузку по неправительственным облигациям, и ужесточением денежной политики в 2004 г. (рис. 1).

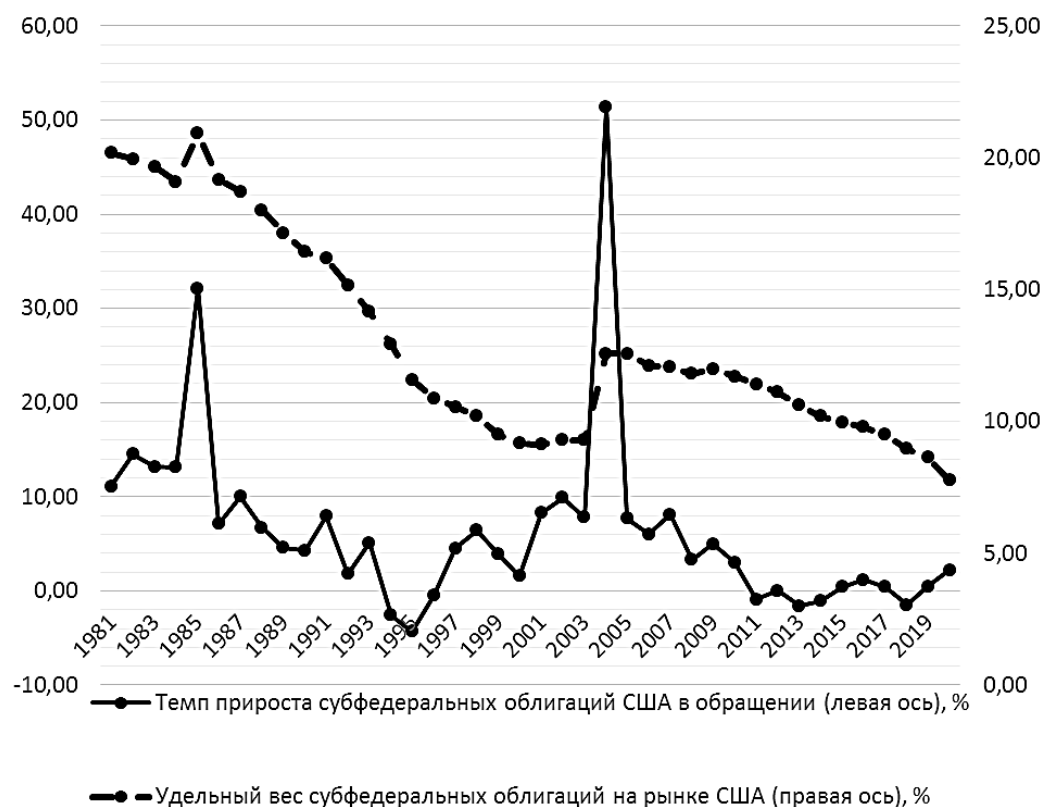


Рис. 1. Динамика муниципальных облигаций США, %

Примечание: составлено авторами по данным [16].

Говоря о потенциале развития субфедеральных облигаций с опорой на международный опыт, следует отметить, что особенностью муниципальных облигаций США выступает не принадлежность их эмитента к уровню управления, а целевая ориентация займов. При этом муниципальные облигации могут быть эмитированы штатами (региона-

ми), муниципалитетами, учреждениями, отраслевыми единицами для конкретных инвестиционных целей, а их рыночные характеристики (в частности, купонный доход) существенно более диверсифицированы в зависимости от целевого предназначения и обеспеченности займов (табл. 2).

Таблица 2

**Муниципальные облигации штата Висконсин (США),
находящиеся в обращении на 01.07.2021**

Эмитент	Годовой купонный доход, %	Срок до погашения, дней
Больница Висконсина, региональная больница Тринити	15,00	3 076
Больница Висконсина, региональная больница Тринити	11,00	6 728
Висконсинское образовательное учреждение, Estancia Valley Classical	8,75	1 431
Серия F на жилищное строительство и экономическое развитие	7,91	2 954
Серия H на жилищное строительство и экономическое развитие	7,21	3 500
Пенсионные облигации округа Милуоки, серия А	6,84	2 680
Облигации Нового Берлина серии А	5,00	1 036
Облигации школьного округа Бёрлингтон	3,50	6 453
Облигации школьного округа Расин	2,69	2 801
Система водоснабжения и канализации Хикстон	1,00	2 192
Пенсионные облигации округа Милуоки, серия С	0,00	4 262

Примечание: составлено авторами по данным [16].

В составе государственного долга органов власти субъектов РФ с 2005 г. удельный вес облигаций сохраняется на уровне 35 %, изменяясь в отдельные периоды под воздействием конъюнктурных колебаний. Однако в настоящее время этот уровень существенно искажен вследствие того, что облигационные займы остаются значимым инструментом в управлении сбалансированностью бюджета лишь отдельных субъектов РФ: г. Москвы, Московской области, г. Санкт-Петербурга, Свердловской области, Красноярского края, – на которые приходится 57 % государственного долга субъектов РФ, номинированного

в ценных бумагах. Следует также отметить, что данная разновидность присутствовала лишь у 43 из 85 регионов по состоянию на 01.07.2021.

Ограниченный круг регионов РФ имеет необходимый социально-экономический потенциал для привлечения ресурсов в форме облигационных займов и соответствующую потребность в инвестициях (Олимпиада в Сочи и развитие туристического потенциала Краснодарского края, вложения в промышленность и высокие технологии, реновация и редевелопмент территорий в Москве) (табл. 3).

Таблица 3

**Сравнительная характеристика объемов эмиссии государственных ценных бумаг
г. Москвы и Краснодарского края за 2005–2020 гг., тыс. руб.**

Дата	г. Москва		Краснодарский край	
	Тыс. руб.	Темп роста, %	Тыс. руб.	Темп роста, %
01.01.2005	56 308 997,00	-	1 000 000,00	-
01.01.2006	49 671 079,00	88,21	1 000 000,00	100,00
01.01.2007	57 323 013,00	115,41	1 000 000,00	100,00
01.01.2008	55 213 892,00	96,32	1 500 000,00	150,00
01.01.2009	81 474 067,00	147,56	1 500 000,00	100,00
01.01.2010	190 004 951,00	233,21	176 631,00	11,78
01.01.2011	233 891 801,00	123,10	4 132 473,25	2339,61
01.01.2012	175 006 004,00	74,82	4 088 315,50	98,93
01.01.2013	145 006 004,00	82,86	16 000 000,00	391,36
01.01.2014	149 052 654,00	102,79	14 000 000,00	87,50
01.01.2015	111 255 238,00	74,64	8 400 000,00	60,00
01.01.2016	86 565 497,00	77,81	8 400 000,00	100,00
01.01.2017	48 403 317,00	55,92	5 280 000,00	62,86
01.01.2018	34 347 558,00	70,96	10 480 000,00	198,48
01.01.2019	30 000 000,00	87,34	20 000 000,00	190,84
01.01.2020	30 000 000,00	100,00	30 000 000,00	150,00
01.01.2021	30 000 000,00	100,00	30 000 000,00	100,00

Примечание: составлено авторами по данным [15].

Так, для Краснодарского края в период проведения Олимпийских игр ресурсы, привлекаемые в форме рыночных займов, очевидно генерировали большую отдачу и сильнее способствовали развитию государственно-частного партнерства, чем в регионах, где привлечение займов осуществлялось в целях покрытия дефицита бюджета. Харак-

теристики ценных бумаг названных выше субъектов РФ имеют максимально возможный рыночный характер, отражают степень их инвестиционной привлекательности (табл. 4). Именно подобные ценные бумаги субъектов РФ призваны формировать консервативную часть портфелей финансовых посредников.

Таблица 4

**Облигации Краснодарского края и г. Москвы
в обращении на 01.07.2021**

Выпуск	Накопленный купонный доход, руб.	Доходность к погашению, %	Дюрация Макколя, дней	Дней до погашения	Отношение Дюрации Макколя к сроку погашения
КраснодарКрай-35001-об	6,6	6,942	752	1 155	0,651
КраснодарКрай-35002-об	2,09	9,974	843	1 453	0,580
КраснодарКрай-35003-об	5,52	7,152	1 414	1 980	0,714
Москва-25072-об	8,08	6,578	964	1 047	0,921
Москва-25073-об	8,88	7,396	1 515	1 775	0,854
Москва-26074-об	3,03	7,544	2 020	2 533	0,797
Москва-32048-об	0	6,025	360	365	0,986

Примечание: составлено авторами по данным [15].

Однако при ограниченном предложении подобных облигационных займов рынок не демонстрирует повышенного спроса на облигации субъектов РФ. Доля ценных бумаг регионов в общей структуре инвестиционных вложений негосударственных пенсионных фондов незначительна: 1,64 % в 2019 и 2,3 % в 2020 г.; страховых организаций – 1,41 % в 2019 и 1,90 % в 2020 г.; банков – 2,55 % в 2019 и 2,27 % в 2020 г. Включение региональных облигаций, в основном с опо-

рой на критерий надежности, подтверждается, в частности, тем, что АО «НПФ «Телеком-Союз» и АО «НПФ «Открытие», продемонстрировавшие наиболее высокие показатели доходности в 2019 г., выбрали разные инвестиционные стратегии в 2020 г., в результате чего АО «НПФ «Телеком-Союз» стал единственным убыточным фондом, в портфеле которого имелись ценные бумаги субъектов РФ (табл. 5, 6).

Таблица 5

**Доходность портфеля негосударственных пенсионных фондов
и роль ценных бумаг РФ в его формировании**

Название НПФ	2019		2020	
	Удельный вес государственных ценных бумаг РФ в структуре портфеля, %	Доходность за минусом вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду, %	Удельный вес государственных ценных бумаг РФ в структуре портфеля, %	Доходность за минусом вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду, %
АО «НПФ «Телеком-Союз»	46,18	15,48	32,3	-1,47
АО «НПФ «САФМАР»	22,79	6,59	22,1	2,16
АО «НПФ «Открытие»	48,06	10,33	45,1	4,24
АО «НПФ "БУДУЩЕЕ»	12,58	6,87	12,7	4,74
АО «Негосударственный Пенсионный Фонд «Транснефть»	21,44	8,78	22,2	5,02
АО «НПФ «Гефест»	28,31	12,16	35,8	5,14
ОАО «Межрегиональный НПФ «АКВИЛОН»	14,59	10,75	17,7	5,17
АО «Оренбургский НПФ «Доверие»	8,36	7,28	10,7	5,41
АО «Ханты-Мансийский НПФ»	31,75	10,94	27,4	5,42
АО «НПФ «Стройкомплекс»	69,35	9,86	21,3	5,43
ОАО «НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления»	26,82	6,21	35,4	5,46
АО «Национальный НПФ»	21,58	9,49	25,5	5,61
АО «НПФ «Алмазная осень»	24,45	8,78	41,9	5,84
АО «НПФ «ФЕДЕРАЦИЯ»	62,84	10,5	46,1	5,86

Окончание табл. 5

Название НПФ	2019		2020	
	Удельный вес государственных ценных бумаг РФ в структуре портфеля, %	Доходность за минусом вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду, %	Удельный вес государственных ценных бумаг РФ в структуре портфеля, %	Доходность за минусом вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду, %
АО НПФ «УГМК-Перспектива»	12,28	9,88	19,8	5,95
АО НПФ ВТБ Пенсионный фонд	9,28	8,58	13,1	5,96
АО «НПФ «Первый промышленный альянс»	17,55	10,72	18,9	5,96
АО «НПФ «Ростех»	37,13	10,6	24,6	5,98
АО «НПФ Сбербанк»	53,35	8,17	50,2	6,14
АО «НПФ «Сургутнефтегаз»	35,35	12,12	30	6,14
АО «НПФ «Магнит»	6,21	9,09	11	6,15
АО «НПФ «Эволюция»	36,19	10,36	25,2	6,79
АО «НПФ «Социум»	14,37	8,71	13	7,29

Примечание: составлено авторами по данным [17].

Коэффициенты корреляции между показателями доли ценных бумаг РФ в портфеле и доходностью инвестирования пенсионных накоплений за 2019 и 2020 г. составили 0,367

и –0,127 соответственно. Для ценных бумаг субъектов РФ аналогичные коэффициенты корреляции составили –0,316 за 2019 и 0,570 за 2020 г.

Таблица 6

**Доходность портфеля негосударственных пенсионных фондов
и роль ценных бумаг субъектов РФ в его формировании**

Название НПФ	2019		2020	
	Удельный вес государственных ценных бумаг субъектов РФ в структуре портфеля, %	Доходность за минусом вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду, %	Удельный вес государственных ценных бумаг субъектов РФ в структуре портфеля, %	Доходность за минусом вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду, %
АО «НПФ «Телеком-Союз»	0,12	15,48	0,01	-1,47
АО «НПФ «САФМАР»	3,96	6,59	5	2,16
АО «НПФ «Открытие»	0,56	10,33	1,7	4,24
АО «НПФ «Гефест»	9,7	12,16	9,6	5,14
ОАО «Межрегиональный НПФ «АКВИЛОН»	9,36	10,75	7,7	5,17
АО «Оренбургский НПФ «Доверие»	10,02	7,28	6,2	5,41
АО «Ханты-Мансийский НПФ»	0,09	10,94	2,8	5,42
АО «НПФ «Стройкомплекс»	5,99	9,86	3,5	5,43
ОАО «НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления»	1,83	6,21	1,8	5,46
АО «Национальный НПФ»	3,53	9,49	4,6	5,61
АО «НПФ «Алмазная осень»	1,98	8,78	2,9	5,84
АО НПФ «УГМК-Перспектива»	6,24	9,88	9,1	5,95
АО НПФ ВТБ Пенсионный фонд	5,5	8,58	6,1	5,96
АО «НПФ «Первый промышленный альянс»	7,95	10,72	7,9	5,96

Окончание табл. 6

Название НПФ	2019		2020	
	Удельный вес государственных ценных бумаг субъектов РФ в структуре портфеля, %	Доходность за минусом вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду, %	Удельный вес государственных ценных бумаг субъектов РФ в структуре портфеля, %	Доходность за минусом вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду, %
АО «НПФ «Сургутнефтегаз»	2,4	12,12	6	6,14
АО «НПФ «Магнит»	13,46	9,09	12,4	6,15
АО «НПФ «Эволюция»	0,97	10,36	0,3	6,79
АО «НПФ «Социум»	9,37	8,71	8,5	7,29

Примечание: составлено авторами по данным [17].

Можно считать, что ввиду разнонаправленных характеристик получившихся связей показатели удельного веса государственных облигаций в структуре портфеля и их доходности не взаимосвязаны. Но для формирования консервативных портфелей корпоративного сектора, в особенности крупных финансовых институтов, ценные бумаги субъектов РФ могут выступать привлекательным инструментом, в том числе за счет законодательно установленных ограничений для выбора инвестиционных инструментов.

Даже с учетом нормативно-правовой поддержки со стороны регулятора объективно цели эмиссии федеральных и субфедеральных облигаций различаются. Государственный долг РФ, выраженный в ценных бумагах, с 1993 по 2020 г. значительно увеличился (рис. 2) и по состоянию на 01.07.2021 в 6,2 раза превышает объем облигаций субъектов РФ, учтенный в составе их долга. Государство выпускает и использует облигации для регулирования денежной массы в обращении, инфляции, валютного курса, а также для исполнения своих расходных обязательств.

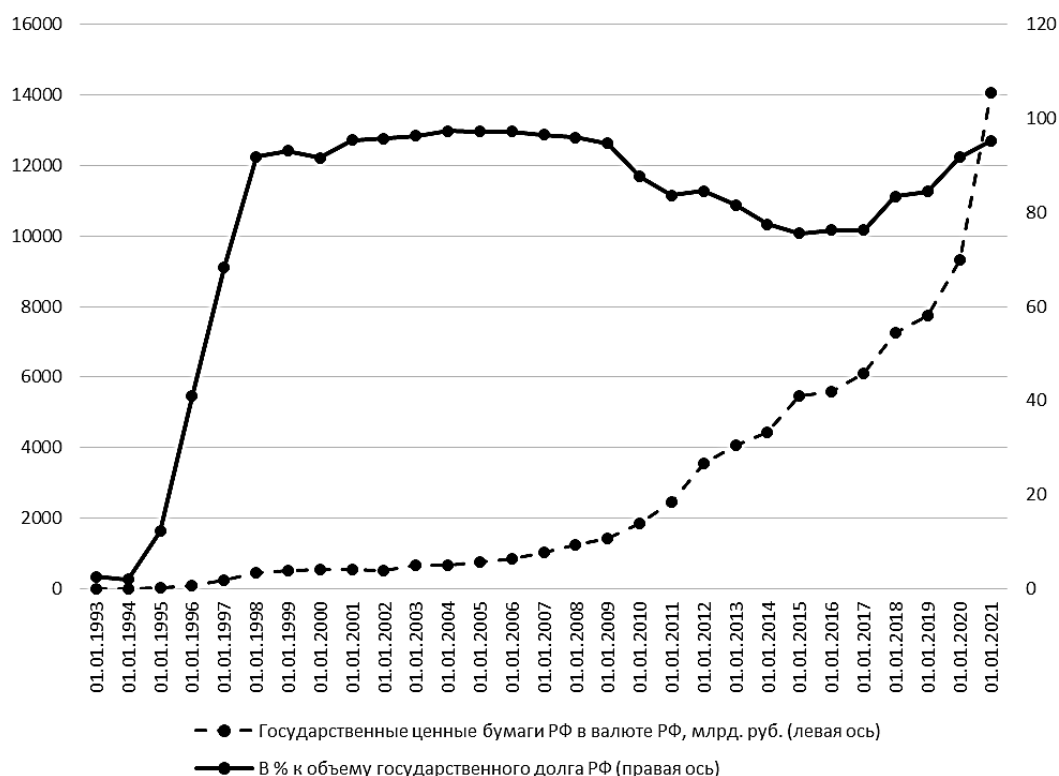


Рис. 2. Государственный внутренний долг РФ в 1993–2020 гг.

Примечание: составлено авторами по данным [18].

Одновременно государственные облигации РФ в большей степени являются рыночным инструментом, так как объемы эмиссии планируются не только с опорой на потребности макроэкономического регулирования,

но и с учетом интересов инвесторов и потенциального спроса [19], что находит отражение в рыночных характеристиках этих инструментов (табл. 7).

Таблица 7

Государственные облигации РФ со сроками погашения в 2022–2024 гг.

Выпуск	Доходность к погашению	Дюрация, дней	Дней до погашения	Отношение дюрации к дням до погашения
ОФЗ-25084-ПД	6,371	798	844	0,945
ОФЗ-26209-ПД	6,175	384	403	0,953
ОФЗ-26211-ПД	6,250	556	592	0,939
ОФЗ-26215-ПД	6,409	736	795	0,926
ОФЗ-26220-ПД	6,252	524	543	0,965
ОФЗ-26222-ПД	6,647	1 100	1 222	0,900
ОФЗ-26223-ПД	6,446	909	991	0,917
ОФЗ-26227-ПД	6,617	1 005	1 131	0,889
ОФЗ-46022-АД	9,91	554	767	0,722

Примечание: составлено авторами по данным [18].

Несмотря на кризисные явления в экономике, которые сопутствовали пандемии COVID-19 (падение спроса, сокращение стоимости сырьевых ресурсов, обесценивание рубля), в 2020 г. улучшился спрос на государственные ценные бумаги. Важным регулятором рынка облигаций явился Центральный банк, который в период пандемии COVID-19 и финансового кризиса снижал ключевую ставку. Объем облигаций в обращении в 2020 г. увеличился, но их доходность была ниже, чем в предшествующие годы. При этом ставка доходности государственных облигаций РФ все еще достаточно высока по сравнению с ценными бумагами аналогичных по уровню развития стран. Россия имеет рейтинг BBB- и максимальный спред по отношению к ставке Центрального банка РФ. Это значит, что государство вынуждено выплачивать дополнительную премию за риск, вызванный рядом факторов, таких как геополитическая напряженность, риски, связанные с «зеленым переходом» и т. д. Федеральный компонент государственного долга ориентирован на поддержку финансового сектора РФ (в сентябре 2021 г. доля участия системно-значимых кредитных организаций в облигациях федерального займа выросла до 82,9 %) и может интересовать инвесторов с позиции доходности за счет конкурентоспособных ставок. Региональный же компонент не имеет репутационной и финансовой поддержки со стороны

Министерства финансов РФ и Центрального банка РФ, а значит, рыночная привлекательность облигаций субъектов РФ должна обеспечиваться иными способами, в частности установлением прямой связи инструмента и инвестиционных целей эмиссии. Примером может выступать выпуск облигаций г. Москвы RU26074MOS0 от 27.05.2021, направленный на финансирование экологических проектов (замена автобусного парка на электробусы и строительство Большой кольцевой линии метро). В проработке нуждается механизм установления взаимосвязи между привлекаемыми средствами и целевым направлением их использования, и такой опыт г. Москвы может стать основой для разработки стратегических направлений и в других регионах, имеющих достаточный инвестиционный потенциал.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рассматривая обязательства государственного сектора, авторы установили, что органы власти отводят разные функции долговым инструментам федерального и субфедерального уровня. В то время как федеральные облигации достаточно успешно применяются в качестве инструмента монетарной политики, рыночная составляющая регионального государственного долга обладает рядом системных недостатков и утрачивает свою роль в решении проблем регионального развития.

Установлено, что относительно низкая востребованность региональных облигаций как рыночного инструмента сопровождается отсутствием дифференциации долговых инструментов субъектов РФ по целям инвестирования, что идет вразрез с зарубежной практикой. Сопоставление с международным опытом продемонстрировало, что облигационные займы в регионах осуществляются, как правило, не на реализацию конкретных проектов, а на покрытие валовых расходов. Соответственно, если дефицит регионального бюджета вызван фундаментальной причиной дисбаланса в экономике, то эта причина не может быть устранена периодическими заимствованиями и эти заимствования осуществляются в узком коридоре, определяемом законодательными ограничениями и возможностями региональной экономики по обслуживанию долга. Оценить риски по региональным долговым бумагам можно только исходя из специфики экономики и состояния бюджета региона, а не из конкретных инвестиционных целей, на которые привлекаются средства. При этом доходность по региональным облигациям обычно устанавливается выше, чем по федеральным. Соответственно, в целях снижения стоимости обслуживания обязательств в сложившихся условиях экономически более целесообразно выпускать федеральные ценные бумаги, а затем перераспределять привлекаемые средства в регионы.

Таким образом, исследование показало, что ориентиры управления государственным

долгом субъектов РФ, установленные на федеральном уровне, объективные экономические предпосылки регионального развития, специфика механизма денежно-кредитного регулирования в РФ и самого финансового рынка РФ способствуют снижению роли региональных облигаций как рыночного инструмента заимствований. «Антирыночность» подтверждается низкой ликвидностью субфедеральных облигаций и достаточно ограниченными возможностями для реинвестирования при имеющемся механизме амортизации облигации, привязанной к конкретному субъекту. Перспективы развития данного инструмента могут заключаться, с одной стороны, в проработке механизмов целевых заимствований, установлении четкой взаимосвязи осуществляемых заимствований с потребностями развития региона и спросом на конкретные инструменты пула потенциальных инвесторов. С другой стороны, необходимо будет дополнительно решить проблему устоявшейся в России нетранспарентности межбюджетных отношений. Правила принятия решений о выделении межбюджетных трансфертов, прежде всего дополнительных, и методики их распределения должны подчиняться принципам единства, открытости и прозрачности и связывать воедино интересы самих регионов, органов, обеспечивающих проведение финансовой и денежно-кредитной политики, и главных распорядителей бюджетных средств федерального уровня.

ЛИТЕРАТУРА

1. Минакир П. А., Леонов С. Н. Государственный региональный долг: тенденции и особенности формирования // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. 2019. Т. 12, № 4. С. 26–41.
2. Шеремета С. В. Анализ региональных финансов России и устойчивость долга регионов // Вопросы экономики. 2020. № 2. С. 30–58.
3. Бухарский В. В. Долговая политика субъектов РФ: институциональные рамки и лучшая практика // Проблемы теории и практики управления. 2019. № 12. С. 6–20.
4. Кирюшкина А. Н., Курилова А. А. Размещение государственных ценных бумаг на региональном уровне: зарубежный и отечественный опыт // Карел. науч. журнал. 2017. Т. 6, № 2 (19). С. 76–79.
5. Галухин А. В. Риски при управлении государственным долгом субъектов РФ // Проблемы развития территории. 2017. № 5 (91). С. 136–147.

REFERENCES

1. Minakir P. A., Leonov S. N. Regional Public Debt: Trends and Formation Specifics // Economic and Social Changes: Facts, Trends, Forecast. 2019. Vol. 12, No. 4. P. 26–41. (In Russian).
2. Sheremeta S. V. Russian Regional Finances Analysis and Regional Debt Sustainability // Voprosy Ekonomiki. 2020. No. 2. P. 30–58. (In Russian).
3. Bukharsky V. V. Debt Policies in Russian Regions: Institutional Framework and Best Practices // Management Theory and Practice. 2019. No. 12. P. 6–20. (In Russian).
4. Kiryushkina A. N., Kurilova A. A. Placement of State Securities at the Regional Level: Foreign and Domestic Experience // Karelian Scientific Journal. 2017. Vol. 6, No. 2 (19). P. 76–79. (In Russian).
5. Galukhin A. V. Risks in Public Debt Management in Russian Constituent Entities // Problems of Territory's Development. 2017. No. 5 (91). P. 136–147. (In Russian).

6. Туркан-Суринович Ю. Э., Малкова Т. Б. Определение рисков субфедеральных облигаций для регионов-эмитентов и инвесторов // Вестн. Владимир. гос. ун-та им. А. Г. и Н. Г. Столетовых. Сер. Экон. науки. 2017. № 2 (12). С. 81–84.
7. Ларина О. И., Мoryzhenkova Н. В. Деятельность рейтинговых агентств в РФ и их влияние на субфедеральные заимствования // Управление. 2017. № 4. (18). С. 34–42.
8. Колобов Н. А., Овчинников С. О. Факторы, влияющие на цену капитала, привлекаемого субъектами РФ на рынке облигаций // Перм. финансов. журнал. 2019. № 1 (20). С. 148–163.
9. Левин В. С., Панкова С. В., Туякова З. С. Инвестиционная привлекательность региональных и муниципальных облигаций // Финансы. 2020. № 9. С. 46–55.
10. Сырбу А. П., Дмитриева Е. В., Зорина Я. О. Субфедеральные облигации: стоит ли игра свеч? // Вопросы современной науки и практики. Ун-т им. В. И. Вернадского. 2018. № 1 (67). С. 86–95.
11. Кубачанова А. М. Оценка управления дефицитом и госдолгом субъектов РФ // Мировая экономика: проблемы безопасности. 2020. № 4. С. 57–63.
12. Овакимян Г. С. Роль субфедеральных и муниципальных заимствований как источника покрытия дефицита бюджета субъектов Российской Федерации // Инновации и инвестиции. 2017. № 12. С. 27–32.
13. Аркадьева О. Г., Березина Н. В. Влияние «ядра» доходов региональных бюджетов на стрессоустойчивость социально-экономических подсистем // Актуальные проблемы экономики и права. 2021. Т. 15, № 1. С. 15–30.
14. Аркадьева О. Г., Захарова Т. А., Степанова А. В. Управление сбалансированностью бюджета и государственным долгом субъекта Российской Федерации. Чебоксары : Изд-во Чуваш. ун-та, 2016. 192 с.
15. Rusbonds: облигации в России. URL: <https://rusbonds.ru/filters/bonds/BAE8BCF140A91379E0531A49080A6C88> (дата обращения: 04.08.2021).
16. Municipal Bonds Screener. URL: https://www.municipalbonds.com/screener/#sort_by=coupon&sort_direction=desc (дата обращения: 04.08.2021).
17. Статистика // Офиц. сайт Центрального банка РФ. URL: <https://cbr.ru/RSCI/statistics/> (дата обращения: 04.08.2021).
18. Государственный внутренний долг Российской Федерации // Офиц. сайт Министерства финансов РФ. URL: https://minfin.gov.ru/ru/performance/public_debt/internal/ (дата обращения: 04.08.2021).
19. Biolsi C., Kim H. Y. Analyzing State Government Spending: Balanced Budget Rules or Forward-Looking Decisions? // Int Tax Public Finance. 2021. Vol. 28. P. 1035–1079. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10797-020-09634-1>.
6. Turkan-Surinovich Yu. E., Malkova T. B. The Risks of Subfederal Bonds for Issuers and Investors // Bulletin of the Vladimir State University named after Alexander G. and Nicholas G. Stoletovs. Series: Economics. 2017. No. 2 (12). P. 81–84. (In Russian).
7. Larina O. I., Moryzhenkova N. V. Rating Agencies in Russia and their Influence on Subfederal Borrowing // Management. 2017. No. 4 (18). P. 34–42. (In Russian).
8. Kolobov N. A., Ovchinnikov S. O. Factors Affecting the Price of Capital Attracted by the Subjects of the Russian Federation on the Bond Market // Perm Financial Review. 2019. No. 1 (20). P. 148–163. (In Russian).
9. Levin V. S., Pankova S. V., Tuyakova Z. S. Investitsionnaya privlekatel'nost' regionalnykh i munitsipalnykh obligatsii // Finansy. 2020. No. 9. P. 46–55. (In Russian).
10. Syrbu A. P., Dmitrieva E. V., Zorina Ya. O. Subfederal Bonds: Is the Juice Worth the Squeeze? // Problems of Contemporary Science and Practice. Vernadsky University. 2018. No. 1 (67). P. 86–95. (In Russian).
11. Kubachanova A. M. Assessment of Management of Deficiency and State Debt of Subjects of the Russian Federation // World Economy: Security Problems. 2020. No. 4. P. 57–63. (In Russian).
12. Ovakimyan G. S. Rol subfederalnykh i munitsipalnykh zaistvovaniy kak istochnika pokrytiya defitsita biudzheta subektov Rossiiskoi Federatsii // Innovation and Investment. 2017. No. 12. P. 27–32. (In Russian).
13. Arkadeva O. G., Berezina N. V. Impact of the “Core” Incomes of the Regional Budgets on the Resilience of Social-Economic Subsystems // Actual Problems of Economics and Law. 2021. Vol. 15, No. 1. P. 15–30. (In Russian).
14. Arkadeva O. G., Zakharova T. A., Stepanova A. V. Upravlenie sbalansirovannosti biudzheta i gosudarstvennym dolgom subekta Rossiiskoi Federatsii. Cheboksary : Izd-vo Chuvash. un-ta, 2016. 192 p. (In Russian).
15. Rusbonds: obligatsii v Rossii. URL: <https://rusbonds.ru/filters/bonds/BAE8BCF140A91379E0531A49080A6C88> (accessed: 04.08.2021). (In Russian).
16. Municipal Bonds Screener. URL: https://www.municipalbonds.com/screener/#sort_by=coupon&sort_direction=desc (accessed: 04.08.2021).
17. Statistics // Official website of the Central Bank of the Russian Federation. URL: <https://cbr.ru/RSCI/statistics/> (accessed: 04.08.2021). (In Russian).
18. Public Internal Debt of the Russian Federation // Official website of the Ministry of Finances of the Russian Federation. URL: https://minfin.gov.ru/ru/performance/public_debt/internal/ (accessed: 04.08.2021). (In Russian).
19. Biolsi C., Kim H. Y. Analyzing State Government Spending: Balanced Budget Rules or Forward-Looking Decisions? // Int Tax Public Finance. 2021. Vol. 28. P. 1035–1079. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10797-020-09634-1>.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ

Аркадьева Ольга Геннадьевна – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов, кредита и экономической безопасности, Чувашский государственный университет им. И. Н. Ульянова, Чебоксары, Россия.

E-mail: knedlix@yandex.ru

Березина Наталия Вячеславовна – кандидат экономических наук, доцент, заведующая кафедрой финансов, кредита и экономической безопасности, Чувашский государственный университет им. И. Н. Ульянова, Чебоксары, Россия.

E-mail: study.2011@yandex.ru

Аркадьев Михаил Владиславович – заместитель председателя, ЧРОО «Общее дело», Чебоксары, Россия.

E-mail: 670486@rambler.ru

Чупракова Ксения Николаевна – студент, Чувашский государственный университет им. И. Н. Ульянова, Чебоксары, Россия.

E-mail: k_chuprakova@mail.ru

ABOUT THE AUTHORS

Olga G. Arkadeva – Candidate of Sciences (Economics), Docent, Associate Professor, Department of Finance, Credit and Economic Security, I. N. Ulianov Chuvash State University, Cheboksary, Russia.

E-mail: knedlix@yandex.ru

Nataliya V. Berezina – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Head, Department of Finance, Credit and Economic Security, I. N. Ulianov Chuvash State University, Cheboksary, Russia.

E-mail: study.2011@yandex.ru

Mikhail V. Arkadev – Vice-Chairman, “Obshchee delo” ChROO, Cheboksary, Russia.

E-mail: 670486@rambler.ru

Kseniya N. Chuprakova – Student, I. N. Ulianov Chuvash State University, Cheboksary, Russia.

E-mail: k_chuprakova@mail.ru