

НАЗАД К ГКО?

Предложение замминистра Министерства финансов Татьяны Нестеренко вернуть на российский рынок государственные краткосрочные облигации (ГКО) вызвало противоречивую реакцию среди экспертов. Например, Банк России поддерживает инициативу, в то время как министр Минэкономразвития Алексей Улюкаев не согласен с подобными "нововведениями" и предлагает не нервировать деловое сообщество "какими-то новеллами". [По словам министра финансов](#) Антона Силуанова, механизм введения новых долговых инструментов уже разрабатывается. Ими обещают стать облигации федерального займа, но с более коротким сроком размещения. "Это, конечно, не ГКО в том понимании, которое было тогда. Это будут те же самые облигации федерального займа, но просто на более короткий период. Это то, что будет востребовано рынком", – отметил А. Силуанов.

Напомним, что рынок ГКО просуществовал всего 5 лет с 1993-го по 1998 г. В то время инфляция была трехзначной, а дефицит бюджета достигал 10% ВВП. Эмиссия могла только ухудшить положение, в результате чего государственные ценные бумаги стали выполнять роль основного источника покрытия дефицита бюджета. Затем был кризис и дефолт, что привело к масштабным финансовым потерям для участников рынка и утрате репутации надежного заемщика для России. Был ли рынок ГКО пирамидой или нет, уже не так важно, важно то, что ошибки, допущенные в 1990-е годы, существенно влияют на доверие к правительству до сих пор.

В настоящее время основной целью возвращения к ГКО называется использование краткосрочных бумаг для погашения кассового разрыва, временами появляющегося на счетах казначейства. Данное обоснование представляется не совсем убедительным. Возникновение основных временных кассовых разрывов, как правило, носит периодический характер и повторяется каждый год. Это позволило разработать не одну методику по планированию разрывов на основе прогнозов доходов и расходов в определенные периоды финансового года, за исключением ситуаций чрезвычайного характера. Кроме

того, возможность финансирования данных разрывов за счет бюджетного кредита существует и достаточно привлекательна с точки зрения ставки процента. В августе текущего года постановлением правительства были изменены условия предоставления данных кредитов. Теперь объем бюджетных кредитов может достигать 230 млрд руб., а ставка снизилась с 2,75% до 0,1%. Однако, чтобы получить помощь, регионам придется соблюдать жесткие условия, с выполнением которых они испытывают затруднения. Получается, что уже по истечении трех месяцев Минфин осознал недостаточность произведенных мер, что еще больше может озадачить потенциальных инвесторов.

В случае принятия решения о выпуске бумаг ГКО могут быть востребованы в качестве залога при кредитовании банками и в сделках РЕПО. Однако в 1998 г. данная стратегия инвесторов привела к росту системных рисков.

На сегодня серьезную конкуренцию рынку государственных ценных бумаг составляет валютный рынок, имеющий прогнозируемые тенденции и высокую ликвидность. А следовательно, для привлечения инвесторов на рынок ГКО у него должно быть весомое превосходство перед другими направлениями вложения средств. На первоначальном этапе запуска новых бумаг преимущество может быть получено за счет привлекательной (низкой) цены размещения, что означает высокую цену обслуживания долга для правительства.

Возможно, министерство финансов заинтересовано в получении дополнительных средств с внутреннего рынка для финансирования дефицита бюджета. В настоящий момент у государства нет острых проблем с финансированием бюджетного дефицита – есть правительственный резерв и Резервный фонд. Тем не менее риск возврата к использованию заимствований на покрытие недостающих доходов бюджета сохраняется. Обязательства по социальным расходам сохраняются, а меры по повышению налогов и сборов не популярны и несут в себе опасность сокращения целых сегментов экономики. Пожалуй, основным бенефициаром выпуска ГКО может стать Банк России. Для поддержания оптимального уровня ликвидности на рынке ему необходимо иметь много инструментов, "хороших и разных". Краткосрочные государственные обязательства могли бы выполнять ряд функций: от залога до инструмента

денежно-кредитной политики. В то же время вместе с государственным долгом встает задача эффективного управления. В настоящий момент экономическая ситуация очень непредсказуемая и волатильная, и существенного улучшения макроэкономических показателей российской экономики в ближайшие годы не предвидится. В данных условиях есть большой соблазн использовать дополнительные средства с рынка на "латание дыр" текущих, откладывая выполнение обязательств на будущее. И сегодняшнее негативное отношение к ГКО связано скорее не с самим инструментом, а с тем, что в конце 1990-х Минфин не смог эффективно управлять государственными заимствованиями, выстраивая "пирамиду" внутреннего госдолга. Пока же без определения условий и правил игры на рынке понять насколько ГКО будут востребованы инвесторами, а Минфин достигнет заявленных целей, практически невозможно.

Руководитель Департамента
корпоративных финансов ИФИ

Г.В. Ковалишина