ISSN 2075-1990

Научно-исследовательский финансовый институт

Финансовый журнал

№ 6 (46)
ноябрь-декабрь
2018

Научно-практическое издание

Выходит 6 раз в год. Издается с июля 2009 г.
DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6

Главный редактор
В. С. Назаров

директор Научно-исследовательского финансового института (НИФИ),
кандидат экономических наук

Учредитель и издатель

федеральное государственное бюджетное учреждение
«Научно-исследовательский финансовый институт»

Адрес: Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 127006, Россия
Тел./факс: (495) 699-74-14
E-mail: mail@nifi.ru
Сайт: www.nifi.ru

ISSN 2075-1990

Свидетельство о регистрации СМИ от 11.12.2012 ПИ № ФС77-52134,
выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий
и массовых коммуникаций (Роскомнадзор).

Журнал соответствует требованиям Высшей аттестационной комиссии
при Минобрнауки России к рецензируемым научным изданиям
и включен в Перечень ВАК (вступил в силу 01.12.2015)
по группе научных специальностей 08.00.00 (экономические науки).

Издание включено в базу данных Российского индекса научного цитирования (РИНЦ)
с 2009 г.

Статьи журнала индексируются в международной базе данных RePEc
(Research Papers in Economics — «Исследовательские статьи по экономике»).

Адрес редакции:

Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 127006, Россия
Тел. (495) 699-76-83
E-mail: finjournal@gmail.com
Сайт: www.finjournal-nifi.ru

Все статьи рецензируются.
Перепечатка материалов, опубликованных в журнале,
допускается только с письменного разрешения редакции.
Мнения авторов могут не совпадать с мнением редакции.

© Научно-исследовательский финансовый институт, 2018
© Financial Research Institute, 2018

Редакционный совет

Артюхин Р. Е., руководитель Федерального казначейства, кандидат юридических наук

Бокарев А. А., директор Департамента международных финансовых отношений Министерства финансов Российской Федерации, кандидат экономических наук

Данчиков Е. А., начальник Главного контрольного управления города Москвы, кандидат экономических наук

Дроздов А. В., председатель Правления Пенсионного фонда Российской Федерации, заслуженный экономист Российской Федерации

Колычев В. В., заместитель Министра финансов Российской Федерации

Мишустин М. В., руководитель Федеральной налоговой службы, доктор экономических наук

Максимова Н. С., депутат Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации, заместитель председателя Комитета Государственной Думы по бюджету и налогам, кандидат экономических наук

Назаров В. С., директор НИФИ, главный редактор журнала, кандидат экономических наук

Нестеренко Т. Г., первый заместитель Министра финансов Российской Федерации, кандидат экономических наук

Прокофьев С. Е., заместитель руководителя Федерального казначейства, доктор экономических наук, профессор

Шнейдман Л. З., директор Департамента регулирования бухгалтерского учета, финансовой отчетности и аудиторской деятельности Министерства финансов Российской Федерации, доктор экономических наук, профессор

Редакционная коллегия

Алексеев М. В., профессор Индианского университета (США)

Богачева О. В., ведущий научный сотрудник Национального исследовательского института мировой экономики и международных отношений им. Е. М. Примакова РАН, кандидат экономических наук

Герри К. Д., профессор Оксфордского университета (Великобритания)

Гурвич Е. Т., руководитель Экономической экспертной группы, член Экономического совета при Президенте РФ, член Общественного совета при Минфине России, кандидат физико-математических наук

Гутцайт Е. М., ведущий научный сотрудник Центра методологии бухгалтерского учета НИФИ, доктор экономических наук

Дробышевский С. М., директор по научной работе Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара, доктор экономических наук, доцент

Дэвис К. М., профессор Оксфордского университета (Великобритания)

Кабир Л. С., главный научный сотрудник Центра международных финансов НИФИ, доктор экономических наук , профессор, профессор РАН

Котликофф Л., профессор Бостонского университета (США)

Назаров В. С., директор НИФИ, главный редактор журнала, кандидат экономических наук

Омельяновский В. В., заведующий Лабораторией оценки технологий в здравоохранении Института прикладных экономических исследований РАНХиГС, доктор медицинских наук, профессор

Пинская М. Р., профессор Департамента налоговой политики и таможенно-тарифного регулирования Финансового университета при Правительстве РФ, доктор экономических наук, доцент

Трубин В. В., эксперт Управления социальной политики Аналитического центра при Правительстве РФ, кандидат экономических наук

Трунин П. В., руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара, доктор экономических наук

Швандар К. В., руководитель Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ, доктор экономических наук

Издательская этика

Редакция, Редакционная коллегия и Издатель «Финансового журнала» придерживаются общепринятых международных стандартов издательской этики и прилагают все усилия для полного их соблюдения.

ISSN 2075-1990

Financial Journal
Finansovyj žhurnal

№6(46)
NOVEMBER-DECEMBER
2018

SCIENTIFIC PERIODICAL

The Journal is being published 6 times a year.
Published since July 2009

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6

Vladimir S. Nazarov. Editor in Chief
Director, Financial Research Institute, PhD (Economics)

Founder and Publisher — Financial Research Institute
Address: Nastasyinskiy per., 3 str. 2, Moscow 127006, Russian Federation
Tel./Fax: +7 (495) 6997414
E-mail: mail@nifi.ru
Website: www.nifi.ru

Editorial Office Address:
Nastasyinskiy per., 3 str. 2, Moscow 127006, Russian Federation
Phone: + 7 (495) 6997683
E-mail: finjournal@gmail.com
Website: www.finjournal-nifi.ru

Editorial Advisory Board

R. Artyukhin, Head of the Federal Treasury, PhD (Law)

A. Bokarev, Head of the International Financial Relations Department, Ministry of Finance of the Russian Federation, PhD (Economics)

E. Danchikov, Head of the General Control Department of Moscow, PhD (Economics)

A. Drozdov, Chair of the Russian Federation Pension Fund Board, Honoured Economist of the Russian Federation

V. Kolychev, Deputy Finance Minister of the Russian Federation

M. Mishustin, Head of the Federal Tax Service, Doctor of Economics

N. Maksimova, Deputy of the State Duma of the Federal Assembly of the Russian Federation, Deputy Chair of the Budget and Taxes Committee of the State Duma, PhD (Economics)

V. Nazarov, Director of the Financial Research Institute, Editor in Chief of the Financial Journal, PhD (Economics)

T. Nesterenko, First Deputy Finance Minister of the Russian Federation, PhD (Economics)

S. Prokofyev, Deputy Head of the Federal Treasury, Doctor of Economics, Professor

L. Shneidman, Head of the Accounting, Financial Reporting and Auditing Regulation Department, Ministry of Finance of the Russian Federation, Doctor of Economics, Professor

Editorial Board

M. Alexeev, Professor of the Indiana University (USA)

O. Bogacheva, Leading Researcher of the Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, PhD (Economics)

C. Gerry, Professor of the University of Oxford (UK)

E. Gurvich, Head of Economic Expert Group, Member of Economic Board at the President of the Russian Federation, Member of the Public Board at the Ministry of Finance of the Russian Federation, PhD (Physics and Mathematics)

E. Gutzait, Leading Researcher of the Accounting Methodology Center, Financial Research Institute, Doctor of Economics

C. Davis, Professor of the University of Oxford (UK)

S. Drobyshevsky, Academic Director, Gaidar Institute for Economic Policy, Doctor of Economics

L. Kabir, Chief Research Associate of the Center for International Finance, Financial Research Institute, Doctor of Economics, Professor, Professor of Russian Academy of Sciences

L. Kotlikoff, Professor of the Boston University (USA)

V. Nazarov, Director of the Financial Research Institute, Editor in Chief of the Financial Journal, PhD (Economics)

V. Omelyanovskiy, Head of Laboratory for Health Technology Assessment of the Applied Economic Research Institute, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Doctor of Medicine, Professor

M. Pinskaya, Professor of the Department of Tax Policy and Customs Tariff Regulation, Financial University under the Government of the Russian Federation, Doctor of Economics

V. Trubin, Expert of the Department for Social Policy, Analytical Center under Government of the Russian Federation, PhD (Economics)

P. Trunin, Head of the Macroeconomics and Finance Division, Gaidar Institute for Economic Policy, Doctor of Economics

K. Shvandar, Head of the Advanced Financial Planning, Macroeconomic Analysis and Finance Statistics Center, Financial Research Institute, Doctor of Economics

Publishing Ethics

Editorial Office, Editorial Board and Publisher of the Financial Journal adhere to generally accepted international standards of publishing ethics and make efforts to fully comply with them.

Содержание

Государственные финансы. Бюджетная политика

И. В. Прилепский
Влияние бюджетных правил на волатильность обменного курса 9

Государственные финансы. Денежно-кредитная политика

Е. Л. Горюнов
Секторальные эффекты дезинфляционной политики Банка России 21

Налоговая система. Налоговая политика

Ю. М. Горлин, В. Ю. Ляшок
Льготы по НДФЛ в России и за рубежом: критический анализ 34

А. Б. Берберов, Н. С. Милоголов
Оценка масштабов проблемы размывания налоговой базы в России 47

Бюджетная система. Бюджетные обязательства

А. Д. Андряков
Условные бюджетные обязательства проектов ГЧП:
международный опыт и российская практика 59

М. И. Куделич
«Фабрика проектного финансирования»: проблемы и риски для бюджета 71

Макроэкономическое моделирование

С. С. Лазарян, Н. Е. Герман
Прогнозирование текущей динамики ВВП
на основе данных поисковых запросов 83

Финансовый рынок

Б. И. Алехин
Размещение государственных облигаций
сквозь призму микроструктуры рынка 95

К. В. Швандар, В. Ю. Черкасов
Наличные или платежная карта? Розничные платежи в Армении 109

Международные финансы

М. Р. Зембатов
Развитие системы оценки регулирующего воздействия
в Республике Армения 120

Бухгалтерский учет и аудит

А. М. Марьясин
Методология признания убытков от обесценения нефинансовых активов 128

Contents

Government Finance. Budgetary Policy

I. V. Prilepskiy
Impact of Fiscal Rules on Exchange Rate Volatility 9

Government Finance. Monetary Policy

E. L. Goryunov
Sectoral Effects of Bank of Russia Disinflation Policy 21

Tax System. Tax Policy

Y. M. Gorlin, V. Y. Lyashok
Tax Incentives in Russia and Other Countries: Critical Analysis 34

A. B. Berberov, N. S. Milogolov
Assessment of the Scope of Tax Base Erosion in Russia 47

Budgetary System. Government Liabilities

A. D. Andryakov
Contingent Government Liabilities of PPP Projects:
International Experience and Russian Practice 59

M. I. Kudelich
"Factory" for Project Financing: Budget Problems and Risks 71

Macroeconomic Modeling

S. S. Lazaryan, N. E. German
Forecasting Current GDP Dynamics With Google Search Data 83

Financial Market

B. I. Alekhin
Benchmarking Russian' Government Bond Market 95

K. V. Shvandar, V. Y. Cherkasov
Cash or Card? Retail Payments in Armenia 109

International Finance

M. R. Zembatov
Progress of Regulatory Impact Assessment in the Republic of Armenia 120

Accounting and Audit

A. M. Maryasin
The Methodology of Non-Financial Assets Impairment Recognition 128

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6-9-20

И. В. Прилепский

Влияние бюджетных правил на волатильность обменного курса

Илья Владимирович Прилепский *(e-mail: iprilepskiy@eeg.ru), к. ф.-м. н., руководитель направления «Международная экономика» Экономической экспертной группы; старший научный сотрудник Центра бюджетного анализа и прогнозирования Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)*

Аннотация

Снижение зависимости курса рубля от цен на нефть является одной из основных задач новой версии бюджетного правила РФ. В данной работе анализируется мотивация постановки такой задачи на основе обзора оценок эффектов волатильности курса на экономический рост; исследуется опыт стран — экспортеров природных ресурсов в части влияния введения бюджетных правил на волатильность реального и номинального курса; проводится сценарное моделирование эффектов различных редакций бюджетных правил на волатильность курса рубля в долгосрочной перспективе. Показано, что в большинстве случаев применение бюджетных правил в странах — экспортерах сырья не ассоциируется с уменьшением колебаний курса, но российская версия правил способствует значительному ослаблению связи курса рубля с ценами на нефть — как за краткий период с начала их реализации, так и в сценарных расчетах.

Ключевые слова:

бюджетная политика, бюджетное правило, обменный курс, волатильность, цены на нефть, Фонд национального благосостояния

JEL: *E62, E65, H68*

В России принято новое бюджетное правило, которое в своем окончательном виде начнет действовать в 2019 г. К настоящему времени в мире опробовано большое количество бюджетных правил, существенно различающихся своей структурой [1; 2]. Основной мотивацией использования бюджетных правил в большинстве случаев является сдерживание бюджетных дефицитов и проциклично бюджетной политики за счет ограничения возможностей правительства по принятию дискреционных решений в сфере госрасходов [3]. Выбор того или иного варианта бюджетного правила определяется следующими критериями: 1) обеспечение долгосрочной долговой устойчивости; 2) простота реализации и мониторинга исполнения; 3) устойчивость к внешним шокам; 4) содействие макроэкономической стабильности в целом [4]. На практике последний критерий может пониматься как в узком смысле (обеспечение действия автоматических стабилизаторов, предоставление возможностей по контрциклическому дискреционному изменению доходов и расходов бюджета в ответ на внешние шоки), так и в значительно более широком. В частности, одно из важнейших отличий новой версии бюджетного правила от предыдущих состоит в том, что в список целей в явном виде внесено снижение зависимости реального эффективного курса рубля от цен на нефть и тем самым устранение рисков «голландской болезни». Эта задача решается за счет фиксирования базовой цены на нефть, используемой при расчете расходов федерального бюджета (в отличие от предыдущей версии правила от 2013 г., для которой эта цена определялась исторической динамикой котировок) и конвертации «избыточных» нефтегазовых доходов федерального бюджета (т. е. доходов,

связанных с более высоким фактическим значением нефтяных котировок по сравнению с базовой ценой бюджетного правила) в иностранную валюту[1] (в рамках переходных положений бюджетного правила эта конвертация началась с февраля 2017 г.). Министерство финансов отмечает, что такая конвертация позволяет стерилизовать около 2/3 конъюнктурных валютных поступлений по текущему счету, связанных с волатильностью цен на нефть, и в результате с февраля 2017 г. чувствительность курса рубля к нефтяным ценам уже резко снизилась по сравнению с предшествующим периодом (2014 г. — январь 2017 г.).

Целью данной работы является более детальное изучение взаимосвязи между применением бюджетных правил и волатильностью обменного курса. На первом этапе проводится анализ существующей литературы для объяснения мотивации постановки задачи снижения волатильности валютного курса с учетом ее влияния на ВВП и его компоненты. На втором этапе рассматривается опыт стран — экспортеров природных ресурсов в сфере эффектов принятия бюджетных правил на волатильность курса. Наконец, проводится долгосрочный сценарный анализ взаимосвязи применяемого бюджетного правила (как из числа правил, используемых другими странами, так и из числа рекомендаций международных организаций) и волатильности курса рубля.

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ОБМЕННОГО КУРСА И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ: ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Вопросы влияния волатильности курса на рост ВВП получили достаточно широкое освещение как в теоретической, так и в эмпирической литературе; при этом, как правило, основное внимание уделяется влиянию волатильности на инвестиции (включая прямые иностранные инвестиции) и внешнюю торговлю.

Микроэкономическое моделирование не дает однозначного ответа о знаке влияния волатильности курса на инвестиции [5]. Так, в условиях совершенной конкуренции и производственной функции, предполагающей постоянную отдачу от масштаба и использование только капитала как фактора производства, предельная прибыльность является выпуклой функцией цен на продукцию, так что ожидаемая доходность от капитала растет с ростом волатильности этих цен; таким образом, для риск-нейтральных фирм рост волатильности ассоциируется с ростом инвестиций [6]. Этот вывод, впрочем, меняется на противоположный в предположении о «необратимости» инвестиций (запретительно высоких издержках снижения основного капитала [7]). Наконец, в теории инвестиций как «реального опциона» (в каждый период времени фирма делает необратимый выбор между «инвестициями сейчас» и «инвестированием в будущем» при наличии более полной информации [8]) знак влияния волатильности цен на инвестиции зависит от конкретных параметров модели.

Результаты эмпирических исследований влияния волатильности обменного курса на инвестиции также неоднородны (хотя в целом все же доминируют выводы об отрицательном эффекте). Так, в работе [9] такое влияние для стран с формирующимися рынками оценивается как незначимое, в то время как в работе [10] — как значимо отрицательное. Другие исследования указывают на важность нелинейных эффектов: результаты [11–12] демонстрируют, что как для внутренних инвестиций, так и для прямых иностранных инвестиций маржинальное негативное влияние волатильности увеличивается с ростом этой волатильности; в свою очередь, согласно [13–14] значимый отрицательный эффект волатильности на инвестиции имеет место только для стран с низким уровнем финансового развития.

В отношении влияния волатильности курса на экспорт теоретические обоснования возможных негативных эффектов включают наличие фиксированных издержек входа на внешние рынки (связанных с созданием сетей дистрибуции и др.), что дестимулирует рост

[1] *Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2019 год и на плановый период 2020 и 2021 годов / Министерство финансов РФ.*

числа фирм-экспортеров в условиях высокой волатильности курса, а также ограниченность возможностей хеджирования колебаний валютного курса в странах с формирующимися рынками [15]. В то же время в обзоре [15] указывается, что в ситуации, когда фирмы могут гибко изменять использование факторов производства в ответ на эволюцию экспортных цен, повышение волатильности обменного курса может ассоциироваться с увеличением физических объемов экспорта. Эмпирические результаты в целом указывают на слабую негативную взаимосвязь волатильности курса и внешней торговли. Так, согласно обзору [16], консенсус-оценка расширения объемов глобальной торговли от полного устранения волатильности курсов составляет менее 10 %. В исследовании [15] на основе панельной регрессии показано, что физические объемы экспорта снижаются на 6,7 % при росте волатильности курса на одно стандартное отклонение (3 п. п.), но результат неустойчив к изменению спецификации модели (теряется при переходе от фиксированных страновых и временных эффектов к эволюционирующим во времени страновым эффектам). Важный результат получен в статье [17]: негативный эффект волатильности сильнее для торговли продукцией высокой степени переработки по сравнению с торговлей сырьем; это подтверждает важность фактора издержек выхода на внешние рынки.

В целом в применении к российским условиям (необходимость повышения темпов роста инвестиций для приближения темпов роста экономики к среднемировым и диверсификации экспорта для уменьшения уязвимости к внешним шокам) на основе приведенного обзора можно сделать вывод о том, что снижение волатильности курса рубля могло бы внести значимый вклад в решение этих задач.

БЮДЖЕТНЫЕ ПРАВИЛА И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ОБМЕННОГО КУРСА: СТРАНОВОЙ ОПЫТ

Вопросы взаимосвязи бюджетных индикаторов (например, госрасходов и бюджетного баланса в процентах ВВП) и обменного курса получили достаточно широкое освещение в литературе: так, стандартная модель IS-LM-BP предсказывает укрепление курса при фискальной экспансии в условиях плавающего режима курсовой политики; результаты эмпирических исследований указывают, что увеличение государственного потребления, как правило, оказывает повышательное давление на реальный эффективный курс [18], тогда как оценки знака эффекта роста госинвестиций противоречивы [19–20]. В отношении оценок для России авторы исследований [21–23] приходят к выводу о повышательном давлении фискальной экспансии на реальный курс рубля, в то время как в [24] ее значимого эффекта не обнаруживается.

С учетом отмеченных результатов можно предположить, что принятие бюджетных правил приводит к снижению волатильности курса, если оно на практике обуславливает уменьшение волатильности бюджетного дефицита и/или госрасходов. Отметим, впрочем, что прямому исследованию такой взаимосвязи посвящено лишь небольшое число эмпирических работ. В частности, можно отметить статью [25], в которой продемонстрировано, что принятие правила по ограничению госдолга в Индонезии привело к снижению волатильности курса рупии, в то время как эффект принятия правила по ограничению бюджетного дефицита был незначимым. В свою очередь, в работе [26] указывается на снижение волатильности реальных курсов в странах ЕС после принятия ограничений на бюджетный дефицит и госдолг в соответствии с Маастрихтскими соглашениями.

Далее рассматриваются эффекты принятия различных бюджетных правил (на уровне центрального или расширенного правительства) на волатильность реального эффективного курса национальных валют, а также их номинального курса к доллару для стран — экспортеров природных ресурсов, реализующих плавающий или свободно плавающий режим обменного курса (в соответствии с классификацией МВФ) и придерживающихся принятых правил на практике. Основным источником информации по бюджетным правилам

является база данных, составленная экспертами МВФ [1]. Краткая информация по рассматриваемым странам и правилам приведена в табл. 1.

Таблица 1

Страны выборки и бюджетные правила

Страна	Основной экспортируемый сырьевой товар	Год начала действия бюджетного правила	Краткое описание
Индонезия	Нефть	2004*	Госдолг расширенного правительства не более 60 % ВВП
Колумбия	Нефть	2011	Снижение структурного дефицита центрального правительства до 2,3 % ВВП с 2014 г.; потолок с 2022 г. — 1,0 % ВВП
Мексика	Нефть	2006 2013	Положительный бюджетный баланс (за исключением инвестиционных расходов государственной нефтяной компании Pemex) Темпы роста структурных текущих расходов не более 2 % в реальном выражении в 2013–2017 гг.
Монголия	Медный концентрат	2013	Темпы роста расходов центрального правительства не выше темпов роста нересурсного ВВП (не нарушалось лишь до 2016 г.)
Норвегия	Нефть	2001	Ненефтяной структурный дефицит центрального правительства не выше ожидаемого дохода от инвестиций суверенного фонда
Россия	Нефть	2017	Расходы федерального бюджета ограничены суммой нефтегазовых доходов (при базовой цене на нефть и курсе рубля из прогноза Минэкономразвития), прогнозом ненефтегазовых доходов и выплатами по госдолгу
Танзания	Золото	2013	Госдолг не выше 50 % ВВП; бюджетный дефицит не выше 3 % ВВП с 2020/21 фискального года
Уганда	Кофе	2013	Госдолг не выше 50 % ВВП; бюджетный дефицит не выше 3 % ВВП
Чили	Медь / медный концентрат	2001	Ограничение структурного дефицита центрального правительства

** Действует также правило об ограничении дефицита расширенного правительства (3 % ВВП), но оно было принято еще в 1967 г., задолго до перехода к режиму плавающего курса.*
Источник: [1].

В качестве индикатора волатильности обменного курса применяется стандартное отклонение изменения его логарифма (в соответствии с обзором [15] данный индикатор наиболее широко используется в литературе). Рассматривается также его отношение к рассчитываемому аналогичным образом показателю волатильности сырьевых цен. Анализ проводится как на месячных данных (с горизонтами 1/3/5 лет до/после принятия бюджетного правила), так и на годовых (с горизонтом 5 лет). Его результаты приведены в табл. 2, 3.

Таблица 2

Изменение волатильности реального эффективного курса после принятия бюджетного правила

		Месячные данные						Годовые данные	
		Горизонт 1 год		3 года		5 лет		5 лет	
		волат. курса	волат. курса / волат. цен	волат. курса	волат. курса / волат. цен	волат. курса	волат. курса / волат. цен	волат. курса	волат. курса / волат. цен
Индонезия	до	0,013	0,162	0,041	0,508	0,050	0,551	0,400	1,211
	после	0,020	0,268	0,026	0,370	0,030	0,300	0,104	0,529
Колумбия	до	0,025	0,485	0,035	0,300	0,034	0,339	0,068	0,223
	после	0,025	0,468	0,019	0,366	0,029	0,374	0,116	0,334
Мексика (2006)	до	0,013	0,186	0,019	0,074	0,018	0,076	0,069	0,351
	после	0,019	0,262	0,027	0,114	0,027	0,099	0,077	0,253
Мексика (2013)	до	0,025	0,390	0,023	0,408	0,030	0,312	0,078	0,244
	после	0,023	0,713	0,018	0,210	0,023	0,267	0,086	0,275

		Месячные данные						Годовые данные	
		Горизонт 1 год		3 года		5 лет		5 лет	
		волат. курса	волат. курса / волат. цен	волат. курса	волат. курса / волат. цен	волат. курса	волат. курса / волат. цен	волат. курса	волат. курса / волат. цен
Монголия	до	0,029	0,456	0,024	0,413				
	после	0,027	0,429	0,023	0,601				
Норвегия	до	0,008	0,075	0,009	0,089	0,011	0,125	0,013	0,040
	после	0,006	0,083	0,015	0,192	0,015	0,202	0,047	0,238
Россия*	до	0,032	0,363						
	после	0,022	0,391						
Танзания	до							0,088	1,061
	после							0,046	0,481
Уганда	до	0,028	0,449	0,030	0,517	0,031	0,542	0,077	0,272
	после	0,009	0,303	0,027	0,369	0,023	0,366	0,029	0,112
Чили	до	0,019	0,467	0,015	0,389	0,015	0,263	0,045	0,244
	после	0,024	0,813	0,026	0,689	0,024	0,558	0,074	0,316

** В качестве точки отсчета рассматривается запуск Банком России интервенций по поручению Министерства финансов в феврале 2017 г.*

Источники: расчеты автора на основе данных МВФ и БМР (обменные курсы; для Танзании доступны только годовые данные), Всемирного банка (цены на сырье; в качестве индикатора цен на медный концентрат используются цены на медь).

Таблица 3

Изменение волатильности курса национальной валюты к доллару после принятия бюджетного правила

		Месячные данные						Годовые данные	
		Горизонт 1 год		3 года		5 лет		5 лет	
		волат. курса	волат. курса / волат. цен	волат. курса	волат. курса / волат. цен	волат. курса	волат. курса / волат. цен	волат. курса	волат. курса / волат. цен
Индонезия	до	0,017	0,211	0,046	0,581	0,054	0,599	0,568	1,722
	после	0,024	0,321	0,021	0,291	0,030	0,299	0,122	0,621
Колумбия	до	0,024	0,470	0,043	0,370	0,039	0,394	0,095	0,312
	после	0,023	0,428	0,019	0,368	0,031	0,409	0,141	0,420
Мексика (2006)	до	0,008	0,120	0,017	0,234	0,221	0,241	0,056	0,287
	после	0,018	0,249	0,032	0,285	0,312	0,274	0,098	0,319
Мексика (2013)	до	0,028	0,437	0,025	0,454	0,034	0,357	0,099	0,311
	после	0,020	0,622	0,018	0,213	0,025	0,279	0,092	0,294
Монголия	до	0,013	0,295	0,017	0,301				
	после	0,026	0,929	0,019	0,502				
Норвегия	до	0,026	0,234	0,019	0,193	0,019	0,220	0,042	0,128
	после	0,018	0,230	0,026	0,320	0,024	0,313	0,059	0,301
Россия*	до	0,030	0,363						
	после	0,022	0,391						
Танзания	до	0,005	0,164	0,014	0,375	0,015	0,349	0,063	0,751
	после	0,004	0,121	0,016	0,503	0,013	0,390	0,071	0,739
Уганда	до	0,025	0,396	0,029	0,499	0,032	0,555	0,077	0,272
	после	0,008	0,248	0,023	0,322	0,019	0,304	0,029	0,112
Чили	до	0,018	0,446	0,017	0,381	0,015	0,261	0,035	0,190
	после	0,028	0,947	0,028	0,749	0,027	0,627	0,118	0,497

** В качестве точки отсчета рассматривается запуск Банком России интервенций по поручению Министерства финансов в феврале 2017 г.*

Источники: расчеты автора на основе данных МВФ и БМР (обменные курсы), Всемирного банка (цены на сырье; в качестве индикатора цен на медный концентрат используются цены на медь).

Как видим, приведенные в табл. 2, 3 результаты не позволяют сделать однозначного вывода о том, что введение бюджетных правил связано со снижением волатильности обменного курса — как в абсолютном выражении, так и по отношению к волатильности сырьевых цен. Возможные объяснения этому включают:

1) «напрямую не связывающий» характер бюджетных правил: так, в период после введения правил по ограничению госдолга в Индонезии, Танзании и Уганде фактически показатели долговой нагрузки оставались существенно ниже предельного показателя;

2) шоки, не связанные с ценами на сырье, но оказывавшие значительное влияние на обменный курс в периоды до или после введения бюджетного правила (примеры: Азиатский кризис 1997–1999 гг., весьма сильно затронувший Индонезию; санкции США в отношении РФ);

3) валютный курс изначально слабо зависел от сырьевых котировок, например, ввиду того что правительство проводило контрциклическую бюджетную политику и в отсутствие бюджетного правила.

Для проверки важности фактора 3, а также для получения альтернативной оценки влияния введения бюджетных правил на волатильность обменного курса были проведены регрессии логарифма курса на логарифм сырьевых цен (на месячных данных; методом наименьших квадратов; в разностях, для получения стационарных рядов; за 5-летние периоды до/после вступления в силу бюджетного правила или, если до нарушения правила или до настоящего времени прошло менее пяти лет, — за максимально длительные периоды равной длины до/после вступления в силу бюджетного правила). Результаты оценок приведены в табл. 4.

Таблица 4

Коэффициент влияния изменения сырьевых цен на изменение валютного курса до/после введения бюджетных правил

	Реальный эффективный курс		Номинальный курс к доллару	
	до	после	до	после
Индонезия	незначим	незначим	незначим	−0,11*
Колумбия	0,08*	0,20*	−0,31*	−0,51*
Мексика (2006)	незначим	0,13*	0,17*	−0,20*
Мексика (2013)	0,17*	незначим	−0,23*	−0,08**
Монголия	незначим	незначим	−0,12**	незначим
Норвегия	незначим	незначим	незначим	незначим
Россия	0,28*	незначим	−0,34*	незначим
Танзания			незначим	незначим
Уганда	незначим	незначим	незначим	незначим
Чили	незначим	0,20*	незначим	−0,26*

**, ** указывают на значимость коэффициента на уровне 1 % и 5 % соответственно.*
Источник: расчеты автора.

Данные табл. 4 демонстрируют, что действительно в ряде стран (например, в Норвегии) цены на сырье не оказывали значимого влияния на валютный курс и до введения бюджетного правила. Отметим также, что выраженное снижение зависимости курса от сырьевых цен имело место только для Мексики (2013 г.), России и, возможно, Монголии. Общим для бюджетных правил в этих трех странах является то, что это — правила по ограничению госрасходов, имеющие «связывающий» характер и сравнительно легко поддающиеся мониторингу со стороны экономических агентов.

Предварительный вывод на основе анализа странового опыта, таким образом, заключается в том, что принятие бюджетных правил, вообще говоря, не приводит к снижению волатильности курса национальной валюты, но что опыт России в 2017 г. в этом отношении

является нетипичным. Перейдем далее к сценарному анализу последствий реализации различных вариантов бюджетных правил в российском случае.

МОДЕЛИРОВАНИЕ ВОЛАТИЛЬНОСТИ КУРСА РУБЛЯ ДЛЯ РАЗЛИЧНЫХ СЦЕНАРИЕВ ЦЕН НА НЕФТЬ И БЮДЖЕТНЫХ ПРАВИЛ

Моделирование проводится на основе разработанной в Экономической экспертной группе (ЭЭГ) общей макроэкономической модели российской экономики. Модель ЭЭГ построена исходя из эконометрических (включая коинтеграционные) оценок зависимостей между ключевыми макроэкономическими и бюджетными переменными за 1995–2017 гг., а также балансовых соотношений между ними. Взаимосвязи цен на нефть, бюджетных показателей и обменного курса в этой модели приведены в [27, с. 8–9]; их можно кратко описать следующим образом:

— рост цен на нефть оказывает прямое повышательное давление на курс рубля по каналу увеличения нефтегазового экспорта (адаптация платежного баланса проходит в значительной степени по каналу укрепления курса и соответствующего роста импорта);

— рост цен на нефть оказывает также прямое повышательное давление на нефтегазовые доходы федерального бюджета (частично сдерживаемое укреплением курса); в свою очередь, ненефтегазовые доходы также возрастают (благодаря повышению темпов роста ВВП, доходов населения, розничного товарооборота, прибылей фирм, импорта);

— бюджетное правило определяет расходы федерального бюджета и тем самым величину накопления/трат Фонда национального благосостояния (что с точки зрения платежного баланса представляет собой чистый отток/приток капитала госсектора) и расширения внешнего госдолга РФ (при расчетах предполагается, что 1/3 новых заимствований Правительства РФ приходится на долговые инструменты в иностранной валюте, что соответствует среднему показателю Закона о бюджете РФ на 2018–2020 гг.; кроме того, доля нерезидентов на рынке ОФЗ фиксируется на уровне конца первого полугодия 2018 г. — 28 %); изменение ФНБ и внешнего госдолга РФ в соответствии с тождеством платежного баланса оказывает значимое влияние на обменный курс.

Расчеты проводятся для годовых данных на период до 2050 г. При моделировании используются следующие сценарии цен на нефть (см. также рис. 1).

1) Сырьевой суперцикл, обусловленный долгосрочными шоками спроса и предложения и положительной обратной связью между ценами на нефть и инвестициями в нефтедобычу [28]; отметим, что риски, связанные с возможным переходом цен на нефть в понижательную фазу суперцикла, отмечались и Министерством финансов РФ[2].

2) «Повтор динамики». При дефлировании на ИПЦ США показатель средних цен на нефть в 2018 г. близок к показателю 2005 г. Соответственно, данный сценарий представляет собой динамику цен с периодом 13 лет в постоянных долларах (при переводе в номинальное выражение предполагается, что инфляция в США отвечает целевому показателю ФРС в 2 %).

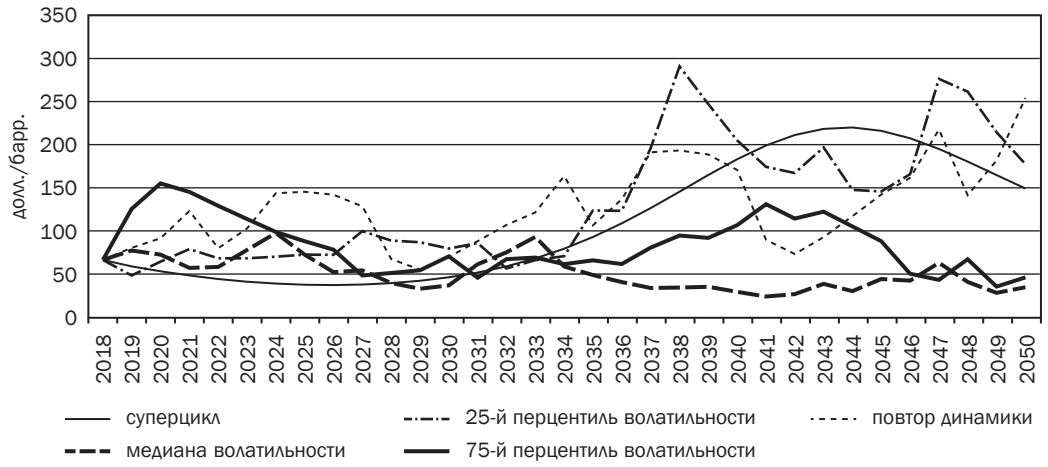
3) Моделирование по методу Монте-Карло. Следуя работе экспертов МВФ по оценке бюджетных рисков для стран — экспортеров углеводородов [29], предполагаем, что логарифм цен на нефть в постоянных долларах y_t изменяется в соответствии со стохастическим уравнением $dy_t = \alpha y_t dt + y_t \sigma dB_t$, где B_t — стандартный винеровский процесс. В терминах моделирования Монте-Карло $y_t - y_{t-1} = \hat{\alpha} - 0{,}5\hat{\sigma}^2 + \hat{\sigma}N(0{,}1)$, где $\hat{\sigma}^2 = \sum_{t=1}^{T}(y_t - y_{t-1})^2/T + [\sum_{t=1}^{T}(y_t - y_{t-1})/T]^2$, $\hat{\alpha} = 0{,}5\hat{\sigma}^2 + \sum_{t=1}^{T}(y_t - y_{t-1})/T$. Фактически в рамках такой модели динамика цен на нефть представляет собой сумму слабого тренда и случайного блуждания; как отмечается в работе [30], модель случайного блуждания

[2] *Основные направления бюджетной политики на 2017 год и плановый период 2018 и 2019 годов, с. 18 / Министерство финансов РФ.*

адекватно описывает историческую динамику цен на нефть. В свою очередь, в исследовании [31] показано, что при прогнозировании цен на нефть значимый выигрыш в точности по сравнению с моделью случайного блуждания можно получить лишь на горизонте до одного года. Оценка на годовых данных с 1974 г. (соответствующего началу значимого влияния ОПЕК на нефтяные котировки) дает $\hat{\alpha} = 0{,}031$, $\hat{\sigma}^2 = 0{,}070$[3]. Проводится 100 расчетов; на рис. 1 приводятся траектории, соответствующие 25-му, 50-му и 75-му перцентилям соответствующего выборочного распределения волатильности.

Рисунок 1

Сценарии цен на нефть



Источник: расчеты автора.

Отметим, что в данной работе (в отличие, например, от прогнозов Минэкономразвития России и долгосрочных прогнозов экспертных организаций) намеренно используются достаточно волатильные сценарии цен, что, во-первых, соответствует исторической динамике, а во-вторых, позволяет учесть работу бюджетных правил в периоды как накопления, так и использования средств ФНБ.

Рассматриваются следующие бюджетные правила.

1. Текущее бюджетное правило: предельный объем расходов равен сумме нефтегазовых доходов при базовой цене на нефть и прогнозном курсе доллара, прогнозного значения ненефтегазовых доходов и расходов на обслуживание долга. Базовая цена на нефть составляет 40 долл./барр. в ценах 2017 г. (номинальное значение получается индексацией на 2 % ежегодно). Чистое изменение ФНБ равно разности фактических нефтегазовых доходов и доходов при базовой цене. В случае если на начало года объем ФНБ составляет менее 5 % ВВП, объем расходования средств Фонда не может превышать 1 % ВВП в год; исходя из этой суммы подстраивается предельный объем расходов и/или другие источники финансирования дефицита бюджета (в рамках проводимых в данной работе расчетов подстройка проводится за счет расходов).

2. Редакция российского бюджетного правила от 2013 г. отличается от текущей версии тем, что базовая цена рассчитывается как среднее арифметическое фактических цен за последние десять лет; объем заимствований равен не расходам на обслуживание долга, а 1 % ВВП; если объем ФНБ достигает более 7 % ВВП, половина превышения фактических нефтегазовых доходов над доходами при базовой цене направляется на расходы.

[3] *Оценки, полученные в работе [29] для периода 1980–2011 гг., таковы:* $\hat{\alpha} = 0{,}034$, $\hat{\sigma}^2 = 0{,}062$*; таким образом, можно сделать вывод об их устойчивости.*

При нехватке средств в ФНБ, как и в предыдущем случае, предполагается, что урезаются госрасходы.

3. Предельные расходы определяются исходя из цели по ненефтегазовому дефициту федерального бюджета в 5 % ВВП, рекомендованной МВФ в 2013 г. [32]. Долговое финансирование предполагается равным расходам на обслуживание госдолга; изменение ФНБ равно балансу бюджета за вычетом этих расходов. Если средств ФНБ оказывается недостаточно для финансирования дефицита, предполагается корректировка долгового финансирования на соответствующую сумму.

4. Темпы роста предельных расходов равны темпам роста ВВП, что соответствует одной из рекомендаций МВФ от 2017 г. [33]; при расчетах это правило реализуется в номинальном выражении, т. е. фиксируются расходы федерального бюджета в процентах ВВП. Механизм пополнения/использования ФНБ и долгового финансирования аналогичен предыдущему правилу.

5. Правило, аналогичное действующему в Норвегии: расходы определяются как сумма ненефтегазовых доходов и ожидаемой доходности по накопленным в ФНБ средствам (ввиду более консервативной политики инвестирования средств ФНБ по сравнению с суверенным фондом Норвегии она предполагается на уровне 2 %, а не 3 % годовых). Поскольку введение такого правила с 2019 г. привело бы к резкому снижению расходов, при расчетах предполагается переходный период до 2030 г., для которого коэффициент при объеме ФНБ в формуле для расходов линейно снижается с 0,3 до 0,02.

6. Отсутствие бюджетного правила: для каждого года предельный объем расходов равен сумме фактических доходов и расходов на обслуживание госдолга.

Другие предположения расчетов включают:

— благодаря реализации политики инфляционного таргетирования инфляция находится на целевом уровне в течение всего прогнозного периода, независимо от колебаний цен на нефть и курса. Сам целевой ориентир снижается с 4 % в 2018 г. до 2,5 % к 2035 г. Курсы валют стран — торговых партнеров к доллару не изменяются. Соответственно, рассматривается только волатильность курса рубля к доллару;

— в 2019–2024 гг. проводятся дополнительные заимствования в размере 0,5 % ВВП в год для формирования Фонда развития инфраструктуры;

— предполагается, что для каждого года фактический объем расходов равен их предельному объему, а фактический курс доллара и ненефтегазовые доходы совпадают с прогнозными.

Примеры сценарной динамики курса доллара (для случая «повтора динамики» цен на нефть) приведены на рис. 2, а результаты расчетов показателей его волатильности (как в абсолютном выражении, так и по отношению к волатильности нефтяных цен) суммированы в табл. 5. Они демонстрируют, что из числа рассматриваемых бюджетных правил текущая редакция российских правил соответствует минимизации показателя волатильности обменного курса. В частности, снижение волатильности по сравнению с отсутствием бюджетного правила составляет 37–60 %, а по сравнению с редакцией правила от 2013 г. — 16–40 %.

Подобная «оптимальность» текущего правила может быть объяснена следующими факторами:

— независимостью базовой цены от волатильной динамики фактических цен (по сравнению с редакцией 2013 г.);

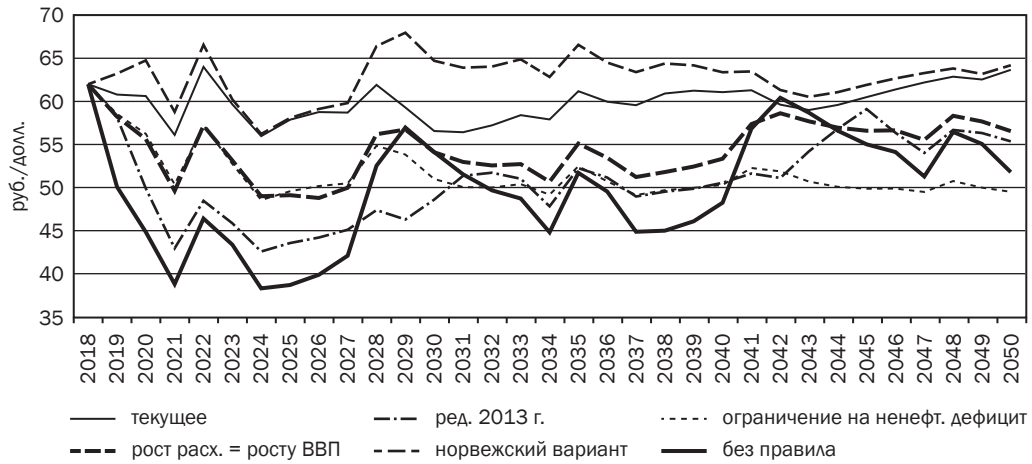
— отсутствием прямой взаимосвязи расходов с потенциально волатильным объемом ФНБ (в отличие от норвежского варианта бюджетного правила);

— циклические колебания ВВП влияют на расходы лишь в части слагаемого, соответствующего ненефтегазовым доходам (в отличие от варианта с расходами, пропорциональными ВВП, и варианта с ограничением ненефтегазового дефицита).

Отметим вместе с тем, что в случае устойчивого снижения фактических цен на нефть ниже показателя 40 долл./барр. волатильность курса в текущей версии бюджетного правила может быть выше, чем в редакции от 2013 г., ввиду более быстрого исчерпания ФНБ. В связи с этим, в частности, отношение средних волатильностей валютного курса для этих бюджетных правил при моделировании Монте-Карло (для 32 % траекторий которого имеет место падение фактических цен ниже базовой цены текущего правила в течение десяти и более лет) выше, чем для сценариев суперцикла и повтора динамики цен на нефть, в которых исчерпания ФНБ не происходит. Укажем, что эксперты МВФ также отмечали проблему отсутствия механизма подстройки текущей версии бюджетного правила к ситуации устойчиво низких нефтяных котировок [33].

Рисунок 2

Динамика курса доллара для различных бюджетных правил и сценария «повтора» динамики цен на нефть



Источник: расчеты автора.

Таблица 5

Волатильность курса доллара для различных сценариев нефтяных цен и бюджетных правил

	Суперцикл		Повтор динамики		Медиана по расчетам Монте-Карло	
	волат. курса	волат. курса / волат. цен	волат. курса	волат. курса / волат. цен	волат. курса	волат. курса / волат. цен
Текущее	0,017	0,17	0,041	0,14	0,041	0,16
Редакция 2013 г.	0,028	0,28	0,061	0,21	0,046	0,19
Ограничение на ненефтегазовый дефицит	0,020	0,20	0,048	0,17	0,050	0,20
Рост расходов = росту ВВП	0,016	0,16	0,055	0,19	0,053	0,21
Норвежский вариант	0,027	0,27	0,046	0,16	0,055	0,22
Без правила	0,027	0,27	0,099	0,35	0,080	0,32

Источник: расчеты автора.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Волатильность курса национальной валюты ассоциируется с умеренным торможением экономического роста по каналу уменьшения роста инвестиций и экспорта. Это подтверждает важность задачи снижения такой волатильности, указанной Правительством РФ в качестве одной из целей текущей версии бюджетного правила.

Проведенный анализ показал, что в межстрановой перспективе для стран — экспортеров природных ресурсов с плавающим режимом обменного курса введение бюджетных правил, вообще говоря, не связано со снижением волатильности валютного курса — как в абсолютном выражении, так и по отношению к волатильности сырьевых цен. Это может быть обусловлено влиянием «несырьевых» внешних шоков (например, санкционных), «несвязывающим» характером отдельных типов правил, изначально слабой зависимостью курса от цен на сырье. В российском случае, впрочем, введение текущей версии правил привело к статистически значимому ослаблению связи курса рубля с ценами на нефть.

Долгосрочное сценарное моделирование, проведенное в работе, показало, что по сравнению с другими вариантами бюджетных правил (вариантом отсутствия правил; редакцией правил от 2013 г.; рекомендованными в разные годы МВФ правилами по привязке роста расходов к росту ВВП и ограничению ненефтегазового дефицита; правилом, аналогичным используемому в Норвегии) текущая редакция правил РФ в среднем обеспечивает максимально низкую волатильность курса рубля. В частности, сокращение волатильности по сравнению со случаем отсутствия правил, в зависимости от сценария цен на нефть, составляет 37–60 %, а по сравнению с редакцией от 2013 г. — 16–40 %. Вместе с тем следует рассмотреть возможность подстройки базовой цены в ситуации долгосрочного снижения нефтяных котировок ниже установленного показателя 40 долл./барр. в ценах 2017 г.

Библиография / References

1. Lledó V., Yoon S., Fang Y. et al. Fiscal Rules at a Glance. IMF, March 2017.
2. Guerguil M., Mandon P., Tapsoba R. Flexible Fiscal Rules and Countercyclical Fiscal Policy. IMF Working Paper 16/8, 2016.
3. How to Select Fiscal Rules: A Primer. IMF, Fiscal Affairs Department, March 2018.
4. Kopits G., Symansky S. Fiscal Policy Rules. IMF Occasional Paper 162, 1998.
5. Aizenman J., Pinto B. Managing Economic Volatility and Crises: A Practitioner's Guide. New York: Cambridge University Press, 2005. Available at: https://doi.org/10.1017/CBO9780511510755.003.
6. Abel A. B. Optimal investment under uncertainty. *The American Economic Review*, 1983, vol. 73, no. 1, pp. 228–233.
7. Bernanke B. S. Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 1983, vol. 98, no. 1, pp. 85–106.
8. Dixit A., Pindyck R. Investment under uncertainty. New Jersey, Princeton University Press, 1994.
9. Bleaney M. Macroeconomic Stability, Investment and Growth in Developing Economies. *Journal of Development Economics*, 1996, vol. 48, pp. 461–477.
10. Bahmani-Oskooee M., Hajilee M. Exchange rate volatility and its impact on domestic investment. *Research in Economics*, 2013, vol. 67, pp. 1–12.
11. Dhasmana A. Impact of exchange rate volatility on investment: Evidence from India. IIWB Working Paper No. 553, 2017.
12. Crowley P., Lee J. Exchange Rate Volatility and Foreign Investment: International Evidence. *The International Trade Journal*, 2003, vol. 17, no. 3, pp. 227–252. Available at: https://doi.org/10.1080/08853900390222171.
13. Aghion P., Bacchetta P., Ranciere R. et al. Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development. *Journal of Monetary Economics*, 2009, vol. 56, no. 4, pp. 494–513. Available at: https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2009.03.015.
14. Ndambendia H., Alhayky A. Effective Real Exchange Rate Volatility and Economic Growth in Sub-Saharan Africa: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests. *The IUP Journal of Applied Finance*, 2011, vol. 17, no. 1, pp. 85–94.
15. Clark P., Tamirisa N. et al. Exchange Rate Volatility and Trade Flows — Some New Evidence. Policy Papers, IMF, 2004.
16. HM Treasury Study to Inform the Assessment of the Five Economic Tests U. K. Treasury, 2003, EMU and Trade.
17. Broda C., Romalis J. Identifying the Effect of Exchange Rate Volatility on Trade. FRBNY and Chicago GSB, 2013.
18. Ricci L., Milesi-Ferretti G. M., Lee J. Real Exchange Rates and Fundamentals: A Cross-Country Perspective. IMF Working Paper 08/52, 2008.
19. Galstyan V., Lane P. R. The Composition of Government Spending and the Real Exchange Rate. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2009, vol. 41, pp. 1233–1249.
20. Caputo R., Fuentes M. Government spending and the real exchange rate: A cross-country perspective. Working Papers Bank of Chile, 2012, no. 655.
21. Oomes N., Kalcheva K. Diagnosing Dutch Disease: Does Russia Have the Symptoms? IMF Working Paper 07/102, 2007.

22. Сосунов К. А. Ушаков Н. Ю. Определение реального курса рубля и оценка политики долгосрочного таргетирования реального курса валюты // Журнал Новой экономической ассоциации. 2009. № 3–4. С. 97–123 [Sosunov K. A., Ushakov N. Yu. Determination of the Real Exchange Rate of the Ruble and Assessment of Long-Run Policy in Real Exchange Rate Targeting. *Zhurnal Novoi ekonomicheskoi assotsiatsii — Journal of the New Economic Association*, 2009, no. 3–4, pp. 97–123 (In Russ.)].
23. Прилепский И. В. Влияние бюджетной политики на сальдо текущего счета и реальный курс рубля // Экономическая политика. 2015. № 6. С. 7–23 [Prilepskiy I. V. Impact of Fiscal Policy on Current Account and Real Exchange Rate of Ruble. *Ekonomicheskaya politika — Economic Policy*, 2015, no. 6, pp. 7–23 (In Russ.)].
24. Spatafora N., Stavrev E. The equilibrium real exchange rate in a commodity exporting country: The case of Russia. IMF Working Paper 03/93, 2003.
25. Kuncoro H. Credible Fiscal Policy and Exchange Rates Stabilization. *Journal of Economics and Development Studies*, 2015, vol. 3, no. 2, pp. 7–18.
26. Bénétrix A. S., Lane P. R. Fiscal Shocks and the Real Exchange Rate. *International Journal of Central Banking*, 2013, vol. 9, no. 3, pp. 1–32.
27. Балаев А. И., Гурвич Е. Т., Прилепский И. В., Суслина А. Л. Влияние цен на нефть и обменного курса на доходы бюджетной системы // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал 2014. № 1. С. 5–16 [Balaev A. I., Gurvich E. T., Prilepskiy I. V., Suslina A. L. Effect of Oil Price and Exchange Rate on the Fiscal Revenues. *Finansovyj žhurnal — Financial Journal*, 2014, no. 1, pp. 5–16 (In Russ.)].
28. Гурвич Е. Т., Беляков И. В., Прилепский И. В. Нефтяной суперцикл и бюджетная политика // Вопросы экономики. 2015. № 9. С. 5–30 [Gurvich E. T., Belyakov I. V., Prilepskiy I. V. Oil Supercycle and Fiscal Policy. *Voprosy ekonomiki*, 2015, no. 9, pp. 5–30 (In Russ.)].
29. Caceres C., Medina L. Measures of Fiscal Risk in Hydrocarbon-Exporting Countries. IMF Working Paper 12/260, 2012.
30. Hamilton J. D. Understanding Crude Oil Prices. NBER Working Paper 14492, 2008.
31. Baumeister C., Kilian L. What Central Bankers Need to Know about Forecasting Oil Prices. *International Economic Review*, 2014, vol. 55, no. 3, pp. 869–889.
32. Russian Federation: 2013 Article IV consultation. IMF Country Report 13/310, 2013.
33. Russian Federation: Selected Issues. IMF Country Report 17/198, 2017.

I. V. Prilepskiy

Impact of Fiscal Rules on Exchange Rate Volatility

Author's affiliation:
Ilya V. Prilepskiy *(e-mail: iprilepskiy@eeg.ru), ORCID 0000-0001-5298-1515, Economic Expert Group, Moscow 107031, Russian Federation; Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation*

Abstract
Decrease of dependency level between oil prices and ruble exchange rate is among the key goals of a new version of Russia's fiscal rule. This study analyzes motivation to adopt this goal by reviewing the estimates for impact of exchange rate volatility on economic growth. It proceeds to assessment of commodity-exporting countries experience and considers the effects of fiscal rule implementation on real and nominal exchange rate volatility. Moreover, the author conducts the long-term scenario analysis of ruble exchange rate volatility for different versions of the fiscal rule. The main results are as follows. First, reduction of the exchange rate volatility leads to a modest increase in investment and export growth. Second, in general, adoption of fiscal rules does not result in reduction of the exchange rate fluctuations, though in the case of Russia since 2017 ruble exchange rate has been significantly de-linked from oil prices. Finally, according to scenario analysis compared with other versions of the fiscal rule (2013 Russian version; Norwegian version; targeting non-oil deficit; tying expenditure growth to GDP growth; no fiscal rule) the current Russian version yields a substantial decrease in exchange rate volatility, though its performance could be further improved by introduction of a mechanism for the base oil price modification in case of a long-term fall in actual oil prices below 40$/barrel in constant 2017 dollars (which is the base price in the current version of the rule).

Keywords:
fiscal policy, fiscal rule, exchange rate, volatility, oil prices, welfare fund

JEL: *E62, E65, H68*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-9-20

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6-21-33

Е. Л. Горюнов

Секторальные эффекты дезинфляционной политики Банка России

Евгений Львович Горюнов *(e-mail: evgeni.goryunov@gmail.com), преподаватель кафедры макроэкономики Института экономики, математики и информационных технологий РАНХиГС (г. Москва)*

Аннотация

Дезинфляционная политика денежных властей обычно влечет замедление экономической активности в среднесрочном периоде. Впоследствии снижение инфляционных ожиданий и нормализация денежного обращения приводит к сокращению ставок по кредитам и расширяет горизонт планирования. Эти эффекты, как положительные, так и отрицательные, проявляются по-разному в различных отраслях. В данной статье делается попытка оценить секторальные последствия дезинфляционной политики, проводившейся Банком России в последние годы. Экономическая теория предсказывает следующее. Во-первых, на ужесточение денежной политики наиболее остро должны отреагировать отрасли, спрос на продукцию которых чувствителен к изменениям процентной ставки, т. е. инвестиционно ориентированные. Во-вторых, под ударом оказываются проциклические отрасли. В-третьих, при повышении ставок условия кредитования для предприятий малого и среднего бизнеса становятся относительно более жесткими. Наконец, последствием дезинфляционной политики может стать реальное укрепление национальной валюты, что повлияет на конкурентоспособность экспорта. Данные эффекты, за исключением эффекта укрепления рубля, зримо проявляются в российской экономике. Вместе с тем наблюдается расширение ипотечного кредитования и постепенное снижение долгосрочных ставок.

Ключевые слова:

денежно-кредитная политика, секторальные эффекты, трансмиссионные механизмы, кривая доходности, стоимость кредитования, ипотечное кредитование, малый и средний бизнес

JEL: *E21, E22, E23, E32, E43, E51, E52, E58, E65, L16*

На протяжении последних лет политика Банка России претерпела ряд качественных изменений. Был внедрен новый инструментарий денежной политики и режим таргетирования инфляции, а обменный курс рубля стал плавающим. Регулятор стал предпринимать активные действия по подавлению инфляции. Была объявлена четкая цель по ИПЦ и предполагаемые сроки ее достижения, причем объявленные намерения были подтверждены решительными действиями регулятора. В 2014 г. в несколько этапов была повышена ключевая ставка, и с того времени ЦБ РФ поддерживает ее на относительно высоком уровне, реализуя тем самым политику дезинфляции. В данной статье мы рассматриваем последствия политики высоких ставок, акцентируя внимание на секторальных последствиях дезинфляционной политики.

Автор выражает благодарность С. Дробышевскому и П. Трунину за обсуждение и рекомендации.

ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ И ДЕЗИНФЛЯЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

Факторы, влияющие на общий уровень цен в экономике, можно разделить на две группы. К первой группе относятся факторы, которые определяют характер динамики потребительских цен в долгосрочной перспективе. Прежде всего это динамика денежного предложения. Во вторую группу входят факторы, задающие среднесрочную и краткосрочную динамику потребительских цен. К ним можно отнести колебания совокупного спроса, изменение условий торговли и обменного курса, сезонные и прочие факторы. Таким образом, динамика потребительских цен представляет собой движение вдоль тренда, определяемого темпом роста денежных агрегатов, на которое накладываются колебания, вызванные различными конъюнктурными факторами.

Под дезинфляционной политикой понимается комплекс мер по снижению трендовой составляющей инфляции. Задача центрального банка при этом состоит не в том, чтобы погасить временные колебания инфляции, а в том, чтобы изменить долгосрочную траекторию роста цен. Дезинфляционную политику следует рассматривать как политику, направленную на структурные изменения, состоящие в сдвиге долгосрочных инфляционных ожиданий различных экономических агентов: предприятий, инвесторов, финансовых посредников, домохозяйств. Снижение долгосрочной инфляции требует от центрального банка перехода к более умеренному темпу роста денежной массы, что предполагает повышение процентных ставок.

Контрциклическая монетарная политика, при которой регулятор повышает ставку, отличается от дезинфляционной тем, что она направлена на снижение конъюнктурной (краткосрочной) инфляции, вызванной перегревом экономики, и возвращение инфляции к ее долгосрочному трендовому уровню. К политике дезинфляции центральные банки прибегают, чтобы преодолеть стагфляционную ловушку, при этом ее цель состоит в активизации долгосрочного экономического роста за счет обеспечения макроэкономической стабильности и более низких и предсказуемых темпов роста цен. Иными словами, конечная цель — создание качественно иных условий для экономического развития и инвестиций через достижение ценовой стабильности. Таким образом, к позитивным последствиям дезинфляционной политики относится увеличение потенциального уровня ВВП в долгосрочной перспективе, а к негативным — торможение экономического роста в период адаптации экономики к новым условиям.

Обычно дезинфляционная политика приводит к падению темпов роста выпуска с последующим восстановлением роста. Популярным показателем, при помощи которого количественно оцениваются негативные последствия дезинфляционной политики, является сокращение ВВП или рост безработицы в процентных пунктах на 1 процентный пункт сократившейся инфляции (*sacrifice ratio*). Обзор обширного пласта литературы, посвященного оценкам издержек дезинфляционной политики, представлен в работе Г. Аскари и Т. Ропеле [1]. Однако если изначально экономика находилась в состоянии стагфляции, то снижение неопределенности относительно будущей инфляции в результате антиинфляционных мер ЦБ может привести не к спаду, а к ускорению экономического роста. Также для различных секторов экономики соотношение между позитивными и негативными эффектами будет отличаться.

КАНАЛЫ ВОЗДЕЙСТВИЯ ДЕЗИНФЛЯЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ НА ЭКОНОМИКУ И ИХ СЕКТОРАЛЬНАЯ СПЕЦИФИКА

Денежная политика воздействует на экономику посредством большого количества различных так называемых трансмиссионных каналов. Обзор трансмиссионных механизмов представлен в работе Ф. Мишкина [2]. Из каналов влияния денежной политики мы выберем те, которые имеют секторальную специфику. Наш анализ дополняет работу

У. Торбеке [3], где дан краткий обзор возможных эффектов, возникающих в ситуации, когда денежные власти проводят дезинфляционную политику.

Рассмотрим последствия, возникающие, когда регулятор переходит к ужесточению денежных условий. Во-первых, вместе с повышением ключевой ставки формируются ожидания, в соответствии с которыми денежные власти будут в течение некоторого периода поддерживать повышенные номинальные краткосрочные ставки. Следствием этого становится рост номинальных ставок средне- и долгосрочного кредитования, поскольку они представляют собой средневзвешенное значение ожидаемых краткосрочных ставок[1]. Так как инфляционные процессы замедляются, реальная стоимость заимствований увеличивается, и это приводит к снижению инвестиций и потребления. Следовательно, дезинфляционная политика должна приводить к падению выпуска в отраслях, производящих товары инвестиционного назначения, а также товары длительного пользования, т. к. спрос на них чувствителен к изменениям реальной ставки.

Во-вторых, более высокая реальная ставка делает заимствования менее доступными для фирм, при этом предприятия с активами, которые могут служить залогом при кредитовании, имеют преимущество в доступе к ресурсам. По этой причине в период дезинфляционной политики малые и средние предприятия будут испытывать более жесткие ограничения [8; 9]. Следовательно, можно ожидать, что их выпуск сократится сильнее по сравнению с крупными предприятиями, что может привести к более значительному снижению производства в тех отраслях, где доминируют малые и средние предприятия.

В-третьих, ограничение денежного предложения приводит к укреплению национальной валюты в реальном выражении, поскольку номинальный курс растет под действием притока иностранного капитала, привлеченного высокими ставками. Следовательно, политика высоких ставок сдерживает импортозамещение и экспорт, но создает более благоприятные условия для отраслей, использующих иностранные комплектующие и оборудование.

Также заметим, что повышение ставок ведет к сокращению совокупного спроса, поэтому проциклические отрасли (т. е. отрасли, которые на восходящей стадии экономического цикла растут темпами, опережающими темп роста ВВП, но падают сильнее, чем ВВП, в период рецессии) будут в большей степени страдать от ужесточения денежной политики в силу того, что на них сжатие совокупного спроса сказывается сильнее.

Еще одно проявление эффекта дезинфляционной политики, о котором говорит теория, — характерное поведение кривой доходности, отражающей временную структуру процентных ставок. Инфляционные ожидания являются одним из факторов, определяющих вид кривой доходности, поскольку номинальные ставки включают в себя премию за ожидаемую инфляцию и для долгосрочных ставок этот эффект более выражен [10; 11]. В момент, когда денежные власти повышают ключевую ставку для активного подавления инфляции, должен произойти сдвиг кривой доходности вверх. При этом, если участники рынка доверяют прогнозам регулятора, согласно которым в среднесрочной перспективе он сможет снизить инфляцию, то дальний (правый) участок кривой доходности должен опуститься, отражая снижение премии за ожидаемую инфляцию в ставках по наиболее долгосрочным кредитам. Из приведенных рассуждений следует, что от политики дезинфляции выиграют те заемщики, которые привлекают средства на максимально длительный срок, поскольку для них стоимость кредита снизится.

---

[1] *Такую закономерность предполагает так называемая теория ожиданий временной структуры процентных ставок, которая описывает закономерности совместной динамики процентных ставок с разным сроком погашения. Теоретические работы, в которых предлагается и обосновывается теория ожиданий, включают работы Р. Шиллера и Дж. Маккалоха [4], Р. Шиллера и Дж. Кэмпбелла [5], Дж. Фюрера [6], а также Дж. Кокса, Дж. Ингерсолла и С. Росса [7].*

ПЕРЕХОД К ПОЛИТИКЕ ВЫСОКИХ СТАВОК В РОССИИ

Постепенный переход к политике высоких ставок произошел в 2014 г., когда Банк России последовательно в несколько шагов повысил ключевую ставку с 5,5 % в марте до 9,5 % в ноябре и до 17 % в декабре. Повышение ставок стало реакцией регулятора на ряд макроэкономических шоков: значительное падение цен на нефть и введение ограничений доступа российских компаний и банков на международный рынок капитала. Эти события привели к ускорению инфляции и более чем двукратной девальвации рубля, которые ЦБ пытался сдержать интервенциями, параллельно расширяя валютный коридор. Переход к свободному плаванию рубля произошел 10 ноября 2014 г., когда был упразднен так называемый операционный интервал для бивалютной корзины и произошел отказ от валютных интервенций при достижении фактическим курсом бивалютной корзины границ данного интервала[2], а с начала 2015 г. Банк России официально завершил переход к режиму инфляционного таргетирования[3].

До 2015 г. ЦБ также устанавливал целевые ориентиры по инфляции, но они практически никогда не достигались, поскольку регулятор больше внимания уделял контролю над динамикой курса бивалютной корзины. Монетарная политика была преимущественно адаптивной, реальные ставки денежного рынка находились в отрицательной области. В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 г. и период 2013–2014 гг.» Банк России впервые четко установил срок полного перехода к таргетированию инфляции. Целевое значение инфляции было выбрано на уровне 4 %, а ожидаемый срок достижения таргета установлен до конца 2017 г., что было зафиксировано в «Основных направлениях на 2015 г. и период 2016–2017 гг.». Переход к дезинфляционной политике начался во второй половине 2014 г. и окончательно оформился в конце 2015 г.

К сожалению, оценить чистый эффект от дезинфляционной политики ЦБ РФ не представляется возможным. Если бы она началась в условиях макроэкономической стабильности, то можно было бы проследить, как менялся выпуск в различных отраслях, и сделать вывод, что та или иная динамика производства является следствием политики высоких ставок. Однако ужесточение монетарной политики в России произошло не в период стабильности, а под действием ряда макроэкономических шоков. Существенно ухудшились условия торговли: цена на нефть марки Brent в июне 2014 г. достигала $111 за баррель, но к январю следующего года опустилась до $50 за баррель. Развитые страны начали вводить санкции против российских компаний и банков, ограничив им доступ на свои рынки капитала и наложив запрет на некоторые сделки; российские власти ввели пакет ответных санкций в форме эмбарго. Таким образом, динамика выпуска в различных отраслях в 2014–2016 гг. обусловлена не только жесткой политикой регулятора, но и действием указанных экзогенных факторов. Поэтому затруднительно оценить, что послужило причиной спада в том или ином секторе, жесткая политика ЦБ РФ или практически двукратное падение цен на нефть, сопровождающееся введением санкций.

В дополнение к этому существует объективная сложность в точной датировке начала и окончания дезинфляционной политики. В 2014 г. Банк России повышал ставку одновременно с увеличивающимися темпами инфляции и прогрессирующим ослаблением курса рубля (рис. 1). Связывать переход к жесткой политике с увеличением номинальной ставки не вполне корректно, т. к. в действительности жесткость условий на денежном рынке

---

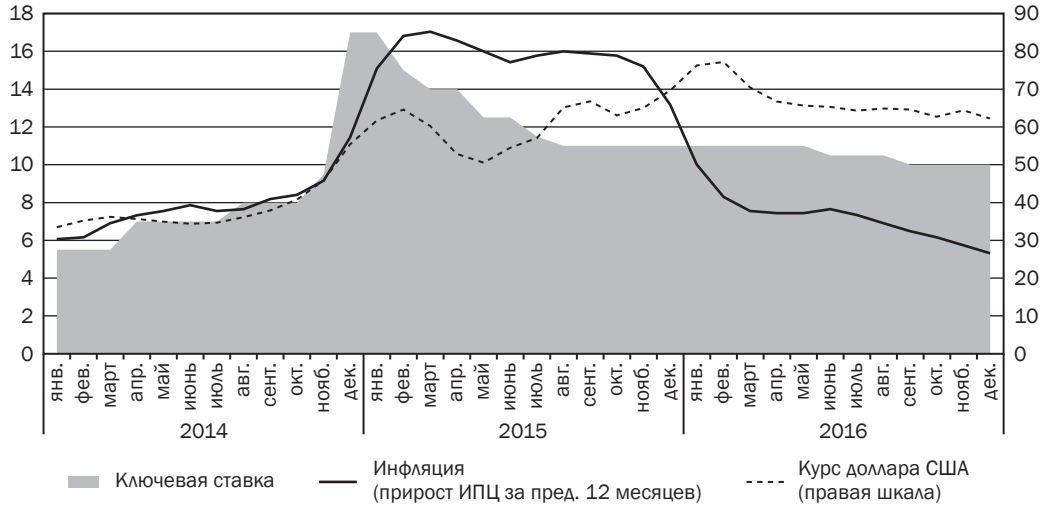
[2] *См. пресс-релиз ЦБ РФ от 10 ноября 2014 г. URL: http://www.cbr.ru/press/PR/?file=10112014_115454dkp2014-11-10T11_52_10.htm.*

[3] *В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016–2017 гг.» содержалась формулировка об окончании перехода на инфляционное таргетирование в 2014 г.*

определяется не номинальной, а реальной процентной ставкой, равной номинальной ставке за вычетом ожидаемой инфляции. Поскольку оценка инфляционных ожиданий сопряжена со значительными сложностями, особенно в период макроэкономической нестабильности, каким был отрезок 2014–2016 гг., достоверно определить, когда денежная политика стала действительно ограничительной, крайне затруднительно.

Рисунок 1

Ключевая ставка, инфляция и курс доллара США в 2014–2016 гг.



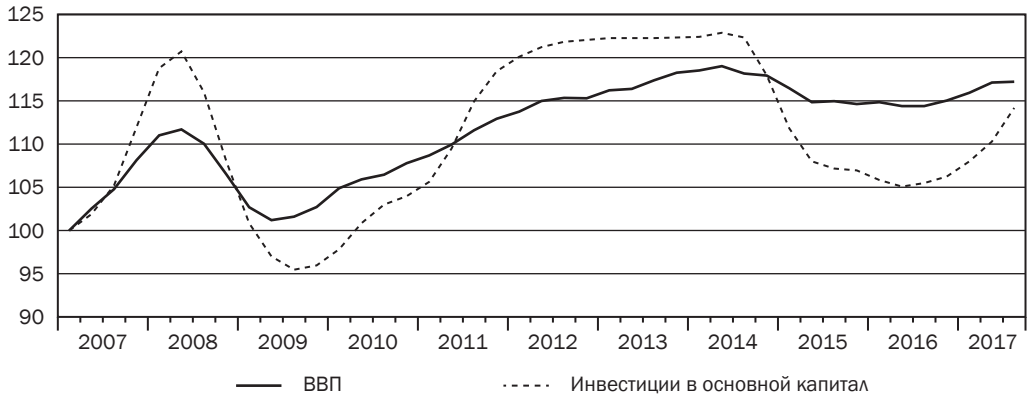
Источник: Банк России.

Не менее проблематично определение даты окончания дезинфляционной политики. Естественным было бы считать выходом из политики дезинфляции тот момент, когда ключевая ставка опустится до нейтрального уровня, т. е. до того значения, при котором реальная ставка, рассчитанная как разность между номинальной ставкой и таргетируемым уровнем инфляции, сравняется со своим долгосрочным равновесным значением. Нейтральный уровень процентной ставки оценивается в работе коллектива экономистов Банка России [12]. С учетом невысокой точности в оценках долгосрочного равновесного значения реальной ставки установить момент перехода денежной политики в нейтральный режим можно только с достаточно большой погрешностью.

В связи с этим выбор временного интервала, на котором будет проводиться анализ, мы сделаем на основе динамики квартального ВВП, скорректированного на сезонный фактор. В качестве основного временного интервала выберем промежуток между пиком и нижней точкой по показателю ВВП. Это интервал между II кв. 2014 г. и III кв. 2016 г. Аналогичный период получится, если вместо показателя ВВП рассматривать инвестиции в основной капитал и также выбирать интервал между пиком и нижней точкой по данному показателю (рис. 2). Таким образом, мы рассматриваем период между моментом начала рецессии и моментом, когда экономика адаптировалась к новым условиям и началось оживление деловой активности. Выбранный подход не позволяет оценить секторальные последствия дезинфляции в полном объеме, поскольку в поле зрения попадает только стрессовый период, а позитивный эффект от снижения долгосрочной инфляции проявляется слабо. Однако при помощи данного подхода можно получить представление о краткосрочных (преимущественно негативных) последствиях политики высоких ставок.

Рисунок 2

ВВП и инвестиции в основной капитал в 2007–2017 гг.
(в реальном выражении, индекс, I кв. 2007 г. = 100)



Источники: составлено автором по данным Росстата и Центра анализа данных НИУ ВШЭ.

Чтобы точнее оценить эффект политики высоких ставок, одновременно с основным периодом (II кв. 2014 г. — III кв. 2016 г.) рассмотрим период кризиса 2008–2009 гг. Мы включаем этот эпизод в анализ, поскольку, несмотря на значительно более глубокий спад в период кризиса по сравнению с 2014–2016 гг., макроэкономические условия в этих эпизодах были сходны, но при этом в 2008–2009 гг. Банк России не проводил жесткую денежную политику. Сравнение показателей различных отраслей в двух эпизодах даст дополнительное понимание роли политики высоких ставок. Сохранив тот же подход к выбору датировки периода анализа, мы определяем момент начала и конца дополнительного периода как промежуток между пиком и нижней точкой по показателю ВВП с корректировкой на сезонный фактор. Начало периода приходится на II кв. 2008 г., а конец — на II кв. 2009 г.

Сходство макроэкономических условий 2008–2009 гг. и 2014–2016 гг. состоит прежде всего в качественно похожих внешних шоках, которым подверглась российская экономика. Во-первых, в обоих эпизодах произошло существенное и достаточно быстрое снижение цен на нефть (табл. 1). Во-вторых, в каждом из этих эпизодов российская экономика столкнулась со значительным оттоком капитала. В 2008–2009 гг. это было связано с мировым финансовым кризисом и массовым бегством капиталов с развивающихся рынков. В 2014–2016 гг. ограничения по финансовому счету были также обусловлены санкциями, в соответствии с которыми был наложен запрет на долгосрочное кредитование ряда предприятий и банков на ведущих внешних финансовых рынках.

Таблица 1

Изменение макроэкономических переменных
во II кв. 2008 — II кв. 2009 гг. и II кв. 2014 — III кв. 2016 гг., %

	II кв. 2008 г. — II кв. 2009 г.	II кв. 2014 г. — III кв. 2016 г.
ВВП	−9,4	−3,9
Инвестиции в основой капитал	−19,6	−14,1
Реальные доходы населения	+3,4	−9,9
Реальный обменный курс	−2,5	−16,7
Номинальный курс доллара США	+42,6	+81,0
Цена на нефть марки Brent	−53,3	−56,3

Источники: составлено автором по данным Росстата, Центра анализа данных НИУ ВШЭ.

Но вместе с тем необходимо отметить существенные отличия в макроэкономических условиях двух эпизодов, главным из которых является стадия экономического цикла. До кризиса 2008 г. инвестиции и выпуск росли высокими темпами, а в годы, предшествующие дезинфляционной политике ЦБ РФ, российская экономика находилась в состоянии стагнации — объем инвестиций не вырос с начала 2012 г., а темпы роста ВВП снизились до 1,3 % в 2013 г. Оценки показывают, что в 2008 г. российская экономика была в состоянии перегрева, в то время как к началу 2014 г. выпуск был близок к потенциальному. Разрыв ВВП, показывающий, насколько фактический ВВП отличается от потенциального уровня, к началу 2008 г. составлял от 4 до 12 % ВВП, а в 2013–2014 гг. находился вблизи нулевого значения с тенденцией выхода в отрицательную область[4]. Также в 2014–2016 гг. располагаемые доходы населения сократились на 10 %. Аналогичный показатель в 2008–2009 гг. не только не упал, но даже вырос более чем на 3 %, что объясняется особенностями государственной антикризисной политики. В 2008–2009 гг. реализовывались масштабные меры бюджетной поддержки населения и производства, а в 2014–2016 гг. бюджетная политика была значительно более консервативной, хотя отдельные отрасли все же получили поддержку. Дефицит федерального бюджета РФ в 2008 и 2009 гг. составил 7,9 и 3,9 % ВВП соответственно, при том что в 2007 г. бюджет был сведен с профицитом 4,1 % ВВП. В 2014–2016 гг. бюджетные показатели демонстрировали колебания гораздо меньшей амплитуды. Дефицит федерального бюджета в 2013 и 2014 гг. составил 0,5 % ВВП, в 2015 и 2016 гг. он был зафиксирован на уровне 2,4 и 3,4 % ВВП соответственно. Помимо бюджетной политики два эпизода отличаются наличием российских контрсанкций, запрещающих ввоз отдельных видов импортных сельскохозяйственных товаров из стран, которые ввели санкции против России. Влияние контрсанкций не так заметно на макроуровне, но на уровне некоторых отраслей (торговля, сельское хозяйство) оно вполне ощутимо.

ЭФФЕКТЫ ДЕЗИНФЛЯЦИИ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОМ УРОВНЕ: СБЕРЕЖЕНИЯ, ОБМЕННЫЙ КУРС И ДОЛГОСРОЧНЫЕ СТАВКИ

Выше было отмечено, что дезинфляционная политика в краткосрочной перспективе оказывает сдерживающее влияние на инвестиции и стимулирует сбережения, сокращая потребление. Подобная картина действительно наблюдалась в 2014–2016 гг. Инвестиции в рассматриваемом периоде сократились на 14 % при общем снижении выпуска на 4 %. В 2008–2009 гг. падение инвестиций было более выраженным и составило почти 20 %, но и глубина общего экономического спада составила более 9 %, т. е. гораздо больше, чем в 2014–2016 гг. Таким образом, соотношение между спадом инвестиций и ВВП во втором периоде было выше, что может быть объяснено, в частности, эффектом политики высоких ставок.

Высокие ставки переориентировали домохозяйства на сбережения, в результате чего норма сбережений заметно выросла — с 6,2 % в 2014 г. до 12,2 и 11,9 % в 2015 и 2016 г. соответственно[5].

Ужесточение денежной политики приводит к укреплению национальной валюты в реальном выражении и поэтому вызывает сокращение чистого экспорта. В 2014–2016 гг. наблюдалась обратная картина (рис. 3).

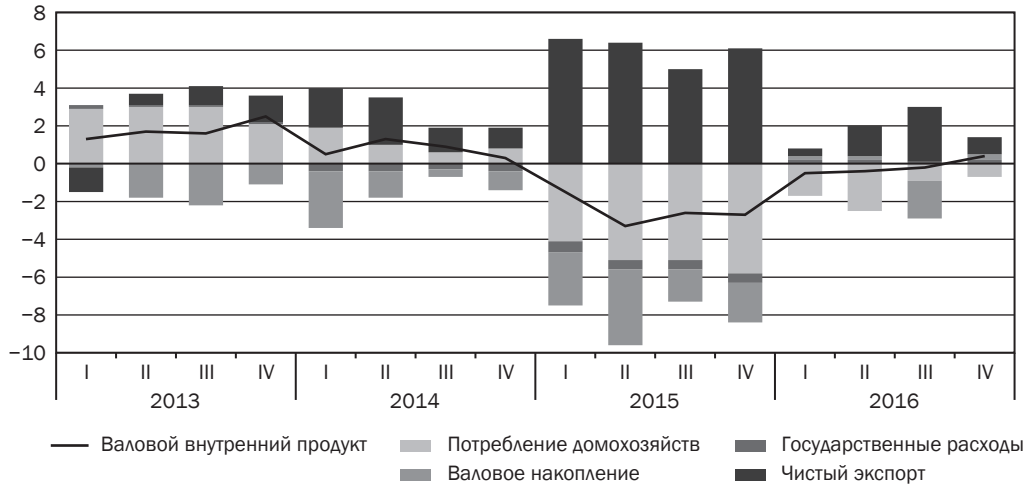
---

[4] *Оценки разрыва ВВП представлены в докладах «О денежно-кредитной политики» Банка России за октябрь 2013 г., сентябрь и июнь 2014 г., а также в работе С. Синельникова-Мурылева, С. Дробышевского и М. Казаковой [13].*

[5] *См.: доклад «О денежно-кредитной политике» Банка России за сентябрь 2017 г. (рис. 1.14 на с. 12).*

Рисунок 3

Темп роста ВВП и вклад отдельных компонент в прирост ВВП (к аналогичному периоду прошлого года), %



Источник: рассчитано автором по данным Росстата.

Происходившие процессы объясняются тем, что влияние первоначального шока обменного курса, связанного с падением цены на нефть, не было полностью компенсировано воздействием политики высоких ставок на реальный курс, который в рассматриваемом периоде сократился на 17 % (см. табл. 2).

Как было указано выше, политика подавления инфляции должна отразиться на ставках по кредитам, выдаваемым на длительный срок. Ставки по долгосрочным банковским кредитам росли в 2014–2015 гг., но затем тенденция переломилась, и на данный момент ставки последовательно снижаются. По состоянию на конец 2017 г. уровень ставки по кредиту нефинансовому сектору на срок более трех лет составлял 9,25 %, что более чем на один процентный пункт ниже, чем уровень аналогичной ставки в январе 2014 г., т. е. до начала дезинфляционного маневра. Поскольку детализированные данные по временной структуре ставок по кредитам коммерческих банков недоступны, нет возможности оценить инфляционные ожидания финансовых посредников. Тем не менее стабильное снижение номинальных ставок кредитования несомненно является проявлением позитивного эффекта от снижающейся инфляции.

ЭФФЕКТЫ ДЕЗИНФЛЯЦИИ НА ОТРАСЛЕВОМ УРОВНЕ: ПРОМЫШЛЕННЫЙ СЕКТОР, ТОРГОВЛЯ, СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО И СТРОИТЕЛЬСТВО

Анализ эффектов политики высоких ставок на отраслевом уровне будет опираться на показатели, отражающие изменение выпуска в каждой отрасли в рассматриваемом периоде (II кв. 2014 г. — III кв. 2016 г.). Среди секторов, испытавших наибольший спад производства, можно выделить автомобильную промышленность (−31,0 %), производство подвижного железнодорожного состава (−30,8 %), производство машин и оборудования (−12,6 %) и розничную торговлю (−14,7 %). Меньший, но все равно более глубокий, чем падение ВВП, спад произошел в строительстве (−12,1 %), металлургической промышленности (−8,3 %), в производстве кокса и нефтепродуктов (−4,1 %). Динамика в обрабатывающих производствах (−3,7 %) была близка к динамике ВВП (−3,9 %). Лучше положение складывалось в добывающих отраслях (+3,9 %), пищевой (+3,6 %)

и текстильной (+8,3 %) промышленности. В химической промышленности (+15,7 %) и сельском хозяйстве (+11,0 %) наблюдался очень быстрый рост[6].

В соответствии с описанным выше подходом, чтобы оценить, как политика высоких ставок отразилась на отраслях, мы будем для каждой отрасли сравнивать величину падения выпуска в основном периоде (II кв. 2014 г. — III кв. 2016 г.) с ее падением во время кризиса 2008–2009 гг. (II кв. 2008 г. — II кв. 2009 г.). Этот кризис привел к большему экономическому спаду, и с учетом этого необходимо сравнивать не величины спада в отраслях для двух периодов, а величины относительного спада, т. е. отношение процентного сокращения выпуска в отрасли к процентному падению ВВП. Этот показатель соответствует эластичности выпуска в отрасли по ВВП, и его значения для некоторых отраслей приведены в табл. 2.

Таблица 2

Эластичность выпуска в некоторых отраслях по ВВП

Сектор	II кв. 2008 г. — II кв. 2009 г.	II кв. 2014 г. — III кв. 2016 г.
Добыча полезных ископаемых	1,15	−0,99
Строительство	1,91	3,13
Сельское хозяйство	−0,45	−2,83
Розничная торговля	0,49	3,78
Промышленность	1,06	0,13
Металлургическое производство	2,05	2,14
Производство ж/д состава	4,60	7,93
Автомобильная промышленность	6,74	7,97
Производство машин и оборудования	6,32	3,32
Пищевая промышленность	0,39	−0,92
Производство кокса и нефтепродуктов	−0,06	1,06
Производство фармацевтической продукции	−1,01	−2,75
Текстильное производство	2,14	−2,13
Химическое производство	0,75	−4,03

Источники: Росстат, расчеты автора.

Приведенные оценки говорят о том, что, во-первых, наиболее существенное падение производства произошло в тех секторах, где выпускается продукция инвестиционного назначения: производство машин и оборудования, строительство, металлургия, автопром, производство ж/д составов[7]. Это вполне согласуется с описанной выше теорией, согласно которой спрос на продукцию инвестиционного назначения особенно чувствителен к величине процентной ставки. Во-вторых, во всех перечисленных отраслях, исключая производство машин и оборудования, эластичность выпуска по ВВП оказалась выше в 2014–2016 гг. В рамках нашей логики это наблюдение свидетельствует в пользу того, что политика высоких ставок привела к относительно более глубокому спаду в данных отраслях. Однако данный эффект может быть связан также и с гипотезой, в соответствии с которой начиная с 2013 г. экономика вошла в фазу рецессии, характеризуемой сокращением инвестиционной активности, либо с последствиями сокращения инвестиций в основной капитал за счет бюджетных средств, наблюдавшегося в 2014–2016 гг. в ходе

[6] *Все цифры получены на основе данных Росстата.*

[7] *Анализ экономистов ЦМАКП дает не такую однозначную картину в инвестиционно-ориентированном промышленном секторе. Наряду с падением производства строительных материалов и транспортных средств они фиксируют рост производства электро- и оптического оборудования и стагнацию производства машин и оборудования. См. мониторинг ЦМАКП «Тенденции развития промышленности». URL: http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analitics/PROM/2017/Trends_2016_01_30.pdf.*

бюджетной консолидации. Относительно более благоприятный исход для перечисленных отраслей в 2008–2009 гг. мог быть связан с мерами бюджетной поддержки, которые в тот момент принимало правительство.

Аналогичная ситуация наблюдалась в розничной торговле: реальный товарооборот сократился в основном исследуемом периоде относительно ВВП сильнее, чем в 2008–2009 гг. Обнаруженный эффект, по-видимому, связан с тем, что в 2014–2016 гг. произошло гораздо более сильное падение реальных располагаемых доходов населения, чем в 2008–2009 гг. Можно предположить, что помимо этого негативную роль сыграли российские контрсанкции, закрывшие для розничных сетей доступ к сельскохозяйственной продукции некоторых стран и вынудившие их конкурировать за альтернативные источники поставок, что определило рост издержек в розничной торговле. Увеличение издержек вместе со слабым потребительским спросом обусловили спад в этом секторе, поэтому вероятно, что спад в торговле к политике высоких ставок прямого отношения не имеет.

Если обратиться к секторам, в которых относительного спада не было зафиксировано, то не удается найти какого-либо объяснения связи их относительно позитивной динамики с реализацией жесткой политики ЦБ РФ. Уровень производства в добывающих отраслях в период дезинфляции вырос, хотя во время кризиса 2008–2009 гг. в них был зафиксирован значительный спад. Но такая динамика в этих отраслях объясняется в первую очередь тем, что значительная часть их продукции поставляется на экспорт и в 2008–2009 гг. наблюдался спад мирового спроса на сырьевые товары, тогда как в основном периоде спрос скорее рос. Заметим также, что политика высоких ставок должна способствовать реальному укреплению рубля, однако в обоих анализируемых периодах происходило не укрепление, а ослабление реального курса. Можно было бы связать рост производства добывающих отраслей с реальным ослаблением рубля, т. к. оно делает экспортирующие предприятия более конкурентоспособными в сравнении с иностранными производителями. Однако этот механизм не работает для сырьевого экспорта, где ценовая конкуренция играет меньшую роль и эластичность выпуска по цене низкая. Относительно более благоприятная ситуация в пищевом и аграрном секторах может объясняться воздействием контрсанкций, принятых российским правительством. Ограничение доступа импортных продуктов питания и сельскохозяйственной продукции на российский рынок создали дополнительный спрос в данных секторах. Расширение выпуска стало возможным за счет активных инвестиций в их развитие, в т. ч. в предыдущие годы. Большую роль сыграло также ослабление рубля вследствие падения цен на нефть, которое поддержало конкурентоспособность аграрного производства. Это подтверждается и тем фактом, что сельское хозяйство демонстрировало положительную динамику и в 2008–2009 гг., когда также произошло падение реального курса. Политика высоких ставок в данном случае едва ли оказала ощутимое влияние.

Хорошей иллюстрацией реакции различных отраслей на макроэкономические шоки 2014–2016 гг., включая политику высоких ставок, является динамика банкротств. По данным ЦМАКП[8], рост числа банкротств среди предприятий машиностроения[9] и в строительстве существенно превысил средний по экономике. О сложном положении в строительной индустрии и торговле говорит не только увеличившаяся в 2014–2016 гг. доля просроченной задолженности, но и то, что ее уровень не стабилизировался и продолжает расти (рис. 4). В сельском хозяйстве доля просроченной задолженности также выросла, но остается относительно стабильной, как и в отраслях производства машин и оборудования.

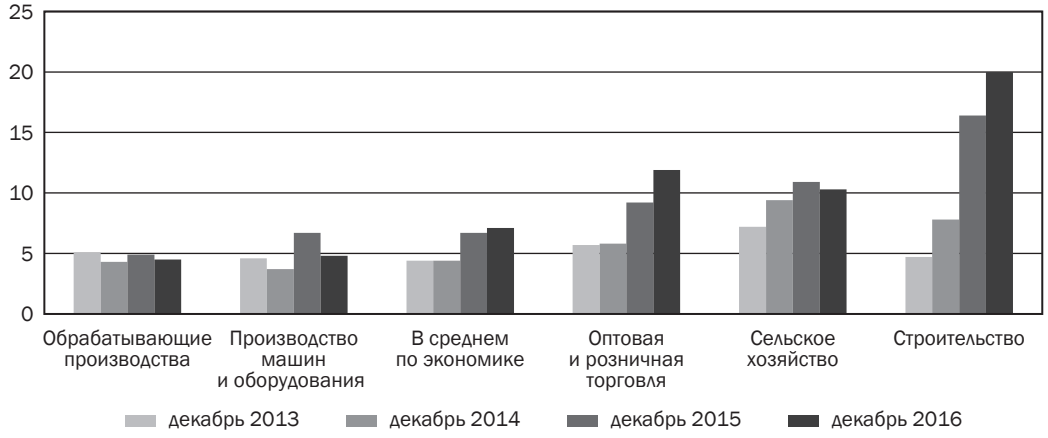
---

[8] *См. доклад ЦМАКП «Банкротства юридических лиц в России: основные тенденции» (IV квартал 2017). URL: http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analitics/PROM/2017/Bnkrpc-4-17.pdf.*

[9] *Машиностроительный комплекс объединяет производство машин и оборудования, производство электрооборудования, производство транспортных средств и оборудования.*

Рисунок 4

Доля просроченной задолженности по секторам, %



Источник: Банк России.

Подводя итог анализа последствий дезинфляционной политики для различных отраслей, можно сделать вывод, что определенное негативное воздействие жесткой денежной политики имело место, поскольку сектора, спрос на продукцию которых чувствителен к величине процентной ставки, оказались в лидерах спада. В то же время, как было отмечено выше, падение производства в них нельзя связывать исключительно с политикой Банка России, поскольку в 2014–2016 гг. проявились и другие негативные макроэкономические шоки.

ЭФФЕКТЫ ДЕЗИНФЛЯЦИИ В СЕКТОРЕ МАЛОГО И СРЕДНЕГО ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА И СЕКТОРЕ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

Фактические данные по малым и средним предприятиям дают противоречивую картину. По данным Росстата, количество малых предприятий в 2016 г. по сравнению с 2014 г. не сократилось ни по одному из видов экономической деятельности. Увеличились показатели оборота малых предприятий во всех секторах. Наряду с этим численность занятых на малых предприятиях с 2014 по 2016 г. сократилась на 6 % в целом по экономике и на 13 и 10 % на малых предприятиях торговли и строительства соответственно. Аналогичные показатели в 2008–2009 гг. были существенно меньше при более значительном падении ВВП. Принимая во внимание то, что малый бизнес и индивидуальное предпринимательство преимущественно сконцентрированы в сфере розничной торговли и услугах населению, можно связать более интенсивное падение активности малого бизнеса и индивидуальных предпринимателей с более сильным падением располагаемых доходов населения в 2014–2016 гг.

Общая сумма задолженности предприятий малого и среднего бизнеса перед банковским сектором сокращалась в 2014–2016 гг. даже в номинальном выражении, а просроченная задолженность при этом постоянно увеличивалась, и темп ее роста превышал средний по экономике. Поскольку общий портфель кредитов банков в рассматриваемый период вырос, можно предположить, что сокращение кредитования малого бизнеса связано с дезинфляционной политикой и вынужденным сокращением займов малых предприятий по причине ограниченности доступа к кредитным ресурсам ввиду дефицита качественных активов, которые могли бы использоваться в качестве залога. Неизменность премии за риск при сокращении кредитования может объясняться эффектом рационирования кредита, заключающегося в том, что банки реагируют на рост рисков кредитования не повышением ставок, а ограничением предложения кредита

при ужесточении требований к залогу. Такое объяснение согласуется с предположением о дефиците качественного залога у предприятий малого и среднего бизнеса.

Еще одним сектором, на который дезинфляционная политика могла бы оказать негативное влияние, является сектор ипотечного кредитования, поскольку он особенно чувствителен к изменению процентных ставок. Однако в действительности ипотечное кредитование не испытало стресса и росло темпами, превышающими темп роста общего кредитного портфеля банков и портфеля банковских кредитов физлицам. По данным ЦБ РФ, задолженность по ипотечным кредитам выросла на 30 % за 2014 г., на 9,9 % в 2015-м и 12,2 % 2016 г., а задолженность по кредитам нефинансовому сектору и физлицам в 2014 г. выросла только на 14 % и стабилизировалась в последующие годы. Ставки по ипотечным кредитам увеличились в 2015 г. вслед за повышением ключевой ставки ЦБ РФ, но в дальнейшем они постепенно уменьшались, а сроки кредитования росли. Если в начале 2015 г. средний срок ипотечного кредита составлял 178 месяцев, а средняя ставка 13,2 %, то к концу 2017 г. данные показатели были равны 187 месяцев и 9,8 %. Возможным объяснением такой динамики может являться политика регулятора, которая приводит к сокращению уровня ожидаемой инфляции и его волатильности, создавая стимулы к предоставлению долгосрочных кредитов и снижению ставок. В то же время ставки по среднесрочным и долгосрочным кредитам еще не опустились ниже уровней 2013 г., а с учетом замедлившейся инфляции можно говорить даже об увеличении реальной стоимости заимствования. Следовательно, пока есть только ограниченные свидетельства, подтверждающие тезис о том, что развитие рынка ипотечного кредитования стало проявлением позитивных эффектов дезинфляционной политики.

Оживление ипотечного кредитования можно отчасти связать с большей доступностью объектов недвижимости для населения ввиду стагнации цен на этом рынке, а также с реализацией государственной программы поддержки ипотечного кредитования. При этом рост объемов ипотечного кредитования сложно объяснить желанием банков разместить средства по относительно высокой ставке, принимая во внимание ее сокращение в будущем по мере дальнейшего снижения ключевой ставки Банком России. Если бы это объяснение было верным, то кредитование расширялось бы по всему спектру кредитов, но в действительности ничего подобного не наблюдается.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Политика высоких ставок, к которой регулятор перешел в 2014 г., оказала существенное воздействие на ряд отраслей, среди которых можно выделить отрасли, ориентированные на производство инвестиционных товаров, товаров длительного пользования (строительство, автопром, машиностроение, металлургия, производство железнодорожного подвижного состава). Жесткая политика ЦБ РФ, по-видимому, внесла дополнительный вклад в усугубление рецессии, но дать точную оценку этому вкладу трудно, поскольку были другие весьма значимые факторы спада экономической активности: ухудшение условий торговли и введение санкций. Есть признаки того, что дезинфляционная политика оказала сдерживающее воздействие на кредитование малых и средних предприятий. Сектор ипотечного кредитования, который должен был демонстрировать высокую чувствительность к монетарным условиям, отреагировал на дезинфляционную политику позитивно, что может объясняться проявлением долгосрочных позитивных эффектов от снижения инфляции. Также наблюдается постепенное снижение стоимости долгосрочных кредитов, что объясняется сокращением премии за ожидаемую инфляцию.

Библиография / References

1. Ascari G., Ropele T. Disinflation effects in a medium-scale New Keynesian model: money supply rule versus interest rate rule. *European Economic Review*. 2013, vol. 61, pp. 77–100. Available at: http://dx.doi.org/10.1016/j.euroecorev.2013.03.004.

2. Mishkin F. S. The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. *NBER Working paper*, 1996, WP5464.
3. Thorbecke W. Who Pays for Disinflation? Disinflationary Monetary Policy and the Distribution of Income. *Public Policy Brief*, 1997, no. 38.
4. Shiller R. J., McCulloch J. H. The term structure of interest rates. *Handbook of Monetary Economics*, 1990, no. 1, pp. 627–722.
5. Campbell J. Y., Shiller R. J. Yield spreads and interest rate movements: A bird's eye view. *Review of Economic Studies*, 1991, vol. 58, no. 3, pp. 495–514. Available at: http://dx.doi.org/10.2307/2298008/.
6. Fuhrer J. C. Monetary Policy Shifts and Long-Term Interest Rates. *The Quarterly Journal of Economics*, 1996, vol. 111, no. 4, pp. 1183–1209. Available at: http://dx.doi.org/10.2307/2946712.
7. Cox J. C., Ingersoll J. E., Ross S. A. A Theory of the Term Structure of Interest Rates. *Econometrica*, 1985, vol. 53 (2), pp. 385–408. Available at: http://dx.doi.org/10.2307/1911242.
8. Gertler M., Gilchrist S. Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, vol. 109, iss. 2, pp. 309–340. Available at: http://dx.doi.org/10.2307/2118465.
9. Fama E., French K. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Finance*, 1995, vol. 50, pp. 131–155. Available at: http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05169.x.
10. Mishkin F. What does the term structure tell us about future inflation? *Journal of Monetary Economics*, 1990, vol. 25, iss. 1, pp. 77–95. Available at: http://dx.doi.org/10.1016/0304-3932(90)90046-7/.
11. Buttiglione L., Del Giovane P., Tristani O. Monetary Policy Actions and the Term Structure of Interest Rates: A Cross-country Analysis. Banca d'Italia, 1997.
12. Крепцев Д., Поршаков А., Селезнев С., Синяков А. Равновесная процентная ставка: оценки для России / Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. 2016. № 13 [Kreptsev D., Porshakov A., Seleznev S., Sihyakov A. Equilibrium Interest Rate: Estimates for Russia. Bank of Russia. Series of economic research reports, 2016, no. 13 (In Russ.)].
13. Синельников-Мурылев С., Дробышевский С., Казакова М. Декомпозиция темпов роста ВВП России в 1999–2014 годах // Экономическая политика. 2014. № 5. С. 7–37 [Sinelnikov-Murylev S., Drobyshevsky S., Kazakova M. Decomposition of GDP Growth in Russia in 1999–2014. *Ekonomicheskaya politika — Economic policy*, 2014, no. 5, pp. 7–37 (In Russ.)].

E. L. Goryunov

Sectoral Effects of Bank of Russia Disinflation Policy

Author's affiliation:
Evgeny L. Goryunov *(e-mail: evgeni.goryunov@gmail.com), ORCID 0000-0003-2692-6023, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow 119571, Russian Federation*

Abstract
Usually disinflation policy leads to decline in economic activity in medium term. Later, inflation expectation decrease and money circulation normalization will lead to interest rate decline and widening of a planning. These effects, both positive and negative, affect various industries differently. In this paper the author aims to assess sectoral consequences of disinflation policy, which has been recently implemented by the Bank of Russia.Economic theory predicts the following. Firstly, tight monetary policy hits industries producing investment goods, since demand for that type of goods in sensitive to interest rates change. Secondly, procyclical industries suffer. Thirdly, interest rate hike constrains loans to small and medium enterprises more than to large ones. Furthermore, real exchange rate appreciates during disinflation policy and therefore worsen terms for exporters. All these effects, except real appreciation of ruble, are present in Russian economy. Along with that mortgage lending is widening and long-term interest rates are decreasing.

Keywords:
monetary policy, sectoral effects, transmission mechanisms, yield curve, mortgage lending, small and medium enterprises

JEL: *E21, E22, E23, E32, E43, E51, E52, E58, E65, L16*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-21-33

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6-34-46

Ю. М. Горлин, В. Ю. Ляшок

Льготы по НДФЛ в России и за рубежом: критический анализ

Юрий Михайлович Горлин *(e-mail: gorlinum@yandex.ru), к. э. н., зам. директора Института социального анализа и прогнозирования РАНХиГС (г. Москва)*

Виктор Юрьевич Ляшок *(e-mail: victorlyashok@gmail.com), к. э. н., старший научный сотрудник Института социального анализа и прогнозирования РАНХиГС; младший научный сотрудник НИУ ВШЭ (г. Москва)*

Аннотация

В настоящее время многие страны, включая Россию, широко используют налоговые льготы, в том числе при налогообложении физических лиц. Однако на практике этот инструмент налоговой политики имеет ряд недостатков. Во-первых, налоговые льготы снижают доходы бюджета, при этом их эффективность обычно не оценивается и представляется неочевидной. Во-вторых, многие из них можно заменить более удобными формами прямых расходов. В-третьих, льготы, как правило, приводят к снижению справедливости налогообложения, так как распространяются на более обеспеченные слои населения. Целью данной работы является рассмотрение основных теоретических аспектов налоговых преференций (с акцентом на налогообложение доходов физических лиц), исследование мировых практик в сфере налоговых вычетов, а также анализ системы налоговых вычетов в России. Результаты проведенного анализа позволят сформулировать практические рекомендации по совершенствованию налогообложения доходов физических лиц.

Ключевые слова:

налоговые льготы, налоговые преференции, налоговые вычеты, налоговые расходы, имущественный вычет, вычет на детей, налоговая система

JEL: *E62, H20, H24*

В настоящее время в России существует широкий ряд налоговых преференций, в том числе при налогообложении доходов физических лиц. В их число входят различные налоговые вычеты: стандартные (на детей, а также отдельным категориям граждан, например ветеранам войн), социальные (связанные с расходами на образование и здравоохранение, пенсионное страхование, благотворительность и др.), имущественные (прежде всего при приобретении или продаже недвижимости), инвестиционные, профессиональные.

Наиболее распространенными налоговыми преференциями во многих странах мира являются необлагаемый минимум для лиц с относительно невысокими доходами, налоговые вычеты при приобретении недвижимости, в том числе по ипотеке, налоговые льготы по расходам на пенсионное обеспечение, образование, здравоохранение и прочее. В работе проводится анализ основных особенностей налоговых льгот: их распространенность, различные формы, их положительные и отрицательные стороны. Отдельное внимание уделяется налоговым льготам в России.

Статья подготовлена при финансовой поддержке Российского фонда фундаментальных исследований (РФФИ), проект № 18-010-01124.

В первой части статьи представлены теоретические аспекты налоговых льгот (ключевые определения, различные подходы к классификации, цели установления). Вторая часть посвящена анализу мировой практики введения и администрирования налоговых льгот. В третьей части работы приводится описание российской практики в сфере налоговых преференций. Завершает работу часть, которая содержит основные выводы.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ НАЛОГОВЫХ ЛЬГОТ

Основные понятия

Под налоговыми льготами обычно понимают «положения налогового законодательства, регулирования или практики, которые дают возможность снизить выплаты относительно базовой структуры (англ. — *benchmark*) налога или отложить их для сравнительно ограниченной части налогоплательщиков» [1]. Предоставление налоговых льгот явным или неявным образом обосновывается целесообразностью стимулирования определенных видов деятельности или расходов, социальными факторами и др. При предоставлении налоговых преференций на первый взгляд никаких реальных расходов бюджеты не несут, однако с точки зрения экономической науки эти недополученные доходы являются бюджетными (налоговыми) расходами.

В научной литературе часто анализ налоговых преференций проводится в рамках концепции налоговых расходов. Впервые концепция налоговых расходов была предложена С. Сурреем [2], который указал, что государственные бюджеты не учитывают значительную часть своих расходов, так как они выражены в другой, скрытой форме. Вместе с тем налоговые льготы — это недополученные бюджетные доходы. Налоговые расходы возникают из-за законодательно установленных налоговых послаблений (снижение налоговой ставки относительно базовой ставки, введение необлагаемого минимума для отдельных категорий населения, налоговых вычетов и пр.). Более того, в условиях отсутствия контроля над ними может возникнуть тенденция к их количественному увеличению, ведь вводятся они постепенно, а группа лиц, имеющих налоговые льготы, постоянно расширяется.

В настоящее время концепция налоговых расходов широко распространена и активно обсуждается как за рубежом, так и в России. Многие развитые страны публикуют статистическую отчетность о размерах таких расходов. В рамках этой концепции важно корректно определить принцип классификации соответствующих норм налогового законодательства, дающих определенные преференции при уплате налогов: какие нормы являются налоговыми льготами, а какие относятся к базовой структуре налога. Что понимать под базовой структурой налога, является дискуссионным вопросом как среди экспертов, так и налоговых практиков.

Согласно [3] в базовую структуру налога входят «положения, “технически” формирующие структуру налога (например, вычеты материальных расходов при исчислении налога на прибыль предприятий и организаций), либо “качественно” формирующие структуру налога (например, меры, позволяющие избежать двойного налогообложения, или компенсационные выплаты, направленные на восстановление статуса налогоплательщика)».

В работе [4] базовая структура налога определяется как «набор структурных характеристик, лежащих в основе налоговой системы, до применения любых мер, предоставляющих преференции [отдельным] видам деятельности или группам налогоплательщиков». Стоит отметить, что в современной практике существуют смешанные налоговые преференции, которые находятся на грани между базовой структурой налога и налоговыми льготами.

Классификация налоговых льгот

Ряд законодательных норм, приводящих к формированию налоговых льгот, в различных странах мира довольно обширен и разнороден. Например, эксперты исследовательского

центра по налоговому администрированию в Великобритании выделяют следующие основные формы льгот, создающих налоговые расходы [5]:

1. Налоговое освобождение (*exemption*) — исключение из налоговой базы отдельных объектов налогообложения. Например, доходы от продажи жилого помещения после определенного периода владения не облагаются налогом на доходы.

2. Снижение налога (*deduction* или *allowance*) — сумма, на которую снижается налоговая база.

3. Кредит (*credit* или *offset*) — сумма, на которую снижается налоговое обязательство.

4. Пониженная ставка налога (*rate relif*) — например, в случае упрощенной системы налогообложения для отдельных категорий населения.

5. Необлагаемый минимум (*tax-free threshold*) — отдельная часть налоговой базы, с которой определенная группа населения (например, пожилые) налог не платит.

6. Отсрочка выплаты (*deferral*).

7. Административная концессия (*administrative concession*) — специальная договоренность, которая изменяет требования к оплате или условиям договора для определенной группы налогоплательщиков.

Отметим, что перевод различных терминов на русский язык носит довольно условный характер. К настоящему времени так и не сложилась устойчивая единая терминология в названиях налоговых льгот даже между теми странами, которые ежегодно публикуют соответствующую отчетность в данной сфере. В России соответствующие термины не являются полной аналогией таковых в других странах мира[1]. А термин «налоговые расходы» появляется в официальных государственных отчетах спорадически.

Но проблема в данном случае еще глубже, чем просто тот факт, что различные авторы трактуют одни и те же термины по-разному. Основная трудность заключается в том, что хотя многие развитые государства начали вводить в свою статистическую отчетность данные в части налоговых расходов, различия в методологии делают прямые сравнения между ними как минимум небесспорными, а то и вовсе ошибочными. К настоящему времени не сформировалось четкого определения, что можно включать в налоговые расходы, а что нет.

Следует также отметить, что согласно приведенным выше определениям всеобщий необлагаемый минимум не относится к налоговым льготам, а включается в базовую структуру налога. Такая позиция, которую разделяем и мы, основывается на концепции, что налогом должна облагаться только та часть дохода, которая превышает расходы, необходимые для его получения.

Цели и задачи налоговых льгот

Какие цели обычно ставят государственные органы, вводя или модернизируя налоговые льготы? Основная задача обычно видится в стимулировании населения и фирм к тем или иным действиям (благотворительности, инвестициям в человеческий капитал, жилье, научные исследования и др.), однако далеко не всегда указываются четкие целевые показатели, которых стремится достичь государство, вводя данные налоговые льготы. Еще одной целью при предоставлении преференций по налогу на доходы физических лиц в развитых странах является стимулирование занятости для населения с низким уровнем

---

[1] *В Налоговом кодексе Российской Федерации (п. 1 ст. 56 НК РФ) налоговыми льготами признаются «предоставляемые отдельным категориям налогоплательщиков и плательщиков сборов, предусмотренные законодательством о налогах и сборах, преимущества по сравнению с другими налогоплательщиками или плательщиками сборов, включая возможность не уплачивать налог или сбор либо уплачивать их в меньшем размере». Налоговые льготы включают освобождения от налогообложения, изъятия объектов налогообложения, вычеты налогооблагаемой базы, пониженные ставки для отдельных категорий плательщиков и определенных операций, отсрочки выплаты налогов, льготы по амортизации, налоговые кредиты и др.*

человеческого капитала, которое не может рассчитывать на высокий уровень оплаты труда. С одной стороны, такие люди не могут найти достойную работу, с другой — имеют возможность жить на достаточно высоких социальных пособиях. Для властей во многих развитых странах ясно, что необходимо уменьшить численность таких групп населения, однако понизить социальные пособия невозможно без повышения напряженности в обществе. Поэтому во многих государствах приняты различные налоговые преференции для работников с низким уровнем дохода. Концепция, стимулирующая население переходить из системы социальной помощи к работе посредством налоговых льгот получила в западной практике название «пусть платят на работе» (*make work pay*).

Подобная форма налоговых преференций имеет несколько особенностей. Во-первых, они позволяют снизить социальные расходы (пособия по безработице и субсидии для бедных слоев населения), при этом государству выгодно использовать данную форму, так как она приводит к росту занятости. Во-вторых, в отличие от других видов преференций эти направлены на стимулирование низко-, а не высокодоходных групп населения.

Существуют различные формы налоговых преференций для лиц с относительно низким уровнем доходов, подпадающих под концепцию «пусть платят на работе»: необлагаемый минимум, налоговый вычет или пониженная ставка налога (вплоть до нулевой), пока трудовой доход не достигнет определенного заданного уровня; им может предоставляться налоговый кредит, снижающий налоговые обязательства, и пр. Во многом такие налоговые расходы позволяют снизить расходы бюджетов на пособия по бедности или по безработице, таким образом, первые являются субститутом вторых. Но при этом налоговые вычеты стимулируют занятость в отличие от пособий, поэтому, по мнению многих исследователей [6; 7], являются в целом более эффективными.

НАЛОГОВЫЕ ЛЬГОТЫ В МИРЕ

Межстрановые сравнения

Многие страны публикуют статистику по налоговым расходам. Первыми отчеты по налоговым расходам начали публиковать Германия и США [4]. К настоящему времени большинство развитых и многие развивающиеся страны, например Чили, Индия и Китай, также формируют статистику в данной сфере. Такие отчеты обычно служат для оценки динамики налоговых расходов. Эти оценки уже сами по себе выступают неким ограничением для введения дополнительных налоговых льгот. С другой стороны, учет в бюджетном процессе налоговых расходов позволяет распространять на них ограничения, установленные в бюджете. Например, в США с начала 1990-х до 2002 г. действовало правило, ограничивающее бюджетные расходы, в число которых включались и налоговые расходы. Любые изменения в общих расходах, увеличивающие дефицит бюджета, обязаны были полностью покрываться за счет других мер бюджетной или налоговой политики [8]. Однако, как показывает обзор ОЭСР [8], в развитых странах, принявших на государственном уровне концепцию налоговых расходов, к 2010 г. не существовало правил, ограничивающих введение новых налоговых льгот.

Хотя возможности для сравнения различных форм налоговых льгот достаточно ограниченны, различные международные организации пытаются провести международные сравнения по налоговым расходам, обычно указывая на лишь частичную их сопоставимость между собой.

Налоговые расходы составляют значительную часть от налоговых доходов и в целом от ВВП (табл. 1 и рис. 2). Данные показывают, что в англосаксонских странах (США, Великобритания, Канада), а также в Южной Корее этот инструмент фискальной политики распространен гораздо шире, чем в странах континентальной Европы. При этом большая часть таких расходов неразрывно связана с социальной защитой — помощь неработающим бедным, преференции при формировании пенсионных сбережений, расходы,

направленные на стимулирование среди населения инвестиций в образование, здравоохранение и жилье. Однако следует отметить, что в США и Великобритании официальные расходы на социальную поддержку населения в среднем ниже, чем в сопоставимых им по уровню жизни развитых странах. Например, в США и Великобритании намного шире распространены негосударственные пенсионные программы, чем где-либо еще. В результате государства активно стремятся стимулировать население (в том числе и работодателей) инвестировать в собственные пенсионные счета. Таким образом, налоговые расходы в этих странах составляют значительную, но скрытую для неспециалистов часть расходов на систему социальной защиты населения.

Таблица 1

Международные сравнения налоговых расходов по налогам на доходы физических лиц и прибыль юридических лиц по целям или целевым группам, % ВВП

	Канада (2004)	Германия (2006)	Корея (2006)	Нидерланды (2006)	Испания (2008)	Великобритания (2006)	США (2008)
Общие налоговые преференции	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
Неработающие с низким уровнем дохода	0,02	0,00	0,03	0,00	0,04	0,09	0,11
Пенсии	1,68	0,00	0,02	0,06	0,17	2,32	1,02
Занятость	0,39	0,03	0,03	0,06	0,01	0,15	0,07
Образование	0,12	0,00	0,12	0,06	0,00	0,00	0,13
Здравоохранение	0,27	0,00	0,29	0,00	0,00	0,00	1,05
Жилье	0,20	0,18	0,05	0,05	0,41	1,20	1,05
Общие послабления для бизнеса	0,41	0,00	0,68	0,48	0,52	0,77	0,41
Исследования и разработки	0,24	0,00	0,15	0,07	0,03	0,04	0,09
Послабления для особых отраслей	0,05	0,01	0,18	0,18	0,04	0,11	0,23
Внутриправительственные отношения	1,55	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,63
Благотворительность	0,21	0,00	0,13	0,09	0,02	0,09	0,33
Прочее	0,02	0,00	0,02	0,01	0,17	0,12	0,09
Итого	5,16	0,26	1,75	1,06	1,41	4,90	5,21

Примечание: годы в скобках для каждой страны указывают на дату оценки.
Источник: [8].

Рисунок 1

Международные сравнения налоговых расходов по налогам на доходы физических лиц и прибыль юридических лиц по целям или целевым группам, % от указанных налоговых доходов

Примечание: годы для каждой страны указывают на дату оценки расходов.
Источник: [8].

Может сложиться впечатление, что большой объем налоговых расходов наблюдается в развитых странах, тогда как в менее экономически развитых странах такие расходы могут быть ниже. Однако инструмент налоговых льгот притягателен для правительств многих стран вне зависимости от их уровня развития. Скорее в менее экономически развитых странах реже публикуется статистика по налоговым расходам. Если государства выпускают такие отчеты, то оказывается, что объемы налоговых расходов в таких странах сопоставимы с развитыми. Например, в Бразилии объем налоговых расходов (в части расходов по НДФЛ) составлял 0,43 % ВВП, или 2,6 % общих доходов бюджета, в Чили — 2,3 и 13,76 % соответственно, в ЮАР — 3,4 и 12,5 % [9]. В Индии налоговые расходы по НДФЛ составили 34 % от доходов бюджета по НДФЛ.

Таким образом, в большинстве стран независимо от уровня развития в настоящее время присутствуют различные формы налоговых льгот. Наиболее широко они распространены в Канаде, Корее, Великобритании и США, где также отмечается и наибольшая доля данного инструмента фискальной политики в ВВП. При этом большая часть налоговых расходов, особенно в этих странах, неразрывно связана с социальной защитой — 56–79 % от всех расходов направляются на жилищные, пенсионные или другие подобные цели.

Критерии оценки налоговых льгот

Отметим, что в научной литературе по проблеме налоговых расходов в первую очередь рассматриваются вопросы, касающиеся налоговых льгот в целом, без разделения на отдельные их формы. В то же время анализу структуры налоговых льгот, выделению и сравнению отдельных их видов уделяется значительно меньше внимания. Работы по данной тематике в основном сосредоточены вокруг негативных эффектов налоговых льгот [см. напр. 8; 10]. Основная дискуссия среди исследователей развернулась относительно нескольких основных вопросов.

1. *Справедливость*. Большинство форм налоговых льгот предоставляется более доходным группам населения, таким образом ослабляя прогрессивную шкалу налогообложения. В табл. 2 представлены различные формы налоговых льгот (по налогу на доходы физических лиц) и указано, какую долю от доходов после налогообложения они составляют для разных доходных групп населения в США. Для нижнего квинтиля они составляют в целом 6,5 %, тогда как среди верхнего — 11,4 %, а среди 1 % наиболее богатых граждан — 13,5 %[2]. При этом только одна форма налоговых льгот — возмещаемые кредиты — направлена на малообеспеченных граждан, тогда как все остальные формы распространены среди средних и верхних доходных групп. Особенно выделяются пониженные ставки по процентным доходам, или дивидендам, которые позволяют значительно снизить налоги для наиболее обеспеченных граждан, чьим основным источником дохода является рента. К тому же эта часть населения более активно инвестирует деньги в ипотеку и в негосударственные пенсионные фонды, а по этим операциям также предоставляются различные налоговые льготы.

Основной вопрос здесь — насколько высокодоходным группам населения действительно нужны дополнительные стимулы для различных видов деятельности. Расходы на такие услуги, как образование и особенно здравоохранение, являются низкоэластичными, и поэтому стимулирующий эффект от налоговых льгот может оказаться близок к нулю. При этом бюджеты теряют соответствующие доходы, которые могли бы быть использованы с большей эффективностью.

---

[2] *Отметим, что подобная ситуация сложилась и в России. Почти все налоговые льготы для населения направлены на высокодоходные группы: имущественные, профессиональные, инвестиционные и социальные налоговые вычеты. В меньшей степени это применимо к стандартным налоговым вычетам, в первую очередь вычетам за детей. С другой стороны, в России плоская шкала НДФЛ, тогда как в США — прогрессивная.*

Таблица 2

Налоговые расходы в процентах от доходов физических лиц после налогообложения по отдельным квинтилям в США

	Нижний (наим. доходы)	Средний	Верхний (наиб. доходы)	Верхний 1 %	Всего
Налоговые исключения (*exclusions*)	0,5	3,8	4,7	2,9	4,2
Налоговый вычет (*above-line deduction*)	0	0,1	0,1	0,1	0,1
Проценты, дивиденды (*capital gains, dividends*)	0	0	2,1	5,9	1,3
Выделенные вычеты (*itemized deductions*)	0	0,4	2,9	3,2	2
Невозмещаемые кредиты (*nonrefundable credits*)	0,1	0,3	0,1	0	0,1
Возмещаемые кредиты (*refundable credits*)	5,5	2,2	0,3	0	1,1
Всего	6,5	6,8	11,4	13,5	9,6

Источник: [10].

Таким образом, налоговые льготы направлены на стимулирование к принятию тех или иных экономических решений преимущественно более доходных групп населения. Это ведет к снижению степени налоговой прогрессии. Исключение составляют меры, объединенные под концепцией «пусть платят на работе», направленные на менее обеспеченные слои населения, большая часть которых, как отмечалось выше, с нашей точки зрения не являются налоговыми льготами.

2. *Экономическая эффективность*. Налоговые льготы можно считать эффективными, если чистый эффект для бюджета и общества в случае введения такой льготы оказывается положительным. В таком случае доходы будут превышать издержки, которые несут бюджет и общество. При этом анализ эффективности не должен ограничиваться одной исследуемой областью. Налоговые льготы могут оказывать эффекты на другие области, поэтому общие доходы и издержки для общества в таком случае окажутся заниженными (например, вычеты на детей способны влиять на поведение домохозяйств не только при принятии решения о рождении детей, но и в других сферах). К тому же при расчетах эффективности необходимо учитывать дополнительные административные расходы, которые несут налоговые органы, а также денежные и временные издержки самих индивидов при оформлении прав на получение налоговых льгот. В результате возможности оценить эффективность налоговых расходов ограниченны, и на практике оценка бюджетной и тем более общественной эффективности предоставляемых льгот (как априорная, так и апостериорная) проводится крайне редко [8]. Как правило, государственные органы, вводя налоговые льготы, не контролируют их эффективность. Это сложно и с точки зрения методологических и практических проблем оценки доходов и издержек, указанных выше, и с административной точки зрения — функционалы по налоговому администрированию и социальной защите разделены между собой.

Исследования, посвященные анализу бюджетной, социальной и экономической эффективности налоговых льгот, указывают на низкий уровень эффективности. Так, в исследовании Д. Чуа указывается, что введение инвестиционного налогового кредита в Канаде (*Cape Breton Investment Tax Credit*) принесло 75 центов инвестиций за каждый упущенный доллар, и, как отмечают эксперты, субсидирование занятости в регионе помогло бы увеличить занятость в большей мере, чем введенные налоговые льготы [11]. Низкую результативность показали эффекты от применения налоговых кредитов при расходах на благотворительность во Франции [12]. Таким образом, основная проблема заключается в том, что мы не знаем, являются налоговые расходы эффективными или нет. В этой ситуации многие эксперты советуют избегать таких расходов, эффективность которых невозможно оценить и контролировать.

3. *Усложнение налоговой системы*. Создание дополнительных преференций, льгот и подобных исключений из общих налоговых правил приводит к тому, что рядовому налогоплательщику становится трудно разобраться в налоговой системе, а налоговое администрирование становится более дорогим и трудозатратным. К тому же усложнение системы может создать дополнительные возможности для злоупотреблений. Многочисленные исследования экономистов показывают, что излишняя сложность налоговой системы приводит к тому, что население не способно разобраться в ней и начинает вести себя экономически неэффективно [13].

В работе Т. Малининой отмечается, что налоговые льготы ведут к отступлению «от соблюдения основных качественных характеристик налоговой системы (нейтральности, справедливости, эффективности, которая включает также простоту администрирования и исполнения законодательства)» [4]. Таким образом, многие зарубежные и российские исследователи рассматривают налоговые расходы скорее с негативной точки зрения. Основной посыл в большей части литературы, посвященной данной тематике, заключается в минимизации налоговых льгот.

Эксперты Всемирного банка предложили несколько вариантов политики, позволяющей снизить размеры налоговых расходов и сделать их более эффективными [14].

1. Государство должно периодически проводить «инвентаризацию» налоговых расходов, оценивая их количество, статус, ожидаемые и действительные эффекты, прошлые и будущие фискальные издержки.

2. Ежегодные бюджеты и другие основные документы по фискальной политике должны включать разделы о налоговых расходах, их размерах и оценках социоэкономических эффектов в контексте общего анализа государственной фискальной политики.

3. Перед принятием новых налоговых расходов правительство должно четко специфицировать их цели, определить, как данные цели соотносятся с общей стратегией, оценить дополнительные инструменты для достижения целей и сформировать новые налоговые расходы таким образом, чтобы минимизировать возможные негативные эффекты.

4. Новые налоговые расходы должны быть приняты на основе ежегодного бюджетного процесса, ожидаемые издержки необходимо сравнить с возможными издержками при других программах, оказывающих тот же эффект.

Как указывает Т. Малинина, новые налоговые расходы следует вводить, только если выполняется четыре условия: во-первых, если они направлены на решение актуальных задач, во-вторых, в минимальной степени искажают поведение индивидов на рынке, в-третьих, не усложняют администрирование и исполнение законодательства, в-четвертых, оцениваются как более эффективные по сравнению с прямыми бюджетными расходами [4].

ЛЬГОТЫ ПО НДФЛ И НАЛОГОВЫЕ РАСХОДЫ В РОССИИ

В России проблема применения и критериев эффективности налоговых льгот изучается как научным сообществом, так и федеральными, региональными и местными органами власти. Различные методики оценки эффективности налоговых льгот действуют практически в каждом регионе страны [15]. Однако, как указывают авторы исследования, «фактически применяются методики оценки потерь бюджета от предоставления налоговых льгот, а не оценки эффективности действия налоговых льгот» [15, с. 7].

На федеральном уровне Министерство финансов России в 2015 г., разрабатывая «Основные направления налоговой политики Российской Федерации на 2016 год и плановый период 2017 и 2018 годов», ввело понятие налоговых расходов, а также попыталось определить их размеры. Согласно определению, предложенному в документе, «налоговыми расходами признаются выпадающие доходы бюджетов бюджетной системы Российской Федерации, обусловленные применением налоговых льгот и иных инструментов

(преференций), установленных законодательством Российской Федерации о налогах и сборах»[3]. Согласно расчетам Министерства финансов налоговые расходы составляли в 2011–2013 гг. 2,7–2,9 % ВВП, или 1,5–1,8 трлн руб. В список налоговых расходов включались льготы по налогам на прибыль, НДС, на добычу полезных ископаемых, на имущество физических лиц, по транспортному и земельному налогам.

Более подробный анализ налоговых расходов появился в 2017 г.[4] Было дано (со ссылкой на определение МВФ) несколько другое определение налоговых расходов, также включающее неналоговые расходы расширенной бюджетной системы: «...налоговые и неналоговые расходы — это льготы или освобождения относительно «базовой» структуры налогов, которые ведут к снижению величины собираемых государством доходов, и, поскольку цели государственной политики могли бы быть достигнуты альтернативным способом через предоставление субсидий или осуществление иных прямых расходов, льготы рассматриваются как эквивалент бюджетных расходов»[5]. Было введено понятие «базовой структуры налогов».

В указанном документе совместно с налоговыми расходами стали рассчитываться неналоговые расходы, в первую очередь порождаемые льготами по страховым взносам в государственные внебюджетные фонды, а также по экспортным пошлинам на продукцию нефтегазового сектора. По новым расчетам в 2014–2016 гг. общий объем расходов даже несколько снизился относительно прошлых оценок и составил 2,6–2,8 % ВВП, или 2,2 трлн руб. Согласно оценкам Министерства финансов РФ к 2020 г. сумма налоговых и неналоговых расходов увеличится до 2,9 трлн руб. Основной целью, которая декларировалась Минфином России при подготовке данного материала, было «повышение прозрачности бюджетной и налоговой политики», что позволило бы повысить эффективность налоговой политики через улучшение основных параметров системы — нейтральности, справедливости и эффективности[6].

К сожалению, новый перечень налоговых и неналоговых расходов остается неполным — налоговые вычеты и прочие льготы по налогу на доходы физических лиц включены в него не были. Таким образом, указанная выше оценка налоговых расходов является заниженной. Учет налоговых вычетов по НДФЛ (за исключением инвестиционных вычетов) добавляет к сумме налоговых расходов еще около 544 млрд руб. (по данным ФНС за 2016 г.).

Таблица 3

Налоговые вычеты по НДФЛ в 2016 году

Налоговые вычеты	Количество физических лиц, получивших доходы, млн чел.	Сумма вычетов по физическим лицам, получившим доходы, млрд руб.	Вычет на одно физическое лицо, руб.
Стандартные	16,7	366,9	21 959
вычет отдельным категориям налогоплательщиков (радиация, Герои СССР, инвалиды и т. д.)	0,6	7,5	12 472
вычет налогоплательщикам, имеющим детей	16,1	359,4	22 314

[3] *Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2016 год и на плановый период 2017 и 2018 годов / Министерство финансов Российской Федерации URL: https://www.minfin.ru/ru/perfomance/budget/policy/.*

[4] *Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2018 год и на плановый период 2019 и 2020 годов / Министерство финансов Российской Федерации. URL: https://www.minfin.ru/ru/document/?id_4=119695.*

[5] *Руководство по обеспечению прозрачности в бюджетно-налоговой сфере / МВФ, 2001 (в редакции 2007 г.).*

[6] *Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2018 год и на плановый период 2019 и 2020 годов.*

Налоговые вычеты	Количество физических лиц, получивших доходы, млн чел.	Сумма вычетов по физическим лицам, получившим доходы, млрд руб.	Вычет на одно физическое лицо, руб.
Социальные	1,9	86,2	45 184
расходы на благотворительность	0,0	2,1	298 664
расходы на обучение	0,8	30,3	39 010
расходы на лечение и медикаменты	0,9	48,5	52 888
расходы на негосударственное пенсионное обеспечение, добровольное пенсионное страхование, добровольное страхование жизни, дополнительные взносы на накопительную пенсию	0,2	5,3	25 541
Инвестиционные	1,4	4657,5	3 240 598
Имущественные, в т. ч.:	4,5	2206,8	491 136
вычет при продаже имущества	1,2	1060,4	864 328
вычет при приобретении имущества	3,3	1146,4	350 967
Профессиональные	0,1	1523,7	16 189 834

Источник: Формы 5-НДФЛ и 1-ДДК за 2016 г.

Часть налоговых вычетов стоит рассматривать как социальные расходы бюджета: сюда включаются стандартные и большая часть социальных вычетов. По сути, они эквивалентны государственным субсидиям для семей с детьми или для тех, кто осуществляет расходы на лечение, образование, пенсионное обеспечение. Это приводит в том числе к излишнему усложнению системы социальной защиты, создающему дополнительные издержки и для государства, и для бенефициаров.

Например, в области стимулирования рождаемости в России одновременно существуют различные региональные и федеральные пособия, материнский капитал, а также налоговый вычет. Все это приводит к излишним расходам на администрирование и информирование населения. Возникает вопрос о целесообразности одновременного использования указанных инструментов.

В России, в отличие от большинства других стран, ставка налога на доходы физических лиц плоская, в результате чего налоговые вычеты по НДФЛ (за исключением вычетов на детей) ведут к регрессивности налогообложения для более обеспеченных слоев населения. Таким образом, в России снижается эффективность выполнения одной из основных функций налоговой системы — распределительной. Поэтому использование различных форм налоговых расходов в части НДФЛ в России представляется менее целесообразным, чем в странах с прогрессивной ставкой налогообложения. Особенно это относится к инвестиционным вычетам (в первую очередь индивидуальным инвестиционным счетам и доходам от реализации ценных бумаг) и имущественным вычетам (прежде всего при покупке недвижимости), получателями которых являются преимущественно высокодоходные группы населения. Бюджетная и общественная эффективность этих вычетов не очевидна. Также в исследовании И. Соколова и Т. Малининой указывается, что имущественные и инвестиционные льготы в России являются неэффективными, так как имеют излишне высокие административные издержки, а конкретно для имущественного вычета при приобретении жилья существует менее затратная альтернатива в виде бюджетных субсидий [16].

Дискуссионным вопросом являются и льготы по страховым взносам на обязательное пенсионное страхование (ОПС). В докладе Минфина России указывается, что пониженные тарифы страховых взносов на ОПС, применяемые в настоящее время в отношении всех страхователей (22 % с суммы, не превышающей установленную предельную величину

заработной платы, 10 % — с суммы, превышающей эту величину, вместо законодательно установленного тарифа 26 % с суммы, не превышающей предельную величину заработной платы) являются базовой структурой, то есть не могут рассматриваться как льгота и, соответственно, как неналоговые расходы. Это обосновывается тем, что «данное положение законодательства не создает преимуществ отдельным экономическим агентам»[7]. В строку неналоговых расходов по страховым взносам эксперты включили пониженные тарифы для организаций, применяющих УСН или работающих в сфере ИТ, и прочих льготных категорий.

Представляется, что такая позиция не верна, что проистекает из неявного отождествления налоговых платежей и страховых взносов, в то время как природа и назначение этих видов обязательных платежей существенно различаются. Страховые взносы на ОПС в отличие от налогов носят возмездный характер и предназначены для финансирования расходов по конкретным, численно определяемым обязательствам.

В рамках страховой пенсионной системы тариф страховых взносов должен быть установлен на таком уровне, чтобы обеспечивать достаточный размер поступлений для финансирования выплат страховых пенсий (без учета законодательно установленных льгот в отношении отдельных категорий пенсионеров и страхователей). При таком тарифе пенсионная система сбалансированна и бездефицитна, при условии что за счет трансфертов федерального бюджета финансируются законодательно установленные льготы отдельным категориям пенсионеров (досрочные пенсии, нестраховые периоды, валоризация, повышенные размеры фиксированной выплаты северянам, 80-летним и др.).

Страховые взносы являются частью стоимости трудовых ресурсов. Соответственно, если работодатели в текущих условиях платят страховые взносы на ОПС по тарифу, меньшему, чем 26 %, то они недоплачивают часть объективно обусловленной стоимости трудовых ресурсов, и возникает необходимость компенсации выпадающих доходов за счет соответствующего трансферта.

Таким образом, применение в текущих условиях ставок страховых взносов на ОПС в размере менее 26 % должно рассматриваться именно как льгота бизнесу по страховым взносам, несмотря на то что эта льгота предоставляется в отношении всех страхователей, а не избирательно, как это предусмотрено для льгот по налогам. Эта льгота бизнесу финансируется за счет общих налоговых доходов путем предоставления трансферта из федерального бюджета. В законодательстве (по состоянию на 2016 г.) предусмотрен соответствующий целевой трансферт на компенсацию пониженных страховых взносов в сумме 392 млрд руб. (0,5 % ВВП)[8].

С точки зрения системы ОПС и бюджета ПФР это неналоговый расход. Но, с другой стороны, наличие в федеральном бюджете соответствующего целевого трансферта определяет уже прямые расходы федерального бюджета. Поэтому, если учитывать эту льготу в качестве неналоговых расходов консолидированного бюджета, то это будет вести к двойному учету расходов. Таким образом, данная льгота по страховым взносам есть, а неналоговых расходов нет. Аналогичная ситуация и с льготами по страховым взносам в отношении отдельных отраслей и видов деятельности (УСН, ИТ и др.).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В большинстве стран налоговое законодательство устанавливает налоговые преференции. Предоставление налоговых льгот может осуществляться как с целью стимулирования

---

[7] *Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2018 год и на плановый период 2019 и 2020 годов.*

[8] *Федеральный закон № 288-ФЗ от 16 октября 2017 г. «Об исполнении бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации за 2016 год» / Сайт Пенсионного фонда РФ. URL: http://www.pfrf.ru.*

некоторых видов деятельности, так и с целью поддержки низкооплачиваемых слоев населения. Массовое введение таких льгот приводит к тому, что государственные бюджеты начинают недополучать довольно значительную часть доходов. При этом далеко не всегда государство проводит систематический учет и контроль над уже предоставляемыми льготами, еще реже устанавливает правила, регулирующие введение новых.

Представляется, что льготы зачастую являются слабым элементом налоговой политики. Во-первых, их эффективность как инструмента стимулирования населения и фирм обычно не контролируется и во многих случаях представляется довольно сомнительной. При этом большая часть льгот по НДФЛ в значимой степени не является стимулом к соответствующим общественно полезным расходам.

Во-вторых, многие налоговые льготы можно заменить соответствующими прямыми субсидиями. Зачастую в рамках государственной политики эти формы существуют одновременно. Например, в настоящее время в России для стимулирования рождаемости и снижения уровня бедности молодых родителей действуют одновременно налоговые льготы и пособия по рождению ребенка.

В-третьих, налоговые льготы не отвечают основополагающему принципу налогообложения — справедливости. Большая часть форм налоговых преференций распространяется на обеспеченные слои общества. В случаях прогрессивной шкалы налогообложения в стране это снижает степень прогрессии. В случае плоской шкалы, как у НДФЛ в России, это приводит к фактической регрессивности шкалы. При этом в российской системе налогообложения доходов физических лиц отсутствует применяемый практически во всех странах необлагаемый минимум, что еще больше снижает справедливость налогообложения. Введение такого инструмента налоговой политики прежде всего в отношении низкодоходных групп налогоплательщиков представляется одним из актуальных направлений совершенствования российской налоговой системы, тем более в условиях задачи по двукратному сокращению уровня бедности к 2024 году.

Библиография / References

1. Anderson B. Tax Expenditures in OECD Countries. Asian Senior Budget Officials Meeting, 2008, 22 p.
2. Surrey S. Pathways to Tax Reform: The Concept of Tax Expenditures. Harvard University Press, 1973.
3. Малинина Т. Учет налоговых расходов. Предложения по интеграции потерь бюджетной системы от налоговых льгот и освобождений в бюджетную статистику. [Malinina T. Accounting for Tax Expenses. Recommendations on the Integration of Losses of the Budget System from Tax Deductions and Exemptions to Budget Statistics. (In Russ.). Available at: https://iep.ru/files/persona/malinina/malinina-bea-17.11.04.pps].
4. Малинина Т. Оценка налоговых льгот и освобождений: зарубежный опыт и российская практика. М.: Ин-т Гайдара, 2010. 212 с. [Malinina T. Evaluation of Tax Incentives and Tax Exemptions: International Experience and Russian Practice. Moscow: Gaidar Institute Publ., 2010, 212 p. (In Russ.)].
5. Hashimzade N., Heady C., Myles G. et al. The Definition, Measurement, and Evaluation of Tax Expenditures and Tax Reliefs. National Audit Office, 2014.
6. Bargain O., Caliendo M., Haan P. et al. “Making work pay” in a rationed labor market. *Journal of Population Economics*, 2010, vol. 23, no. 1, pp. 323–351.
7. Bennett F., Millar J. Making work pay? *Benefits*, 2005, vol. 13, no. 1, pp. 28–34.
8. Tax Expenditures in OECD Countries. OECD Publishing, 2010. Available at: http://dx.doi.org/10.1787/9789264076907-en.
9. Burton M., Stewart M. Promoting Budget Transparency Through Tax Expenditure Management: A Report on Country Experience for Civil Society Advocates. Melbourne Law School, Legal Studies Research Paper No. 544, 2011.
10. Burman L., Geissler C., Toder E. How Big Are Total Individual Income Tax Expenditures, and Who Benefits from Them? *American Economic Review*. 2008, vol. 98, no. 2.
11. Chua D. Tax Incentives. Tax Policy Handbook. International Monetary Fund, 1995.
12. Fack G., Landais C. Are Tax Incentives for Charitable Giving Efficient? Evidence from France. *American Economic Journal: Economic Policy*, 2010, vol. 2, no. 2, pp. 117–141.
13. Feldman N. E., Katuščák P., Kawano L. Taxpayer Confusion: Evidence from the Child Tax Credit. *American Economic Review*, 2016, vol. 106, no. 3. pp. 807–835.

14. Brixi H., Swift Z. Tax Expenditures-shedding Light on Government Spending Through the Tax System. World Bank, 2004.
15. Оценка эффективности налоговых льгот: моногр. / Под науч. ред. Л. И. Гончаренко, М. Р. Пинской. М.: Русайнс, 2017. 170 с. [Assessment of the Effectiveness of Tax Incentives. Eds. by L. I. Goncharenko, M. R. Pinskaya. Moscow: Rusains Publ., 2017. 170 p. (In Russ.)].
16. Соколов И., Малинина Т. Налоговые льготы: как измерить их эффективность? // Экономическое развитие России. 2017. Т. 24. № 10. С. 53–59. [Sokolov I., Malinina T. Tax Incentives: How to Measure the Effectiveness of Tax Incentives. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii — Russian Economic Developments*. 2017, vol. 24, no. 10, pp. 53–59 (In Russ.)].

Y. M. Gorlin, V. Y. Lyashok

Tax Incentives in Russia and Other Countries: Critical Analysis

Authors' affiliation:
Yury M. Gorlin *(e-mail: gorlinum@yandex.ru), Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow 119571, Russian Federation*
Victor Y. Lyashok *(e-mail: victorlyashok@gmail.com), ORCID 0000-0002-5591-5406, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow 119571, Russian Federation; National Research University Higher School of Economics (NRU HSE), Moscow 101000, Russian Federation*

Abstract
Nowadays tax incentives are widely used in many countries including Russia. Nevertheless, this tax instrument has a number of significant disadvantages. Firstly, they decrease budget revenues, and at the same time the efficiency of tax incentives usually is not estimated and seems to be not positive. Secondly, a lot of tax incentives can be replaced by more comfortable types of direct expenditures. Finally, as a rule, from an equity standpoint tax exemption is not a good, as recipients of tax exemption are usually wealthy people. This paper discusses main theoretical aspects of tax incentives (with focus on personal income taxation), provides a review of the world taxation practices and analyzes the tax exemptions in Russia. The results of analyses allow to outline the recommendations intended to improve the personal income taxation.

Keywords:
tax allowance, tax credit, tax rate relief, tax-free threshold, tax credit on earned income, child tax credit, tax system.

JEL: *E62, H20, H24*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-34-46

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6-47-58

А. Б. Берберов, Н. С. Милоголов

Оценка масштабов проблемы размывания налоговой базы в России

Азамат Бурханович Берберов *(e-mail: berberov@iep.ru), научный сотрудник Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (г. Москва)*
Николай Сергеевич Милоголов *(e-mail: nmilogolov@nifi.ru), к. э. н., старший научный сотрудник Центра налоговой политики Научно-исследовательского финансового института; и. о. зав. лабораторией исследований налоговой политики РАНХиГС (г. Москва)*

Аннотация
Данная статья посвящена оценке масштаба размывания налоговой базы в России. Для достижения указанной цели авторами используется индикаторная методология оценки размывания налоговой базы, описанная в Отчете по Действию 11 Плана BEPS (Base Erosion and Profit Shifting). Расчеты основаны на данных ЦБ РФ, международных организаций и микроэкономических данных СПАРК. Результаты исследования показывают, что проблема размывания налоговой базы является существенной для Российской Федерации и требует адекватного ответа со стороны компетентных органов, в т. ч. путем имплементации в национальное законодательство рекомендаций ОЭСР в рамках Плана BEPS.

Ключевые слова:
размывание налоговой базы, транснациональные компании, План BEPS, прямые иностранные инвестиции, эффективная налоговая ставка, долговая нагрузка, ОЭСР

JEL: *H72, H76, H79*

Оценка неблагоприятных налоговых и экономических последствий размывания и переноса прибыли (*Base Erosion and Profit Shifting* — BEPS) являлась предметом исследования проекта BEPS ОЭСР/G20 с начала его реализации. Несмотря на то что отдельные факты и ранее свидетельствовали о том, что при структурировании своей экономической деятельности некоторые транснациональные компании (далее — ТНК) используют несоответствия и пробелы в существующих налоговых правилах с целью размывания налогооблагаемой прибыли, более ранние отчеты ОЭСР (2013) признали тот факт, что подсчет уровня негативного воздействия эффекта размывания базы на уровень государственных доходов остается неопределенным [1].

Проведенные ОЭСР исследования в рамках рассматриваемого вопроса, выводы по которым включены в финальный Отчет ОЭСР по Действию 11 «Измерение и мониторинг BEPS» (2015), свидетельствуют, что негативные эффекты от BEPS являются все же значительными. Так, согласно результатам анализа ОЭСР, глобальные недополученные потери от корпоративного налога на прибыль (*corporate income tax*, CIT) оцениваются в пределах от $100 млрд до $240 млрд ежегодно (4–10 % от налоговых доходов стран по корпоративному налогу на прибыль) [1]. Учитывая факт большой зависимости развивающихся стран от доходов по налогу на прибыль, воздействие BEPS на уровень государственных доходов таких государств является более значимым, чем в случае развитых юрисдикций.

В дополнение к существенным потерям в налоговых поступлениях размывание базы может приводить и к другим неблагоприятным последствиям. Среди основных таких последствий Отчет ОЭСР выделяет «искривление игрового поля» (искажение условий конкуренции) в пользу транснациональных компаний, использующих агрессивные налоговые схемы в целях снижения совокупных налоговых обязательств, усиление смещения в сторону предоставления необоснованных экономическими мотивами корпоративных заемных средств и прямых иностранных инвестиций (ПИИ), а также сокращение в финансировании государственных расходов [1].

МЕТОДИЧЕСКИЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ BEPS

Отчет ОЭСР по Действию 11 Плана BEPS предусматривает возможность применения шести основных индикаторов, группируемых в пять категорий, при оценке масштабов размывания базы. Отдельно отмечается, что разработанные индикаторы являются скорее иллюстративными, а не окончательными в силу возможных ограничений в существующих и доступных данных (табл. 1).

Таблица 1

Индикаторы размывания базы

Категория	Индикатор размывания базы
Расхождение между финансовой и реальной экономической деятельностью	Концентрация высокого уровня ПИИ по отношению к валовому внутреннему продукту
Различие в нормах прибыли	Высокая рентабельность дочерних компаний крупнейших ТНК с низкой налоговой нагрузкой
	Высокая рентабельность дочерних компаний крупнейших ТНК в низконалоговых юрисдикциях
Расхождение в эффективных налоговых ставках между дочерними компаниями ТНК с «нетранснациональными компаниями» с близкими характеристиками	Эффективные налоговые ставки дочерних компаний ТНК по отношению к «нетранснациональным компаниям» с близкими характеристиками
Перенос прибыли с использованием нематериальных активов	Концентрация высокого уровня поступлений роялти по сравнению с затратами на НИОКР
Перенос прибыли с помощью процентных платежей	Процентные расходы по отношению к прибыли дочерних компаний ТНК в странах с налоговой ставкой выше среднего

Источник: составлено авторами на основании Отчета ОЭСР по Действию 11.

Следует отметить, что попытки подсчета уровня размывания базы в России согласно методологии, изложенной в Действии 11 Плана BEPS, предпринимались и ранее, хотя и в ограниченном объеме в силу недостаточности релевантной информации [2]. К основным отличиям текущего исследования от предыдущих можно отнести следующие:

1) предпринимается попытка оценки уровня размывания базы согласно Индикатору 4, который предусматривает сравнительный анализ эффективных налоговых ставок для дочерних компаний транснациональных корпораций и российских компаний в сопоставимых условиях;

2) предпринимается попытка оценки уровня размывания базы согласно Индикатору 6, который предусматривает оценку процентных расходов по отношению к прибыли дочерних компаний ТНК;

3) для некоторых других индикаторов (в частности, Индикатора 1) обновлены данные.

Индикатор 1 — концентрация высокого уровня ПИИ по отношению к ВВП.

Данный макроэкономический показатель представляет собой определение соотношения объема прямых иностранных инвестиций к уровню ВВП конкретного государства (который, в свою очередь, является индикатором реальной экономической активности). При оценке масштабов размывания базы в России на основе Индикатора 1 нами

применяется следующая адаптированная методология, соответствующая Действию 11 Плана BEPS.

1. На основании данных ЦБ РФ[1] проводится страновой анализ накопленных входящих и исходящих российских ПИИ с целью определения роли юрисдикций с высоким уровнем накопленных ПИИ к ВВП (>200 %) в структурировании российских экспортных-импортных ПИИ.

2. Определение юрисдикций с высоким уровнем значения ПИИ к ВВП основывается на данных UNCTAD (показатель *FDI stock as a percentage of gross domestic product*) [3].

Полученные результаты в первой части исследования указывают на то, что на долю первых 30 стран из более 140 юрисдикций приходится более 95 % объема накопленных как входящих, так и исходящих российских ПИИ (табл. 2).

Таблица 2

Анализ накопленных входящих-исходящих российских ПИИ (первые 30 стран) к совокупному объему таких ПИИ, млрд долл.

Дата	Накопленные входящие ПИИ		Накопленные исходящие ПИИ	
	ПИИ (первые 30 стран)	ПИИ (всего)	ПИИ (первые 30 стран)	ПИИ (всего)
На 01.01.2015	363,750	371,491	387,702	411,270
На 01.01.2016	340,963	347,960	347,036	367,593
На 01.01.2017	465,258	477,670	398,511	418,034
На 01.01.2018	522,030	535,200	452,653	470,882

Источник: составлено авторами на основании данных ЦБ РФ.

Анализ российской структуры накопленных входящих и исходящих прямых иностранных инвестиций указывает на то, что в первые 30 стран входят восемь юрисдикций, чьи показатели отношения накопленных ПИИ к ВВП превышают 200 % по данным UNCTAD.

Таблица 3

Отношение накопленных входящих-исходящих ПИИ к ВВП в некоторых странах, %

Юрисдикция	Отношение накопленных входящих ПИИ к ВВП			Отношение накопленных исходящих ПИИ к ВВП		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Кипр	1028,3	1010,4	1149,1	1018,9	992,7	1100,5
Люксембург	372,1	350,9	296,8	351,9	381,1	402,4
Ирландия	313,4	287,1	299,2	320,9	286,8	305,7
Багамы	216,7	220,5	225	45,5	49,1	49,2
Бермудские о-ва	-	-	-	-	-	-
Британские Виргинские о-ва	-	-	-	-	-	-
Сингапур	367,1	378,2	440,3	239,8	250,8	288,3
Гонконг	514,4	507,1	592,5	495	482,3	543

Источник: составлено авторами на основании данных UNCTAD.

Роль указанных государств в структуре российских накопленных входящих и исходящих ПИИ является существенной — в представленной ниже таблице отражены абсолютные значения данных показателей (в млн долл. США) для юрисдикций с отношением ПИИ к ВВП большим, чем 200 % (табл. 4).

[1] *Прямые инвестиции / ЦБ РФ. URL: http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs.*

Таблица 4

Абсолютные значения накопленных входящих-исходящих ПИИ (с участием рисковых юрисдикций), млрд долл.

Дата	Накопленные входящие ПИИ		Накопленные исходящие ПИИ	
	ПИИ (юрисдикции >200 %)	ПИИ (всего)	ПИИ (юрисдикции >200 %)	ПИИ (всего)
На 01.01.2015	234,253	371,491	196,925	411,270
На 01.01.2016	222,096	347,690	174,426	367,593
На 01.01.2017	307,767	477,670	219,922	418,034
На 01.01.2018	349,933	535,200	266,080	470,882

Источник: составлено авторами на основании данных ЦБ РФ и UNCTAD.

Результаты анализа в относительном выражении указывают на то, что на долю юрисдикций с высоким уровнем ПИИ к ВВП приходится от 63,06 до 65,38 % накопленных входящих российских ПИИ. Значение аналогичного показателя для накопленных исходящих российских ПИИ является немного меньшим, однако также значимым, варьируя в пределах от 47,88 до 56,51 % в зависимости от календарного года.

Индикаторы 2 и 3 — Оценка рентабельности дочерних компаний крупнейших ТНК с низкой налоговой нагрузкой и рентабельности дочерних компаний крупнейших ТНК в низконалоговых юрисдикциях.

В силу отсутствия доступа к подробным финансовым данным и содержанию налоговых деклараций российских ТНК оценить масштаб проблемы BEPS согласно Индикаторам 2, 3 Действия 11 BEPS для России не удалось.

Для предотвращения подобных ситуаций в будущем требуется тесное сотрудничество между академическим сообществом и представителями налоговых органов, предусматривающее разработку и имплементацию системы мониторинга и оценки масштабов и экономических эффектов от BEPS в Российской Федерации. Следует подчеркнуть, что такой подход соответствует рекомендациям Отчета ОЭСР по Действию 11 Плана BEPS [2].

Индикатор 4 — Сравнение эффективных налоговых ставок дочерних компаний с сопоставимыми компаниями, не являющимся участниками ТНК.

Транснациональные компании могут иметь больше возможностей для снижения своих налоговых обязательств в силу наличия эффекта размывания базы, чем национальные компании с аналогичными характеристиками. Данный факт объясняется тем, что если дочерние компании, входящие в международную группу компаний, могут воспользоваться различиями в налоговых системах или налоговыми льготами, направленными на привлечение иностранного капитала, то эти дочерние компании в стране будут иметь более низкую эффективную налоговую ставку, чем сопоставимые компании, оперирующие только в пределах национальной юрисдикции.

При оценке различия в размере эффективных налоговых ставок по налогу на прибыль для России вводятся следующие условия и критерии.

1. Выборка компаний осуществляется на основе Рейтинга РБК 500 крупнейших российских компаний, включающего также дочерние компании транснациональных корпораций (согласно данному списку дочерние зарубежные компании могут отмечаться знаком минус)[2].

При этом отмечаем ограничение, связанное с тем, что российская компания может иметь холдинговую компанию в низконалоговой юрисдикции (например, на Кипре), но информация об этом отсутствует в используемых данных.

[2] *Рейтинг РБК 500. URL: https://www.rbc.ru/rbc500/.*

2. При анализе рассматриваемые компании группируются по секторам согласно Рейтингу РБК 500, для оценки сопоставления также используется выручка (в млрд руб., если не указано иное) по состоянию на 01.01.2017 либо более позднюю дату (далее — REV, *revenue*) и код ОКВЭД (аналогичный либо максимально близкий). Выбранными секторами в рамках рассмотрения эффективных налоговых ставок являются автомобили, алкоголь и табак, девелопмент и строительство, дистрибуция, информационные технологии, лес и деревообработка, металлы и горная добыча, нефть и газ, ОПК и машиностроение, потребительские товары, торговля, фармацевтика, химия и нефтехимия и электроэнергетика. В силу значительно меньшей представленности дочерних иностранных компаний в Рейтинге РБК 500 возможен сравнительный анализ средних эффективных ставок по разному количеству компаний в пределах одного сектора.

3. Критерием оценки по данному индикатору принимается средняя эффективная налоговая ставка по налогу на прибыль за последние представленные периоды согласно данным СПАРК (далее — AETR, *Average Effective Tax Rate*).

4. Значение эффективной налоговой ставки по налогу на прибыль определяется на основе соответствующих строк бухгалтерского баланса компании (далее — стр.) по формуле, используемой в системе СПАРК:

$$ETR = \frac{\text{стр. } 2410 + \text{стр. } 2430 - \text{стр. } 2450}{\text{стр. } 2300} \cdot 100\ \%,$$

где стр. 2410 — объем текущего налога на прибыль; стр. 2430 — объем изменения отложенных налоговых обязательств; стр. 2450 — объем изменения отложенных налоговых активов; стр. 2300 — прибыль (убыток) до налогообложения.

5. При оценке уровня средней налоговой эффективной ставки также может использоваться средняя эффективная налоговая ставка по отрасли согласно данным СПАРК (далее — IETR, *Industry Effective Tax Rate*).

6. В случае превышения совокупной средней эффективной налоговой ставки российских компаний над аналогичным показателем для дочерних иностранных компаний утверждается, что данная отрасль может быть в зоне риска с точки зрения размывания базы.

В представленной ниже таблице отражены итоговые средние AETR по секторам с выводом о возможности наличия BEPS в указанных отраслях.

Таблица 5

Вероятность отраслевого риска BEPS

Сектор	Российские компании		Дочерние компании иностранных ТНК		Отраслевой риск BEPS
	Средняя эффективная налоговая ставка, %	Количество компаний в выборке	Средняя эффективная налоговая ставка, %	Количество компаний в выборке	
Автомобили	20,24	5	14,23	5	Да
Табак	20,5	3	21,46	2	Нет
Пиво	27,89	3	19,42	3	Да
Девелопмент и строительство	25,93	5	20,18	6	Да
Дистрибуция	25,47	7	23,38	4	Да
Информационные технологии	29,86	7	11,16	1	Да
Лес и деревообработка	25,17	5	20,78	3	Да
Производство и обработка алюминия	18,67	4	13,09	2	Да
Оптовая торговля черными металлами	23,01	4	8,06	1	Да
Торговля топливом	23,06	4	19,32	2	Да
Буровая деятельность	22,08	3	25,23	2	Нет

Сектор	Российские компании		Дочерние компании иностранных ТНК		Отраслевой риск BEPS
	Средняя эффективная налоговая ставка, %	Количество компаний в выборке	Средняя эффективная налоговая ставка, %	Количество компаний в выборке	
ОПК и машиностроение	21,47	4	17,39	6	Да
Потребительские товары	6,88	3	26,85	4	Нет
Электроэнергетика	14,42	4	–2,18	3	Да
Химия и нефтехимия	19,78	3	16,22	2	Да
Фармацевтика	17,6	6	36,54	3	Нет
Торговля	11,35	6	22,74	8	Нет

Источник: составлено авторами на основе базы данных СПАРК.

Анализ указывает на то, что в 12 из 17 представленных в исследовании отраслей экономической деятельности наблюдается превышение средней эффективной налоговой ставки российских компаний над аналогичным показателем для дочерних иностранных компаний, что может характеризовать отрасль (сектор) как отрасль (сектор) с высоким уровнем риска размывания базы. Уровень такого различия не является идентичным для секторов и варьируется в зависимости от конкретной отрасли в пределах от 2,09 до 18,70 %.

Индикатор 5 — Концентрация высокого уровня поступлений роялти по сравнению с затратами на НИОКР.

Перенос интеллектуальной собственности из высоконалоговых юрисдикций, в которых такая интеллектуальная собственность была создана и разработана, в низконалоговые государства может содействовать размыванию базы и переносу доходов. Такая тенденция приводит к снижению поступления роялти по отношению к расходам на создание интеллектуальной собственности (расходам на НИОКР) в стране, где была разработана такая интеллектуальная собственность, и более высокому поступлению роялти на величину расходов на НИОКР в странах, в которые была искусственно передана интеллектуальная собственность с целью налоговой оптимизации.

При оценке масштабов BEPS в России с помощью переноса интеллектуальной собственности и выплат роялти в низконалоговые юрисдикции нами применяется следующая адаптированная методология, соответствующая Действию 11 Плана BEPS.

1. Сравнение полученных роялти в стране с затратами на НИОКР — те страны, в которых данный показатель превышает 50 %, считаются юрисдикциями, через которые потенциально существует возможность переноса прибыли в виде роялти. При оценке полученных юрисдикцией роялти используются данные Всемирного банка относительно полученных платежей за пользование интеллектуальной собственностью [4]; при оценке затрат на НИОКР используется произведение доли затрат на НИОКР в ВВП [5] на абсолютное значение ВВП на последние отчетные даты.

2. На основании полученных результатов аналогично проводится подсчет количественного значения платежей за пользование интеллектуальной собственностью из России в пользу указанных стран с анализом положений договоров об избежании двойного налогообложения (ДИДН) (базой для оценки являются данные ЦБ РФ) [6]. При оценке релевантности использования юрисдикции в качестве посредника платежей за пользование интеллектуальной собственностью исследуются также национальные ставки по налогу у источника на роялти [7] и ставки согласно заключенным ДИДН [8].

В табл. 6 отражены результаты первой части исследования, целью которого являлось определение юрисдикций с «аномальным» уровнем полученных лицензионных платежей к расходам на НИОКР. Среди 69 юрисдикций, попавших в выборку, в десяти юрисдикциях наблюдается превышение 50-процентного значения отношения полученных роялти

к общим затратам на НИОКР в стране. Следует подчеркнуть, что законодательства практически всех попавших в выборку юрисдикций характеризуются возможностью применения нулевой ставки налога на источник для роялти. Данный факт, на наш взгляд, может также указывать на то, что эти юрисдикции могут использоваться в качестве посредника при переносе дохода.

Таблица 6

Показатель отношения полученных роялти к расходам на НИОКР для некоторых стран

Юрисдикция	Роялти, полученные, млн долл.	Расходы на НИОКР, млн долл.	Рассчитываемый показатель, %	Налог на источник на роялти, %
Мальта	317,86	79,11	401,75	0
Люксембург	1967,3	744,1	264,38	0
Нидерланды	38 938,8	15 260,7	255,16	0
Ирландия	8322,9	3906,79	213,04	0/20
Сальвадор	55,8	33,9	164,59	5/20/25
Швейцария	21 039,9	19 816,5	106,17	0
Венгрия	1789,6	1692,8	105,72	0
Кипр*	90,7	89,7	101,1	0/5/10
Сингапур	5340,17	6771,5	78,86	0/10
Исландия	193,16	351,25	54,99	22
Россия (справочно)	547,7	15 461,85	3,54	20

** По данным Всемирного банка в 2016 г. Кипром было получено около $2 млн роялти. Данная цифра не сочетается с данными ЦБ РФ, утверждающими, что в 2016 г. только Россией на Кипр было отправлено более $82 млн лицензионных платежей. Поэтому при оценке полученных Кипром роялти нами был использован средний уровень полученных роялти из России за период 2014–2016 гг.*
Источник: составлено авторами на основе данных Всемирного банка и Deloitte.

В табл. 7 отражено общее соотношение между суммой полученных роялти и расходами на НИОКР в разрезе двух категорий стран: (1) со значением отношения полученных роялти к расходам на НИОКР выше 50 % и (2) нормальным значением (ниже 50 %).

Таблица 7

Общее соотношение полученных роялти и расходов на НИОКР

Показатель	Государства с повышенным значением отношения полученных роялти к расходам на НИОКР	Государства с нормальным значением отношения полученных роялти к расходам на НИОКР
Количество юрисдикций в выборке	10	62
Сумма полученных роялти, млн долл.	78 056,19	255 762,03
Сумма расходов на НИОКР, млн долл.	48 746,35	1 416 991
Средний показатель отношения полученных роялти к расходам на НИОКР, %	160,13	18
Доля полученных роялти к совокупному объему полученных роялти, %	23,38	76,62
Доля расходов на НИОКР к совокупному объему расходов на НИОКР, %	3,33	96,67

Источник: составлено авторами на основе данных Всемирного банка.

Исследование указанной таблицы позволяет сформировать следующие выводы относительно распределения роялти и объема расходов на НИОКР.

1. Показатель среднего отношения полученных роялти к расходам на НИОКР для юрисдикций с повышенным показателем превышает 150 %; для государств с нормальным значением данный показатель составляет лишь 18 %.

2. Несмотря на незначительную долю затрат на НИОКР в совокупном объеме расходов на НИОКР (3,33 %), доля полученных роялти к совокупному объему полученных роялти для государств с повышенным показателем является значительной (23,38 %); аналогичное соотношение не выполняется для государств с нормальным показателем (96,67 % и 76,62 % соответственно).

Анализ участия рассматриваемых юрисдикций[3] в структурировании исходящих платежей за пользование интеллектуальной собственностью из России указывает на то, что их доля колеблется в пределах от 26,07 % в 2014 г. до 32,14 % в 2016 г. На популярность транзита платежей через такие государства, помимо низкой корпоративной ставки по налогу на прибыль, также влияет и низкая либо нулевая ставка по налогу у источника согласно заключенным российским ДИДН.

Таблица 8

Роль юрисдикций с повышенным показателем отношения полученных роялти к расходам на НИОКР при структурировании лицензионных платежей из России, млн долл.

Юрисдикция	2014	2015	2016	Уровень налога на источник по ДИДН, %
Мальта	0,568	2,635	8,748	5
Люксембург	10,008	8,352	13,686	0
Нидерланды	23,924	15,122	32,691	0
Ирландия	14,568	13,829	13,88	0
Швейцария	23,092	73,667	22,413	0
Венгрия	0,658	0,511	0,947	0
Сингапур	1,422	0,396	1,507	5
Кипр	99,342	90,713	82,216	0
Всего (рассматриваемые юрисдикции)	173,582	205,225	176,088	-
Всего (все юрисдикции)	665,794	726,163	547,758	-
Доля в совокупном объеме выплат	26,07 %	28,26 %	32,14 %	-

Источник: составлено авторами на основе данных ЦБ РФ и Deloitte.

Индикатор 6 — Процентные расходы по отношению к прибыли дочерних компаний ТНК в странах с налоговой ставкой выше среднего.

Инструмент избыточного вычета процентов является одним из механизмов, используемых ТНК для сокращения глобальных налоговых обязательств. Индикатор показывает, каково избыточное соотношение для дочерних компаний с положительной разницей соотношений, расположенных в странах со ставкой выше среднего. При наличии размывания базы бóльшая доля процентов будет отражена в дочерних компаниях с высоким соотношением, которые расположены в странах с высокой налоговой ставкой.

Индикатор показывает соотношение процентов и прибыли, превышающее средний уровень, в разрезе дочерних компаний ТНК. Сравнительно высокое соотношение имеет место в странах с высоким уровнем налогообложения. Указанное соотношение определяется как уплаченные проценты, поделенные на EBITDA (*Earnings Before Income Tax Depreciation and Amortization*). Разница в соотношениях рассчитывается для каждой дочерней компании топ-250 ТНК. Страны с высоким уровнем налогов определяются как страны, где законодательная налоговая ставка (федеральная и субфедеральная суммарно) выше среднего (по EBITDA) для всех включенных дочерних компаний ТНК.

[3] *При анализе участия юрисдикций в расчет не включались офшорные юрисдикции (Британские Виргинские о-ва, Белиз), т. к. РФ не заключены двусторонние ДИДН с такими государствами, а, соответственно, налогообложение у источника по таким сделкам составляет 20 %.*

Дочерние компании группируются в четыре квадранта на основе этого показателя и законодательной ставки. Для каждого квадранта рассчитывается избыточное соотношение, представляющее собой разницу между средневзвешенным показателем дочерних компаний в квадранте и аналогичным средневзвешенным показателем по всем дочерним компаниям в выборке. Индикатором служит избыточное соотношение в верхнем правом квадранте (высокие и соотношение, и налоговая ставка). При возникновении размывания базы путем вычета процентов в странах с высокой налоговой ставкой разница будет положительной.

В силу отсутствия подробных финансовых данных российских ТНК, входящих в топ-250 крупнейших ТНК, проведение исследования в рамках методологии Индикатора 6 не представляется возможным. Следует подчеркнуть, что такая «закрытость» не является российским феноменом. По мнению некоторых ученых-экономистов, только США являются единственной страной, которая публикует обширные данные о деятельности американских ТНК, позволяющие достоверно оценить индикаторы BEPS [9, с. 104].

Однако в целях получения данных о масштабах размывания базы с помощью избыточного вычета процентов в России нами предлагается альтернативная методология, предусматривающая проведение сравнительного анализа значений долговой нагрузки дочерних компаний иностранных ТНК с аналогичными показателями для российских компаний.

Под значениями долговой нагрузки принимаются следующие средние показатели, определяемые на основании данных бухгалтерской отчетности российских и дочерних компаний иностранных ТНК.

1. Показатель совокупного долга к собственному капиталу, определяемый по формуле

$$\frac{\text{стр. } 1510 + \text{стр. } 1410}{\text{стр. } 1300},$$

где стр. 1510 — объем заемных средств (краткосрочные обязательства); стр. 1410 — объем заемных средств (долгосрочные обязательства); стр. 1300 — итого по разделу III (Капитал и резервы).

Данный показатель указывает на количество долга, привлеченного на единицу собственного капитала по балансовой стоимости.

2. Показатель совокупного долга к совокупным активам, определяемый по формуле

$$\frac{\text{стр. } 1510 + \text{стр. } 1410}{\text{стр. } 1600},$$

где стр. 1600 — итого по строке «Актив» баланса.

Данный показатель указывает на количество долга, привлеченного на единицу совокупных активов.

3. Показатель соотношения долга к выручке, определяемый по формуле

$$\frac{(\text{стр. } 1510\ (\text{пред. год}) + \text{стр. } 1410\ (\text{пред. год}) + \text{стр. } 1510 + \text{стр. } 1410)/2}{\text{стр. } 2110},$$

где стр. 2110 — объем выручки.

Данный показатель указывает на количество привлеченного долга на единицу выручки.

4. Показатель соотношения долга к EBIT, определяемый по следующей формуле

$$\frac{(\text{стр. } 1510\ (\text{пред. год}) + \text{стр. } 1410\ (\text{пред. год}) + \text{стр. } 1510 + \text{стр. } 1410)/2}{\text{стр. } 2300 - \text{стр. } 2310 - \text{стр. } 2320 + \text{стр. } 2330},$$

где стр. 2300 — уровень прибыли (убытка) до налогообложения; стр. 2310 — значение доходов от участия в других организациях; стр. 2320 — объем процентов к получению; стр. 2330 — объем процентов к уплате.

Данный показатель указывает на количество привлеченного долга на единицу EBIT.

Исходя из экономического смысла указанных показателей, можно выдвинуть следующие гипотезы в рамках выявления негативных эффектов BEPS:

1) среднее значение всех показателей является скорее бóльшим для дочерних компаний иностранных ТНК, чем для российских компаний, что связано с действием механизма избыточного вычета процентов, позволяющего дочерним компаниям переносить прибыль в низконалоговые юрисдикции;

2) бóльшее значение рассматриваемых показателей ведет к более низкой эффективной налоговой ставке для дочерних компаний иностранных ТНК.

Базой для анализа являются финансовые показатели российских и дочерних компаний иностранных ТНК, эффективные налоговые ставки которых исследовались в рамках Индикатора 4.

Проведенные расчеты указывают на следующее:

1) бóльшее среднее значение всех четырех показателей скорее характерно не для дочерних компаний иностранных ТНК, а для российских компаний (см. табл. 9);

Таблица 9

Сравнительный анализ значений показателей долговой нагрузки для российских компаний и дочерних компаний иностранных ТНК

	Российские компании	Дочерние компании иностранных ТНК
Количество компаний в выборке	72	57
Среднее значение отношения совокупного долга к собственному капиталу	2,75	1,1
Среднее значение отношения совокупного долга к совокупным активам	0,3	0,25
Среднее значение отношения долга к выручке	0,41	0,15
Среднее значение отношения долга к EBIT	3,92	2,07

Источник: составлено авторами на основе данных СПАРК.

2) показатели средних эффективных налоговых ставок скорее не имеют никакой обратной связи[4] со средними значениями для применяемых показателей, на что указывают полученные значения в рамках корреляционного анализа (см. табл. 10).

Таблица 10

Значение уровня корреляции между показателями долговой нагрузки и средней эффективной налоговой ставкой

Корреляционный анализ	AETR российских компаний	AETR иностранных компаний
Среднее значение отношения совокупного долга к собственному капиталу	0,13	−0,05
Среднее значение отношения совокупного долга к совокупным активам	0,02	0,02
Среднее значение отношения долга к выручке	−0,26	−0,38
Среднее значение отношения долга к EBIT	0,3	−0,001

Источник: составлено авторами на основе данных СПАРК.

В отсутствие детальной микроэкономической информации о конкретных займах российских и дочерних компаний иностранных ТНК данные статистические факты могут указывать на то, что пониженная средняя эффективная ставка дочерних компаний иностранных

[4] *Предполагается, что повышенное значение показателей должно вести к более низкой AETR (особенно для дочерних компаний иностранных ТНК).*

ТНК достигается скорее с помощью других инструментов оптимизации налоговых обязательств (выплата лицензионных платежей, гибридные схемы [10], механизм трансфертного ценообразования и т. д.).

ВЫВОДЫ

Результаты измерения индикаторов в рамках Действия 11 Плана BEPS в России указывают на признаки наличия BEPS в России, выражаемые в следующем.

1. Результаты анализа Индикатора 1 указывают на то, что на юрисдикции с высоким уровнем ПИИ к ВВП приходится от 63,06 до 65,38 % накопленных входящих российских ПИИ. Значение аналогичного показателя для накопленных исходящих российских ПИИ чуть меньше, однако также значимо и варьируется в пределах от 47,88 до 56,51 % в зависимости от календарного года.

Данный факт говорит о том, что такие государства могут использоваться в качестве посредников капитала с учетом «аномального» значения ПИИ к уровню ВВП.

2. Результаты анализа Индикатора 4 указывают на то, что в 12 из 17 представленных в исследовании отраслей наблюдается превышение средней эффективной налоговой ставки российских компаний над аналогичным показателем для дочерних компаний ТНК, что может свидетельствовать о высоком уровне риска BEPS в данной отрасли (секторе). Уровень такого различия не является идентичным для секторов и варьируется в зависимости от конкретной отрасли в пределах от 2,09 до 18,70 %.

3. Результаты анализа в рамках Индикатора 5 указывают на то, что при структурировании исходящих платежей из России за пользование интеллектуальной собственностью на долю юрисдикций, в которых отношение полученных роялти к общим затратам на НИОКР превышает 50 %, приходится от 26,07 % в 2014 г. до 32,14 % в 2016 г.

На популярность транзита платежей через такие государства, помимо низкой корпоративной ставки по налогу на прибыль, также влияет и низкая либо нулевая ставка по налогу на источник согласно заключенным российским ДИДН.

4. Результаты анализа в рамках Индикатора 6 указывают на то, что для дочерних компаний иностранных ТНК характерны более низкие показатели долговой нагрузки по сравнению с аналогичными показателями для российских компаний.

Для расчета данного индикатора в силу ограниченности информации использовалась несколько отличная от ОЭСР методология. Поэтому, на наш взгляд, одним из направлений среднесрочного развития международной налоговой политики Российской Федерации должно стать совершенствование механизма публикации налоговых данных о некоторых российских ТНК. Следует подчеркнуть, что данная мера, направленная на улучшение налоговой прозрачности в контексте борьбы с BEPS, полностью соответствует трендам развития международных налоговых политик развивающихся стран[5].

В совокупности с отсутствием обратной связи между показателями долговой нагрузки и средней эффективной налоговой ставкой данный факт может объясняться тем, что достижение более низкой AETR дочерних компаний иностранных ТНК осуществляется с помощью других инструментов международного налогового планирования (выплата лицензионных платежей, инструменты трансфертного ценообразования и т. д.).

---

[5] *Davis tax committee: second interim report on Base Erosion and Profit Shifting (BEPS) in South Africa. Summary of DTC Report on Action 11: measuring and monitoring BEPS. The Davis Tax Committee. Available at: http://www.taxcom.org.za/docs/New_Folder3/11%20BEPS%20Final%20Report%20-%20Action%2011.pdf.*

Библиография / References

1. Base Erosion and Profits Shifting Project. Measuring and Monitoring BEPS. Action 2011: 2015 Final Report. OECD. Available at: http://drtp.ca/wp-content/uploads/2015/10/OECD-BEPS-Action-11-Measuring-BEPS-05.10.2015.pdf.
2. Милоголов Н. С., Церенова К. Н. Размывание налоговой базы в Российской Федерации: проблемы измерения, масштабы и эффекты // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 6. С. 7–19 [Milogolov N. S., Tserenova K. N. Tax Base Erosion in Russian Federation: Problems of Measuring, Scale and Effects. *Finansovyj žhurnal — Financial Journal*, 2016, no. 6, pp. 7–19 (In Russ.)].
3. FDI Statistics — Country Fact Sheets. UNCTAD. Available at: http://unctad.org/en/Pages/DIAE/FDI%20Statistics/FDI-Statistics.aspx/.
4. Charges for the use of intellectual property, receipts (BoP, current US$). The World Bank. Available at: https://data.worldbank.org/indicator/BX.GSR.ROYL.CD?view=chart.
5. Research and development expenditure (% of GDP). The World Bank. Available at: https://data.worldbank.org/indicator/GB.XPD.RSDV.GD.ZS/.
6. Внешняя торговля Российской Федерации услугами. 2016 год / Центральный банк Российской Федерации, 2017 [Foreign Trade of the Russian Federation in Services, 2016. The Central Bank of the Russian Federation, 2017 (In Russ.). Available at: www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/external_trade_in_services_2016.pdf].
7. Tax guides and highlights. Deloitte. Available at: https://dits.deloitte.com/#TaxGuides.
8. Treaty Rates. Deloitte. Available at: https://dits.deloitte.com/#TaxTreatySubMenu.
9. Bradbury D., Hanappi T., Moore A. Estimating the fiscal effects of base erosion and profit shifting: data availability and analytical issues. *Transnational Corporations*. 2018, vol. 25, no. 2, pp. 91–106.
10. Логинова Т. А. Способы оптимизации налогообложения, применяемые холдинговыми компаниями // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 2 (24). С. 33–41 [Loginova T. The Ways of Tax Optimization of Holding Companies. *Finansovyj žhurnal — Financial Journal*, 2015, no. 2 (24), pp. 33–41 (In Russ.)].

A. B. Berberov, N. S. Milogolov

Assessment of the Scope of Tax Base Erosion in Russia

Authors' affiliation:
Azamat B. Berberov *(e-mail: berberov@iep.ru), ORCID 0000-0003-2739-8912, Gaidar Institute for Economic Policy, Moscow 125009, Russian Federation*
Nikolay S. Milogolov *(e-mail: nmilogolov@nifi.ru), ORCID 0000-0001-8858-0182, Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation; Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow 119571, Russian Federation*

Abstract
This article is focused on the evaluation of the scale of tax base erosion in Russia. To achieve this goal the authors use the indicator methodology for tax base erosion assessment, according to Action 11 of the BEPS (Base Erosion and Profit Shifting) Plan. Estimations are based on the data from the competent authorities of Russia, as well as information provided by supranational institutions. The results of the study show that tax base erosion problem is highly significant for the Russian Federation and requires an adequate response from the competent authorities, including implementation of the OECD recommendations in national legislation.

Keywords:
tax base erosion, multinational companies, BEPS plan, foreign direct investment, effective tax rate, debt burden, OECD

JEL: *H25, H26*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-47-58

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6-59-70

А. Д. Андряков

Условные бюджетные обязательства проектов ГЧП: международный опыт и российская практика

Александр Дмитриевич Андряков *(e-mail: alex@eeg.ru), к. ф.-м. н., генеральный директор Экономической экспертной группы; старший научный сотрудник Центра бюджетного анализа и прогнозирования Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)*

Аннотация

В статье рассматривается такой важный аспект механизма государственно-частного партнерства (ГЧП), как условные бюджетные обязательства, которые возникают при его применении и могут в определенных обстоятельствах представлять угрозу бюджетной устойчивости. В мире накоплен обширный опыт учета и бюджетирования условных обязательств проектов ГЧП, разработаны международные рекомендации по этому вопросу. В России механизм ГЧП используется относительно недавно, и вопросы, связанные с условными бюджетными обязательствами проектов ГЧП, не являются пока предметом широкого обсуждения. Проведенное в работе сравнение российской практики с лучшим международным опытом показывает, что в настоящий момент в России все условные обязательства проектов ГЧП, за исключением государственных гарантий по долговым обязательствам частной стороны проекта, оказываются за рамками бюджетного процесса. Это лишь отчасти связано с недостатками бюджетного учета по кассовому методу, поскольку международный опыт предлагает широкий набор механизмов, позволяющих преодолеть эти недостатки.

Ключевые слова:

государственно-частное партнерство, условные бюджетные обязательства, неявные бюджетные обязательства, бюджетный учет

JEL: *H54, H43, H41*

Государственно-частное партнерство (ГЧП) — давно и широко применяемый в мире механизм привлечения бизнеса к строительству и модернизации инфраструктуры. Частный партнер всегда вносит в реализацию проекта ГЧП свой опыт и экспертизу, в то время как вопрос уровня его инвестиций не столь однозначен. Он зависит от многих факторов, таких как, например, схема компенсации частной стороне эксплуатационных и инвестиционных издержек и принятых в конкретной стране стандартов бюджетного учета. Действительно, если все издержки по строительству и эксплуатации объекта, включая и некоторый процент отдачи на внесенный в проект собственный капитал частной стороны, покроет в конечном счете публичная сторона через плату за доступность, то говорить о привлечении частного капитала вряд ли придется.

Проекты ГЧП всегда несут в себе определенный объем условных бюджетных обязательств для публичной стороны. Представление о масштабах и распространенности практики принятия условных бюджетных обязательств и их реализации дает исследование МВФ [1]. Оно охватывает данные о выплатах по условным обязательствам за период 1990–2014 гг. по 80 странам (включая как развитые, так и развивающиеся). Всего было

проанализировано 230 случаев реализации условных обязательств с выплатами более 0,2 % ВВП, из которых для 174 случаев удалось измерить «фискальную стоимость», т. е. потери для бюджета. Средние расходы бюджета по пяти измеримым случаям проектов ГЧП составили 1,2 % ВВП, а максимальные — 2 % ВВП.

Исходя из значительного объема условных бюджетных обязательств, присущих проектам ГЧП, чрезвычайно важно максимально полно учитывать их при анализе влияния реализации таких проектов на показатели долгосрочной устойчивости бюджетной системы. Поэтому предъявляются особые требования к тому, как проекты ГЧП отражаются в бюджетном учете и отчетности и каким образом они включены в бюджетный процесс и оценку долгосрочной бюджетной устойчивости.

По данным Национального центра ГЧП[1] на начало 2017 г. в России насчитывалось 2446 инфраструктурных проектов ГЧП, прошедших стадию принятия решения о реализации. Общий объем инвестиционных обязательств проектов составляет 2,04 трлн руб., из которых объем частных инвестиций — 1,34 трлн руб. (65,4 % от общего объема). Региональные и муниципальные органы власти далеко опережают федеральный уровень по использованию механизмов ГЧП в развитии инфраструктуры, хотя наиболее крупные проекты сосредоточены на федеральном уровне. Кроме этого следует отметить, что в методологии, а особенно в бюджетной методологии, субфедеральные органы власти следуют за федеральным уровнем. С этой точки зрения анализ проблем учета и бюджетирования условных обязательств проектов ГЧП на федеральном уровне представляется достаточно показательным.

ТИПЫ БЮДЖЕТНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Набор бюджетных обязательств, порождаемых отдельными проектами ГЧП, зависит от типа проекта. В самом общем виде он выглядит следующим образом [2].

Прямые обязательства — бюджетные обязательства, которые не зависят от наступления каких-либо событий в будущем. При этом может сохраняться некоторая неопределенность относительно объема обязательств. Примерами таких обязательств могут быть капитальные гранты частному партнеру или плата за доступность, которая представляет собой регулярные платежи частному партнеру в течение всего срока действия проекта.

Условные обязательства — такие платежные обязательства, у которых объем, срок и сам факт возникновения обязательства зависят от свершения некоторого события в будущем. Условные бюджетные обязательства могут быть явными и неявными.

Явные условные бюджетные обязательства проектов ГЧП — это обязательства, определенные контрактами, соглашениями или положениями нормативно-правовой базы страны. В их число входят следующие типы обязательств.

— Обязательства публичной стороны перед частной, закрепленные в контракте ГЧП и обусловленные распределением рисков в проекте. К ним относятся: а) гарантии от конкретного риска, при которых публичный партнер обязуется компенсировать частному партнеру недополученный доход, если показатель этого риска (например, уровень инфляции или уровень дохода) отклоняется от установленного контрактом значения; б) обязательства компенсировать частному партнеру повреждения или потерю объекта вследствие заранее оговоренных, незастрахованных событий либо финансовые потери вследствие изменения законодательства; в) обязательства по выплате частному партнеру оговоренного заранее объема средств в случае прекращения контракта.

— Гарантирование долга частного партнера.

— Потенциальные судебные издержки публичного партнера, связанные с проектом.

---

[1] *Исследование «Государственно-частное партнерство в России 2016–2017: текущее состояние и тренды, рейтинг регионов». М.: Ассоциация «Центр развития ГЧП», 2016.*

Неявные условные бюджетные обязательства — это не указанные в контракте и не определенные формально никаким иным образом обязательства, возникающие из ответственности государства перед обществом в силу общественной значимости проекта и невозможности прекратить его в случае дефолта частного партнера. К неявным бюджетным обязательствам относятся:

— погашение негарантированного правительством долга частного партнера в случае его дефолта;

— выкуп акций частного партнера или предоставление частному партнеру займа на погашение обязательств в случае его дефолта;

— компенсация вреда, нанесенного проектом окружающей среде;

— затраты на поддержание капитального объекта и его эксплуатацию либо затраты на уничтожение или перепрофилирование объекта после истечения срока действия проекта ГЧП или в случае его досрочного прекращения;

— затраты на организацию нового конкурса по проекту ГЧП в случае банкротства частного партнера [2–4].

Кроме того, в силу долгосрочности контрактов ГЧП (20–30 и более лет) с большой долей вероятности могут возникать события, влекущие за собой необходимость изменения контрактов, что иногда может выливаться в значительные затраты публичной стороны.

РИСКИ И ИХ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ МЕЖДУ УЧАСТНИКАМИ ПРОЕКТА

В основе условных бюджетных обязательств лежат риски проекта. Под рисками проекта обычно понимают финансовые потери, возникающие вследствие некоторых случайных событий, которые могут произойти в процессе его реализации. Риски характеризуются двумя основными показателями: масштабом отрицательных последствий и вероятностью реализации события и, следовательно, возникновения этих последствий.

Одна из немаловажных причин использования механизма ГЧП при реализации инфраструктурных проектов — передача части рисков частной стороне. Распределение рисков проекта между частной и публичной сторонами оказывает существенное влияние на оценку такого показателя проекта, как соотношение между ценой и качеством (*value for money*, VfM). Если VfM-анализ применяется в упрощенном варианте, т. е. сводится к сравнению стоимости проекта ГЧП с аналогичным проектом, реализуемым на условиях прямого бюджетного финансирования, то распределение рисков имеет определяющее значение.

Общепринятый на данный момент подход к тому, как следует распределять риск между сторонами контракта ГЧП (например [2; 5]), заключается в том, что риск должен быть передан той стороне, которая более всего способна им управлять, т. е. контролировать вероятность наступления неблагоприятного события и его влияние на общие результаты проекта, а также поглотить риск с наименьшими издержками в случае, когда ни вероятность, ни последствия риска не поддаются контролю. Смысл последнего тезиса можно проиллюстрировать, например, тем, что способность правительства распределить риск между налогоплательщиками означает, что эти налогоплательщики будут нести меньшие издержки, связанные с риском, чем частная компания, конечными носителями риска которой являются акционеры.

Однако передача рисков той или другой стороне контракта ГЧП имеет ряд ограничений [2]. Во-первых, детализировать передачу рисков в соответствии с изложенными принципами не всегда возможно, а очень часто слишком затратно, поэтому в большинстве случаев риски распределяются между сторонами не по отдельности, а группами, с возможными исключениями для отдельных наиболее значимых рисков. Во-вторых, не все риски могут быть переданы одной стороне. В-третьих, пределы передачи рисков частной стороне ограничены объемом собственного капитала, который она вносит в проект. Например,

в соответствии с требованиями стандарта Евростата [6] считается, что публичная сторона несет строительные риски, если она финансирует более половины капитальных затрат проекта.

Результатом процесса распределения рисков проекта является матрица рисков. Распределение рисков проекта между его сторонами зависит от типа проекта, экономической сферы, где он реализуется, и от страновых особенностей. Вместе с тем существует ряд лучших международных практик по составлению матрицы рисков. Например, Глобальный инфраструктурный хаб (*Global Infrastructure Hub*) — организация, образованная странами Группы 20 для распространения инновационных подходов к развитию инфраструктуры, предлагает набор из 12 модельных матриц распределения рисков в инфраструктурных проектах [7] в таких сферах, как транспорт, водоснабжение и водоотведение.

Распределение рисков, содержащееся в матрице рисков проекта, находит полное отражение в условиях контракта и, следовательно, порождает явные условные бюджетные обязательства.

Значительная часть неявных условных бюджетных обязательств связана с долгосрочным характером инфраструктурных проектов ГЧП и неполнотой контрактов ГЧП. За время реализации контракта в 20–30 лет экономическая ситуация может претерпевать заметные изменения, которые могут значительно увеличивать отдельные риски проекта, например риски спроса или риски роста стоимости эксплуатации и содержания объекта, что в конечном итоге может потребовать пересмотра контракта или его досрочного прекращения. С другой стороны, избыточная или не всегда адекватная передача рисков частной стороне может породить ее оппортунистическое поведение, которое выражается в занижении цены контракта на этапе конкурса с последующим продавливанием пересмотра контракта в свою пользу с увеличением издержек публичной стороны. В работе [8], обобщающей результаты различных исследований, отмечается, что из проанализированных 1000 концессионных соглашений в Латинской Америке 53 % в транспорте и 76 % в сфере водоснабжения были пересмотрены в процессе реализации, а из 4874 проектов ГЧП в развивающихся странах 334 проекта (6,85 %) были досрочно прекращены.

Российская практика

Анализ информации об отдельных проектах ГЧП, содержащийся в обзоре лучших российских практик[2], а также в информационных меморандумах проектов ГЧП с участием государственной компании «Российские автомобильные дороги» («Автодор»), позволяет заключить, что каждый проект ГЧП, как минимум на стадии конкурсного отбора, содержит матрицу рисков проекта. На более поздних стадиях реализации проектов, после их подписания, информация о распределении рисков недоступна, т. к. контракты ГЧП не публикуются и информация о их реализации не раскрывается.

Распределение рисков между сторонами проекта в этих матрицах в основном соответствует лучшему международному опыту и международным рекомендациям. Вместе с тем не всегда учитывается ограничение на объем рисков, передаваемых частной стороне. Так, в некоторых проектах дорожного строительства объем средств федерального бюджета заметно превышает половину всех капитальных затрат[3], а в матрице рисков строительные риски относятся к частной стороне.

---

[2] *Рекомендации по реализации проектов государственно-частного партнерства. Лучшие практики / Министерство экономического развития Российской Федерации, 2017.*

[3] *Например, в проекте 6-го этапа строительства скоростной автомобильной дороги Москва — Санкт-Петербург на участке 58–684 км (Тверская и Новгородская области) предусматривалось, что общий объем инвестиций составит 144,6 млрд руб., средства федерального бюджета — 88,6 млрд руб., инвестиции частного партнера — 16,0 млрд руб.*

УЧЕТ УСЛОВНЫХ БЮДЖЕТНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ И ИХ ОТРАЖЕНИЕ В БЮДЖЕТНОЙ ОТЧЕТНОСТИ

В настоящее время в международной практике применяются два основных подхода к бюджетному учету: по методу начислений и по кассовому методу.

В 2011 г. Международной федерацией бухгалтеров был одобрен международный стандарт IPSAS 32 [9], устанавливающий правила бюджетного учета проектов ГЧП по методу начислений. В соответствии с ним правительство признает активы и обязательства проекта ГЧП (со всеми соответствующими финансовыми потоками) как принадлежащие ему, если оно контролирует: во-первых, какие услуги оператор проекта предоставляет, кому и по каким ценам, а во-вторых, любую существенную остаточную часть актива, произведенного в ходе проекта, после его завершения. Следует отметить, что большинство проектов ГЧП удовлетворяют этим условиям.

В соответствии с этим стандартом подписание соглашения по проекту ГЧП создает бюджетные обязательства правительства или соответствующего уровня власти в объеме полной стоимости проекта, как если бы проект реализовывался полностью за счет бюджетного финансирования. Такой подход к учету бюджетных обязательств проектов ГЧП обеспечивает прежде всего то, что большая часть рисков правительства, связанная с этими проектами, явно учитывается в таких показателях бюджетной устойчивости, как дефицит и долг. Например, неявное условное обязательство правительства по уплате негарантированной части долга частной стороны оказывается явно учтено в бюджетных обязательствах. Кроме того, данный подход исключает неоправданное смещение предпочтений правительства в пользу финансирования инвестиционных проектов через механизм ГЧП, а не через прямое бюджетное финансирование на том основании, что проекты ГЧП якобы имеют лучший механизм финансирования, который не увеличивает долг и бюджетный дефицит правительства.

Другой международный стандарт, «Статистика государственных финансов» МВФ (GFSM 2001) [10], устанавливает правила бюджетного учета для целей статистической отчетности. В соответствии с этим стандартом активы и обязательства проекта ГЧП включаются в баланс исполнения бюджета правительства, если оно несет бóльшую часть рисков проекта и получает бóльшую часть выгод от него. Учитывается то, в какой мере правительство контролирует соответствие проекту, качество и эксплуатацию актива, а также в каком объеме оно несет риски строительства, спроса, доступности, падения остаточной стоимости актива, а также его морального старения.

Анализ этих двух стандартов [11] показывает, что, несмотря на разницу в природе подходов международных стандартов IPSAS 32 и GFSM 2001, их практическое применение приводит к одинаковым результатам при отнесении активов и обязательств проектов ГЧП к государственному сектору. При этом следует отметить, что полное внедрение бюджетного учета по методу начислений — весьма амбициозная задача, и большинство развитых стран находятся лишь на пути к его внедрению.

Контракты ГЧП с компенсационным механизмом в виде платежей публичного партнера за доступность, покрывающие как капитальные расходы частной стороны, так и операционные издержки проекта, порождают четко определенные бюджетные обязательства в течение всего срока действия контракта, весьма схожие с платежами по возврату и обслуживанию долга. Учет обязательств таких контрактов достаточно прост. Учет же обязательств контрактов ГЧП с платой пользователей в качестве компенсационного механизма более сложен и требует перенаправления всех финансовых потоков через бюджет, что приводит к тому, что многие страны, практически полностью внедрившие бюджетный учет по методу начислений, отражают в нем лишь обязательства контрактов с платой за доступность. Такая практика существует, например, в Австралии и Великобритании. Во Франции недавно были введены стандарты учета с критериями отнесения обязательств проектов

ГЧП к бюджетным обязательствам, схожие с IPSAS 32, однако эти критерии применяются только к проектам с платой за доступность.

Большинство стран практикуют в настоящее время бюджетный учет на основе кассового метода или сочетания кассового метода и метода начислений. В этом случае никакие обязательства, связанные с проектами ГЧП, за исключением капитальных грантов и платы за доступность, не попадают в бюджетную статистику и не отражаются ни в балансе исполнения бюджета, если такой практикуется, ни в долговой статистике. Это, в свою очередь, требует специальных усилий для учета влияния суммарного объема обязательств по проектам ГЧП на средне- и долгосрочную устойчивость бюджетной системы.

Опыт различных стран в подготовке специальной отчетности об обязательствах проектов ГЧП, дополняющих бюджетную отчетность, весьма разнообразен. Исследования ОЭСР [11] и Всемирного банка [5], обобщающие этот опыт, дают схожие предложения о составе информации по проектам ГЧП, которая дополняла бы бюджетную отчетность, подготовленную на основе кассового метода бюджетного учета. В состав этой дополнительной информации могут входить:

— средне- и долгосрочные прогнозы расходов и доходов проектов ГЧП;

— долгосрочные прогнозы финансовых потоков между частной и публичной сторонами проектов ГЧП по прямым обязательствам и максимально возможные оценки потоков платежей по условным обязательствам;

— дополнительные отчеты, демонстрирующие влияние проектов ГЧП на долговую устойчивость правительства в средне- и долгосрочной перспективе, с максимальным учетом рисков и оценок объемов условных обязательств;

— отчеты, демонстрирующие влияние условных обязательств проектов ГЧП на среднесрочные бюджетные проектировки;

— включение бюджетных рисков проектов ГЧП в документ, рассматривающий устойчивость бюджета к рискам;

— регулярная публикация детальной информации о каждом проекте ГЧП как на стадии его принятия, так и на стадии исполнения.

Российская практика

В бюджетной системе России принят учет по кассовому методу. В связи с этим само понятие как явных, так и неявных условных обязательств отсутствует в официальной практике. Эти обязательства не учитываются в бюджетном учете. Исключение составляют государственные гарантии по заимствованиям частной стороны, которые учитываются в источниках финансирования бюджета и в составе государственного долга в варианте максимального влияния на бюджет, т. е. по номинальной стоимости гарантированного обязательства.

Информация о проектах ГЧП в соответствии с принципами бюджетного учета по кассовому методу отражается в бюджетной статистике лишь в объеме явных обязательств, т. е. перечислений капитальных грантов, платы за доступность и фактического объема реализовавшихся условных обязательств, таких как, например, гарантии минимального дохода. Отражаются эти выплаты в бюджетном учете как плата концедента и субсидии юридическим лицам.

Официальная информация об условных обязательствах проектов ГЧП в форме отдельных отчетов в России не публикуется. Отсутствует такая информация и в справочных материалах в составе проектов федеральных законов о федеральном бюджете на очередной год и плановый период и об исполнении федерального бюджета за очередной год, вносимых Правительством РФ в Государственную думу.

Сведения о полных обязательствах проектов ГЧП, доле государственного финансирования в них, их условных обязательствах не публикуются федеральными органами власти

и не приводятся на их сайтах. Вместе с тем государственное финансирование проектов ГЧП на федеральном уровне осуществляется по трем каналам: прямое бюджетное финансирование, предоставление государственных гарантий по заимствованиям частной стороны, а также вложение средств Фонда национального благосостояния в инфраструктурные проекты, часть которых реализуется в формате ГЧП.

Обязанности по мониторингу реализации соглашений о ГЧП федерального уровня, а также публикации в интернете сводных результатов мониторинга всех проектов ГЧП возложены на Минэкономразвития России[4]. Однако данные этого мониторинга размещаются в государственной автоматизированной информационной системе «Управление», которая не имеет открытого доступа, а раздел «Результаты мониторинга соглашений о ГЧП, МЧП» на сайте Минэкономразвития России пуст. Раздел на сайте министерства, посвященный единой информационной системе ГЧП, отсылает к базе проектов ГЧП АНО «Национальный центр ГЧП». Однако открытый вариант этой базы не содержит никакой численной информации о проектах, кроме общего объема инвестиций. В целом ни на сайте министерства, ни на сайте указанной организации не приводится оценок условных обязательств проектов ГЧП или информации о проектах ГЧП, которая позволила бы такие оценки построить.

Не публикуется информация о ходе реализации контрактов ГЧП, о возможных случаях пересмотра соглашений и досрочном их прекращении, что не позволяет сформировать какие-либо обоснованные предположения о неявных условных обязательствах контрактов ГЧП и их возможных масштабах.

Принимая во внимание отсутствие официальной информации относительно условных обязательств проектов ГЧП, трудно ожидать, что эти обязательства как-то учитываются при формировании бюджетной и долговой политики, а также при оценке долговой и бюджетной устойчивости.

На отсутствие информации об обязательствах проектов ГЧП и несоответствие в этом вопросе Кодексу прозрачности в бюджетно-налоговой сфере указывал МВФ в своем отчете по оценке фискальной прозрачности РФ в 2014 г. [12]. Тогда же предлагался следующий план действий для исправления этой ситуации по годам:

2015 — публикация агрегированной стоимости всех проектов ГЧП;

2016 — публикация агрегированной стоимости и потока платежей правительства для всех проектов ГЧП;

2017 — оценка и публикация чистой приведенной стоимости платежей и иных обязательств правительства для всех проектов ГЧП;

2018 — признание обязательств правительства по проектам ГЧП в балансе центрального правительства;

2019 — признание обязательств правительства по проектам ГЧП в балансе расширенного правительства.

Как видно из действующей практики учета обязательств проектов ГЧП и предоставления отчетности по этим обязательствам, предложенный МВФ план не был реализован.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ УСЛОВНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

В мировой практике существует два основных подхода к оценке условных обязательств: сценарный и вероятностный [2].

Сценарный подход основан на экспертных или сценарных значениях вероятности реализации и масштаба последствий различных неблагоприятных событий, которые влекут за собой то или иное увеличение условных бюджетных обязательств, которое также

[4] *Об утверждении порядка мониторинга реализации соглашений о государственно-частном партнерстве, соглашений о муниципально-частном партнерстве / Приказ Минэкономразвития России № 888 от 27.11.2015.*

оценивается экспертно или сценарно. Например, этот подход может заключаться в оценке обязательств правительства в некотором наихудшем для него сценарии, таком как дефолт частного партнера по его долговым обязательствам в различные моменты времени реализации проекта. Сценарный подход представляет собой наиболее простую форму оценки условных обязательств. Он дает представление об интервале возможной реализации условных обязательств, но не об их вероятности. Большинство стран используют именно этот подход к оценке стоимости условных обязательств.

Вероятностный подход основан на построении распределения вероятности для различных значений условных бюджетных обязательств в зависимости от изменения экономических показателей или их прогнозов. Данный подход наиболее точен, однако требует большого объема статистических данных и сложных вычислений.

Вероятностный подход в аналитическом варианте, предполагающем построение распределения вероятности значений показателя, определяющего риск, в виде формулы, применяется исключительно редко. Это легко понять, если принять во внимание довольно сложную зависимость показателей риска (например, вероятности дефолта по гарантии или недостижения прогнозируемого уровня спроса) от динамики базовых экономических показателей.

Численный вариант вероятностного подхода позволяет построить функцию распределения вероятности для показателя, определяющего риск, в виде набора численных оценок вероятности реализации различных значений показателя. Одна из возможных реализаций этого варианта — моделирование по методу Монте-Карло. Этот метод широко используется в научных исследованиях как фундаментального, так и прикладного характера и весьма развит. В качестве примера успешной реализации этого подхода для оценки обязательств по гарантиям минимального дохода в концессиях в транспортной сфере можно указать несколько стран Латинской Америки (Чили, Перу, Колумбия), опыт которых нашел свое обобщение и развитие в предложениях Межамериканского банка развития [13].

Российская практика

В России на данный момент отсутствует сколько-нибудь подробная информация как о самих проектах ГЧП, так и об их исполнении. В этих обстоятельствах практически невозможно говорить о применении вероятностного подхода для оценки условных бюджетных обязательств в настоящее время.

Реально применимым в настоящее время методом оценки условных бюджетных обязательств остается сценарный метод. Однако и его использование затруднено по тем же соображениям отсутствия статистики для проектов ГЧП. Действительно, для построения более или менее обоснованных оценок масштабов последствий при реализации отдельных рисков требуются хотя бы исторические данные относительно подобных событий, которые в настоящий момент недоступны.

В процессе выбора конкретной формы реализации проекта — государственный контракт или проект ГЧП — производится оценка сравнительных преимуществ каждой из этих форм, которая предполагает определение объемов условных бюджетных обязательств по укрупненным группам рисков. Процедура регламентируется методикой, утвержденной приказом Минэкономразвития России[5]. Эта методика содержит интервалы значений увеличения бюджетных обязательств в процентах для каждой группы рисков с указанием на то, что конкретные значения выбираются исходя из технико-экономических параметров проекта.

---

[5] *Приказ Минэкономразвития России № 894 от 30.11.2015 «Об утверждении Методики оценки эффективности проекта государственно-частного партнерства, проекта муниципально-частного партнерства и определения их сравнительного преимущества».*

Таким образом, для каждого проекта ГЧП до момента его принятия производится численная оценка его условных бюджетных обязательств. К сожалению, эта информация не публикуется, поэтому оценить полноту и глубину оценки не представляется возможным. Невозможно также сказать, включаются ли неявные бюджетные обязательства проекта в эту оценку и производится ли пересмотр оценок, подготовленных на этапе отбора проекта ГЧП, в дальнейшем, по мере его реализации.

УСЛОВНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ГЧП В БЮДЖЕТНОМ ПРОЦЕССЕ

Полнота вовлечения в бюджетный процесс условных обязательств проектов ГЧП в значительной мере зависит от применяемых методов бюджетного учета. Последовательное использование бюджетного учета по методу начислений в соответствии с международным стандартом IPSAS 32 включает в бюджетный процесс все обязательства для подавляющего числа проектов ГЧП. Использование бюджетного учета по кассовому методу, наоборот, оставляет за рамками бюджетного процесса все обязательства за исключением прямых. Для преодоления этого изъяна кассового метода учета требуется применение специальных механизмов для бюджетирования условных обязательств или контроля их общего объема. Как показывает международный опыт, набор таких механизмов достаточно разнообразен, а выбор конкретного механизма зависит от предпочтений отдельных стран. Рассмотрим некоторые примеры использования таких механизмов.

В австралийском штате Виктория применяется двухэтапная процедура бюджетирования проектов ГЧП [14]. На первом этапе все инвестиционные проекты должны быть одобрены как проекты прямого бюджетного финансирования, включая все операционные издержки и риски. После этого проект переходит на второй этап, на котором на основании анализа затрат и выгод выбирается конкретный механизм реализации (ГЧП или прямое бюджетное финансирование). Это позволяет в полной мере учесть влияние проектов на долгосрочную бюджетную устойчивость.

В Чили [15], где широко распространены концессии с гарантией минимального дохода частной стороны, Министерство финансов ежегодно оценивает объем бюджетных обязательств по гарантиям, предоставленным операторам проектов ГЧП, и резервирует в бюджете некий обособленный объем средств для финансирования этих условных обязательств (*contingency line*).

Ряд стран создает специальные фонды условных обязательств для проектов ГЧП [2], в которых накапливаются средства для последующей выплаты по реализовавшимся обязательствам. Эти фонды могут создаваться внутри или вне бюджета. Средства могут накапливаться на бюджетных счетах или на счетах обособленных юридических лиц, контролируемых государством. Вот лишь несколько примеров отдельных стран.

Колумбия имеет Фонд условных обязательств подразделений правительства (*Government Entities Contingent Liabilities Fund*), управляемый специальной трастовой компанией. Он финансируется за счет бюджетных отчислений и средств от управления накопленными ресурсами. Для каждой гарантии производится оценка условных бюджетных обязательств, которая утверждается Министерством финансов. После одобрения проекта ГЧП средства поступают в фонд, а объем условных бюджетных обязательств по гарантии впоследствии регулярно переоценивается.

В штате Сан-Паулу в Бразилии была создана Партнерская корпорация Сан-Паулу (*Companhia Paulista de Parcerias — CPP*) для предоставления гарантий проектам ГЧП. Она существует как доверительный фонд и является отдельным юридическим лицом, руководство которого назначается губернатором. Корпорация финансируется за счет приватизационных сделок штата.

В Индонезии действует Индонезийский фонд инфраструктурных гарантий (*Indonesia Infrastructure Guarantee Fund*). Фонд является государственной компанией, которая

работает под прямым контролем Министерства финансов. Фонд работает как «единое окно» по оценке, структурированию, выдаче гарантий инфраструктурным проектам ГЧП и удовлетворению требований по ним.

Достаточно эффективным механизмом контроля условных обязательств проектов ГЧП является введение бюджетных правил, ограничивающих общий объем обязательств этих проектов некоторой величиной. Как показывает анализ международного опыта, ограничения на общий объем обязательств проектов ГЧП могут вводиться в разных формах, например как доля от ВВП или доля от доходов бюджета. Нет единого правила, определяющего конкретный показатель этого ограничения и его предельные значения. Выбор здесь остается за правительством конкретной страны, и он весьма разнообразен (табл. 1).

Таблица 1

Примеры ограничений общего объема обязательств проектов ГЧП, применяемых различными странами

Страна	Ограничения полного объема обязательств проектов ГЧП
Перу	Законодательно определено, что приведенная стоимость всех обязательств проектов ГЧП, условных и безусловных, не должна превышать 12 % ВВП. Однако каждые три года президент может изменить уровень действующих ограничений своим указом
Бразилия	В 2004 г. законодательно было установлено, что общий объем обязательств всех проектов ГЧП не может превышать 1 % годовых чистых текущих доходов бюджетов всех уровней. Затем это ограничение было поэтапно увеличено до 5 %
Венгрия	Законодательно определено, что в каждом бюджетном году номинальный объем долгосрочных бюджетных обязательств, включая все инвестиционные и эксплуатационные расходы проектов ГЧП, не может превышать 3 % общих доходов государственного бюджета
Сальвадор	Приведенная стоимость накопленного объема прямых и условных обязательств проектов ГЧП, поддающихся численной оценке, за вычетом их доходов не может превышать 5 % ВВП

Источник: составлено автором по [2; 11].

Российская практика

Как мы уже отмечали, в России практикуется бюджетный учет по кассовому методу, который оставляет условные обязательства за рамками бюджетного учета и бюджетного процесса. Единственный вид условных бюджетных обязательств, который включен в бюджетный процесс, — это государственные гарантии по заимствованиям третьих лиц. Такие гарантии включаются в государственный долг и в этой части — в бюджетный процесс. Никаких специальных формализованных механизмов бюджетирования других условных бюджетных обязательств проектов ГЧП или контроля общего объема обязательств этих проектов в современной российской практике не применяется.

РОЛЬ МИНИСТЕРСТВА ФИНАНСОВ В УПРАВЛЕНИИ ПРОЕКТАМИ ГЧП

Сложность механизмов подготовки и реализации проектов ГЧП, принимая во внимание их исключительно долгосрочный характер, обуславливает необходимость создания единого центра управления такими проектами на всех их стадиях. Эта практика достаточно широко распространена в мире. Например, почти две трети стран ОЭСР имеют такие единые центры на национальном уровне. При этом большой объем условных бюджетных обязательств проектов ГЧП, который может представлять значительный риск для устойчивости бюджетной системы, требует создания центра управления в структуре министерства финансов. Действительно, более 60 % стран ОЭСР, имеющих такие центры, создали их в структуре министерства финансов [16].

Глубину вовлеченности министерства финансов в процесс управления проектами ГЧП можно оценить, проанализировав международные рекомендации по набору полномочий,

которые должны быть переданы министерству финансов в этом процессе. Например, Всемирный банк предлагает следующий набор полномочий, которые должны быть сосредоточены в министерстве финансов [4].

На стадии подготовки и одобрения проекта министерство финансов должно:

— проводить оценку и давать рекомендации относительно бюджетных обязательств проекта с точки зрения их соответствия бюджетным приоритетам и ограничениям, а также их влияния на долгосрочную бюджетную устойчивость и макроэкономическую стабильность;

— одобрять проект контракта и правила конкурсного отбора.

На стадии реализации проекта министерство должно:

— проводить мониторинг влияния бюджетных обязательств ГЧП (в особенности условных) на бюджетные риски;

— включать обновленные оценки бюджетных обязательств в анализ долговой и бюджетной устойчивости и публиковать это в отчетах;

— предусматривать в бюджете, а затем предоставлять финансирование для прямых и реализовавшихся условных обязательств;

— создавать резервы для условных обязательств (явных и неявных) и устанавливать фискальные правила использования ресурсов, зарезервированных для компенсаций этих условных обязательств;

— проводить сценарный анализ и стресс-тесты;

— одобрять переговоры по изменению контракта ГЧП.

Российская практика

В России в настоящее время нет единого центра, который бы осуществлял управление проектами ГЧП на всех стадиях. На федеральном уровне в этот процесс вовлечены отраслевые министерства, Минэкономразвития и Минфин России. Отраслевые министерства обеспечивают подготовку отдельных проектов и их последующее сопровождение. Минфин осуществляет бюджетный учет и бюджетирование прямых бюджетных обязательств проектов и гарантий по заимствованиям частной стороны. Пожалуй, наибольшая роль в управлении проектами ГЧП отводится Минэкономразвития, которое осуществляет всю методическую поддержку ГЧП, утверждает оценки сравнительного преимущества проектов ГЧП, т. е. выбор формы для проектов: ГЧП или государственный контракт, проводит мониторинг исполнения проектов и должно ежегодно готовить сводные результаты мониторинга. В целом, если говорить о роли Министерства финансов РФ в процессе управления проектами ГЧП, то с точки зрения лучшей мировой практики эта роль явно недооценена.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сложившаяся на текущий момент практика управления проектами ГЧП в России оставляет практически без внимания условные бюджетные обязательства этих проектов, хотя, как показывает мировой опыт, эти обязательства могут представлять значительный риск для бюджетной устойчивости. Отчасти такая ситуация связана с практикуемым в России бюджетным учетом по кассовому методу. Вместе с тем лучшая международная практика предлагает широкий спектр механизмов, позволяющих скорректировать этот изъян бюджетного учета и включить условные бюджетные обязательства проектов ГЧП в бюджетный процесс и анализ бюджетной и долговой устойчивости. Особую актуальность эти вопросы приобретают в свете задач последнего времени по совершенствованию механизмов и расширению практики использования проектов ГЧП в развитии и модернизации инфраструктуры в России.

Библиография / References

1. Bova E., Ruiz-Arranz M., Toscani F., Ture E. H. The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset. IMF Working Paper 16/14, 2016.
2. Public-Private Partnerships. Reference Guide. Version 3. Washington, DC: The World Bank, 2017.
3. A Guidebook on Public-Private Partnership in Infrastructure. Economic and Social Commission for Asia and the Pacific, United Nations, 2011.
4. Shendy R. M. E. Implementing a Framework for Managing Fiscal Commitments from Public Private Partnerships: Operational Note. Washington, DC: The World Bank, 2015.
5. Aslan C., Duarte D. How Do Countries Measure, Manage, and Monitor Fiscal Risks Generated by Public-Private Partnerships? Chile, Peru, South Africa, Turkey. WB Policy Research Working Paper, 2014, no. 7041, Washington, DC: World Bank Group, 2014.
6. Manual on Government Deficit and Debt. Implementation of ESA 2010. 2016 edition. EUROSTAT, European Union, 2016. Available at: https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-manuals-and-guidelines/-/KS-GQ-16-001.
7. Allocating Risks in Public-Private Partnership Contracts. Global Infrastructure Hub, 2016. Available at: https://ppp-risk.gihub.org/.
8. Xiong W., Zhao X., Yuan J.-F. et al. Ex Post Risk Management in Public-Private Partnership Infrastructure Projects. *Project Management Journal*, 2017. 48 (3), 76–89. Available at: https://doi.org/10.1177/875697281704800305/.
9. IPSAS 32 — Service Concession Arrangements: Grantor. International Federation of Accountants, 2013.
10. Government Finance Statistics Manual 2001 (GFSM 2001). International Monetary Fund, 2001.
11. Funke K., Irwin T., Rial I. Budgeting and Reporting for Public-Private partnerships. International Transport Forum Discussion Paper No. 2013-7. Available at: https://doi.org/10.1787/2223439X.
12. Hughes R., Josephs T., Karolova V. et al. Russian Federation, Fiscal Transparency Evaluation, IMF Country Report No. 14/134. International Monetary Fund, 2014.
13. Demaestri E., Moskovits C. Toolkit for the Identification, Measurement, Monitoring, and Risk Management of Contingent Sovereign Liabilities. Technical Note № IDB-TN-912. Inter-American Development Bank, 2016.
14. Irwin T., Mokdad T. Managing Contingent Liabilities in Public-Private Partnerships. Practice in Australia, Chile, and South Africa. The World Bank, 2010.
15. Cebotari A. Contingent Liabilities: Issues and Practice. IMF Working Paper 08/245, 2008.
16. Dedicated Public-Private Partnership Units. A Survey of Institutional and Governance Structures. OECD, 2010. Available at: https://doi.org/10.1787/9789264064843-en.

A. D. Andryakov

Contingent Government Liabilities of PPP Projects: International Experience and Russian Practice

Author's affiliation:
Alexander D. Andryakov *(e-mail: alex@eeg.ru), ORCID 0000-0002-3351-4679, Economic Expert Group, Moscow 109012, Russian Federation; Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation*

Abstract
This study discusses only one aspect of the public-private partnership (PPP), namely contingent government liabilities of PPP projects. PPP is long and widely used mechanism for infrastructure development in the world. An extensive international experience and recommendations for accounting, reporting, budgeting and managing contingent government liabilities of PPP projects are available to experts and professionals. Russia has relatively recently begun to use PPP mechanism and issues of PPP contingent government liabilities have not been widely discussed in the literature. The author presents a comparison of international experience and Russian practice in dealing with PPP contingent government liabilities, which shows that all these liabilities except state guaranties on private party debt are excluded from budgetary process and management in Russia. It is only partly due to the budget accounting on cash basis adopted in Russia, because international experience presents a variety of mechanisms to overcome problems of this particular accounting system.

Keywords:
public-private partnership, contingent government liabilities, implicit government liabilities, budget accounting

JEL: *H54, H43, H41*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-59-70

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6-71-82

М. И. Куделич

«Фабрика проектного финансирования»: проблемы и риски для бюджета

Макар Игоревич Куделич *(e-mail: kudelich@nifi.ru), к. ю. н., ведущий научный сотрудник Центра отраслевой экономики Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)*

Аннотация

Состоявшийся в начале 2018 г. запуск программы «Фабрика проектного финансирования» стал новым этапом в развитии проектного финансирования с государственной поддержкой в России. Вместе с тем правила программы создают неоправданный дисбаланс в принятии на себя государством высоких рисков проектного финансирования, которые по общему правилу неискаженной рыночной среды должны нести инвесторы. В связи с этим в настоящей статье рассматриваются ключевые признаки и особенности «Фабрики проектного финансирования», а также содержатся предложения по совершенствованию правил программы с целью повышения обоснованности расходов федерального бюджета и уменьшения рисков государства при реализации инвестиционных проектов в рамках «Фабрики».

Ключевые слова:

«Фабрика проектного финансирования», федеральный бюджет, инвестиционный проект, специализированное общество проектного финансирования, Государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ», субсидии, государственные гарантии

JEL: *H54, H81*

Среди направлений государственного содействия экономической деятельности особое место принадлежит государственной поддержке реализации инвестиционных проектов на основе проектного финансирования (далее — ПФ).

Понятие ПФ является сравнительно новым для российского законодательства, и долгое время оно имело определение лишь в научной среде. Так, еще до внедрения данного термина в российское право А. Л. Смирнов определял проектное финансирование как «кредитные операции, основанные на жизнеспособности собственно финансируемого проекта, при которых основным источником возврата кредитных ресурсов являются генерируемые в будущем денежные потоки (или их прирост) от инвестируемого объекта» [1]. И. А. Никонова рассматривала проектное финансирование как «мультиинструментальную форму финансирования специально созданного для реализации проекта (*Special Purpose Vehicle*, SPV), при которой будущие денежные потоки проекта являются основным обеспечением возврата заемных средств и выплаты доходов инвесторам» [2]. Примерно такой же точки зрения придерживались и иные авторы [3–5].

Источником такого подхода во многом выступали зарубежные теоретические и практические источники. Так, Л. Вайнант [6] определяет проектное финансирование как финансирование крупных капиталовложений, сформированных спонсорами с помощью собственных активов и общецелевых обязательств, эксперты Всемирного банка — как использование безоборотного финансирования с целью исполнения обязательств по

кредитным договорам с помощью полученной специальной проектной компанией (SPV) прибыли и иных ее активов (или с условием обеспечения обязательств по таким договорам не только активами SPV, но и активами ее учредителей-спонсоров). С. Гатти считает ПФ видом структурированных финансовых сделок, обязательный элемент которого — специально созданное инвесторами за счет собственного капитала или привлекаемых «мезонинных» кредитов (*mezzanine loan*) SPV, активы которого выступают предметом обеспечения обязательств перед кредиторами, а полученная им в рамках проекта прибыль — основным источником погашения долгов [7].

Таким образом, вне зависимости от тех или иных обязанностей ПФ, которые артикулируются различными авторами с учетом специфики их деятельности, представления интересов той или иной группы участников отношений в сфере ПФ (банки, инвесторы, государство) или сферы научных интересов, абсолютное большинство исследователей в качестве ключевого признака ПФ рассматривают то обстоятельство, что возврат привлеченных в проект заемных и собственных средств обеспечивается за счет будущих доходов от использования или реализации имущества, создаваемого (реконструируемого) при реализации проекта. Иными словами, при проектном финансировании основным инвестиционным рычагом проекта становятся не существующие, а будущие активы, которые, как справедливо отмечают специалисты, «сами по себе имеют конкретную стоимость» [3]. С инвестиционной точки зрения это означает исключительно высокий уровень риска при реализации проекта, что как следствие порождает все прочие особенности и неотъемлемые признаки ПФ, включая:

а) создание для реализации проекта и привлечения финансирования (как правило, путем выпуска облигаций) специального юридического лица — проектной компании (SPV) с ограниченной правоспособностью, льготным налогообложением, особым порядком управления и защитой от банкротства, которое позволяет обеспечить защиту повышенных рисков кредиторов проекта;

б) обеспечение прав кредиторов по проекту залогом имущества, прав требований проектной компании и иными способами, в том числе с использованием специальных механизмов банковского обслуживания — номинальных счетов и счетов эскроу;

в) регулирование отношений инвесторов по проекту специальным соглашением, определяющим их согласованную политику по участию в проекте и порядок принятия решений по управлению им.

Таким образом, большинство иных ключевых признаков ПФ обусловлены исключительно потребностями минимизации рисков инвесторов (кредиторов) по проекту (секьюритизации) и являются следствием того, что «основным юридическим риском в проектном финансировании является риск ненадлежащего обеспечения сохранности и возврата произведенных инвестиций» [8].

Длительное отсутствие в российском законодательстве положений, которые позволяли бы реализовать указанные особенности при структурировании проектов в рамках ПФ (невозможность залога будущих прав и денежных требований, защиты денежного потока с помощью номинального счета, ограничения правоспособности проектной компании и т. д.), приводили к исключительно низкой инвестиционной активности в этой сфере. Как отмечали специалисты, несмотря на то что в России уже к концу 2000-х годов сложились объективные предпосылки для развития ПФ, «эти процессы сдерживались прежде всего недостаточной развитостью банковской системы и слабой капитализацией банковского сектора, недостатками действующего российского законодательства и сложившейся практикой российских арбитражных судов» [9]. Единство мнений в целом наблюдалось и в отношении необходимых законодательных изменений. Так, экспертами отмечалось, что «для того, чтобы проектное финансирование реально заработало, необходимо <...> законодательно установить новые виды залогов, таких, как залог прав по договору, залог

будущего объекта недвижимости, будущих прав. Параллельно целесообразно предусмотреть соответствующие механизмы уступки прав и обязанностей по договору, в частности уступки прав на будущую выручку, денежный поток, создаваемые активы» [3].

Иными словами, значительное количество активов, потенциально являющихся оборотоспособными и способными привлекать инвестиции, не могли быть вовлечены в экономику в силу законодательных запретов, имеющихся ограничений или полного отсутствия правового регулирования.

Однако принятие Федерального закона № 379-ФЗ от 21.12.2013 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ», которым были наконец устранены основные имевшиеся барьеры для реализации ПФ (в частности, введено понятие и особенности статуса специализированного общества ПФ[1], решены вопросы номинального счета и счета эскроу, залога будущих прав требования и прав по договору банковского счета и т. д.), не привело к сколько-нибудь существенному росту практики ПФ в России.

Как отмечают специалисты, несмотря на то что с момента появления специализированных обществ ПФ прошло уже около трех лет, по состоянию на конец 2016 г. ни одна из сделок с участием таких организаций еще не была завершена. В связи с этим приходится констатировать, что новые возможности финансирования, по всей видимости, еще не восприняты рынком в полной мере [10]. Даже реализация первой в истории России Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории РФ на основе проектного финансирования (утв. Постановлением Правительства РФ № 1044 от 11.10.2014), как и предсказывалось экспертами, не обеспечила намеченного роста кредитования инвестиционных проектов, увеличила риски Банка России и оказалась неэффективной, т. е. убыточной, для экономики страны [11].

Иными словами, стало очевидно, что одного только создания необходимых организационно-правовых условий для широкомасштабного развертывания ПФ в России недостаточно. В таких условиях задачу придания импульса развитию ПФ в России взяло на себя государство путем финансового обеспечения различных мер государственной поддержки в рамках новой программы «Фабрика проектного финансирования»[2] (далее — Программа, «Фабрика»), которая стала новым этапом в развитии ПФ в России.

Программой впервые в российское законодательство был введен собственно термин «проектное финансирование», под которым понимается вид долгосрочного (на срок не менее трех лет) финансирования инвестиционного проекта в форме предоставления кредита (займа), при котором источником погашения задолженности являются доходы от использования или реализации имущества, созданного и (или) приобретенного при реализации инвестиционного проекта.

По существу «Фабрика» представляет собой инициированный государством механизм поддержки инвестиционных проектов через учрежденное Государственной корпорацией развития «ВЭБ.РФ» и полностью принадлежащее ему общество с ограниченной ответственностью «Специализированное общество проектного финансирования Фабрика проектного финансирования» (далее — СОПФ ФПФ). Иными словами, данная программа представляет собой своего рода квазигосударственный механизм ПФ, поскольку основная

---

[1] *Целями и предметом деятельности специализированного общества проектного финансирования являются финансирование долгосрочного (на срок не менее трех лет) инвестиционного проекта путем приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, а также путем приобретения иного имущества, необходимого для осуществления или связанного с осуществлением такого проекта, и осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества.*

[2] *Утв. Постановлением Правительства РФ № 158 от 15.02.2018 «О программе "Фабрика проектного финансирования"».*

роль в предоставлении заемщикам кредитных средств отводится программой самому ВЭБ.РФ и учрежденному им СОПФ ФПФ, а частные средства предполагается привлекать путем размещения СОПФ ФПФ облигаций, а также в рамках предоставления заемщикам синдицированных кредитов совместно с кредиторами, заключившими соглашения с ВЭБ.РФ об участии в Программе.

Следует отметить, что в программе «Фабрика» основным способом финансирования проекта является предоставление синдицированных займов (кредитов), а не приобретение денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления инвестиционного проекта, с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления инвестиционного проекта, что не соответствует ключевому признаку ПФ.

Специально для осуществления СОПФ ФПФ проектного финансирования через предоставление займов в Федеральный закон № 39-ФЗ от 22.04.1996 «О рынке ценных бумаг» были внесены изменения, согласно которым устанавливается его особый статус. Этот статус предполагает, что в отличие от традиционного специализированного общества проектного финансирования СОПФ ФПФ вправе финансировать долгосрочные инвестиционные проекты также путем предоставления займов, что и предусмотрено Программой.

Принимая во внимание иные, предусмотренные Программой особенности статуса СОПФ ФПФ, становится очевидной трансформация СОПФ ФПФ из традиционного, предусмотренного законом «О рынке ценных бумаг» специализированного общества проектного финансирования в квазигосударственный кредитный инструмент, отделенный от ВЭБ.РФ исключительно в целях секьюритизации активов, но сохраняющий неограниченные возможности финансовой поддержки с его стороны. По существу СОПФ ФПФ задумано как своего рода «локомотив» проектного финансирования, финансовое состояние которого с точки зрения потенциальных покупателей облигаций должно быть безупречным, т. к. ВЭБ.РФ осуществляет не только полное финансовое обеспечение всех обязательств СОПФ ФПФ перед владельцами облигаций и даже перед самим собой всеми доступными средствами (подп. и) п. 5 Программы), но и «чистку» его проблемных активов путем обязательного приобретения дефолтных требований к заемщикам (подп. к) п. 5 Программы). Фактически это делает СОПФ ФПФ неуязвимым к рискам, связанным с его деятельностью, и предполагает повышенный интерес инвесторов к приобретению эмитируемых облигаций.

Кредиты в рамках Программы предоставляются на цели финансирования проекта «Фабрики», под которым понимается соответствующий установленным требованиям и отобранный ВЭБ.РФ инвестиционный проект, представляющий собой «комплекс взаимосвязанных мероприятий и процессов по созданию, развитию, модернизации и эксплуатации производственных мощностей и (или) объектов инфраструктуры, созданию предприятий как имущественного комплекса, созданию и внедрению технологий, созданию и организации нового производства продукции, расширению имеющихся производственных мощностей, созданию и производству продукции и иного имущества»[3].

Следует отметить, что Программа делает акцент на инфраструктурных и производственных проектах, однако не ограничивается только такими типами проектов. Такой подход в целом соответствует необходимым признакам ПФ, однако позволяет реализовывать в рамках «Фабрики» также проекты неинфраструктурного характера, например связанные с «развитием международной интеграции», «внедрением наилучших доступных технологий и снижением негативного воздействия на окружающую среду»[4].

---

[3] *Пункт 3 правил Программы.*

[4] *См. Отраслевые направления финансирования инвестиционных проектов в рамках Программы.*

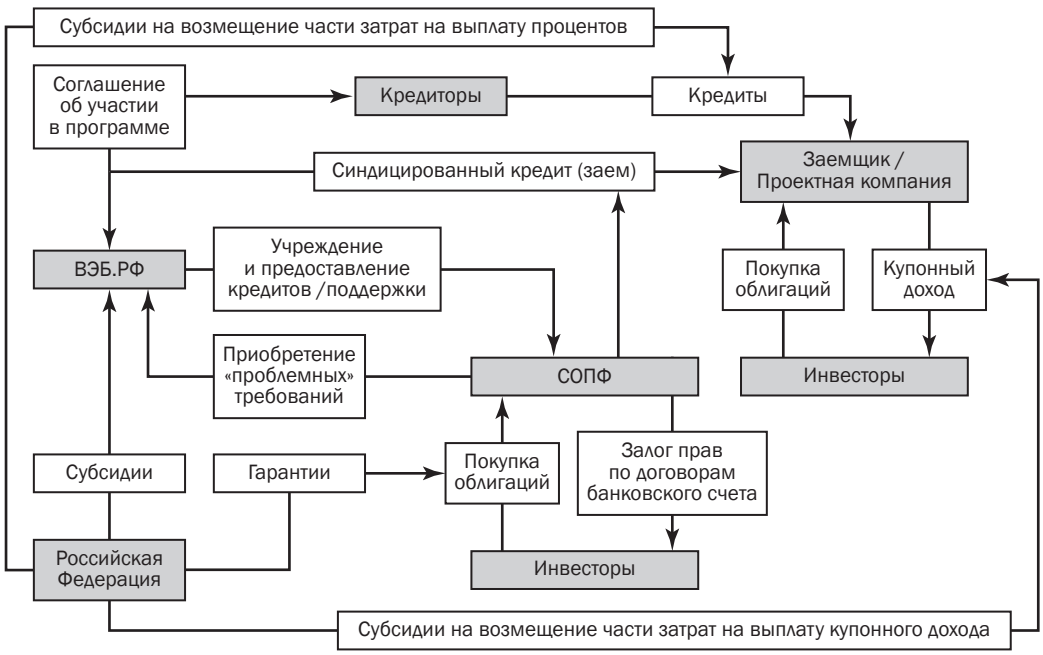
К сожалению, Программа прямо не предусматривает залога денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления проекта «Фабрики», с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, однако не исключает такую возможность.

Государственная поддержка в рамках Программы включает в себя предоставление субсидий ВЭБ.РФ из федерального бюджета на возмещение расходов в связи с предоставлением кредитов и займов, а также государственных гарантий РФ по облигационным займам, привлекаемым СОПФ ФПФ. Кроме того, заемщик может быть получателем государственной поддержки в виде субсидий из федерального бюджета на возмещение части затрат по выплате купонного дохода по размещенным облигациям и (или) уплате процентов по кредитам, привлеченным на цели реализации инвестиционного проекта (подп. с) п. 6 Программы).

В целом предусмотренный правилами Программы механизм «Фабрики», основные элементы которого рассмотрены выше, представлен на рис. 1.

Рисунок 1

Механизм «Фабрики проектного финансирования»



Источник: составлено авторами.

Следует признать, что Программа не лишена некоторых положительных черт, соответствующих специфике и потребностям ПФ. Так, к числу преимуществ Программы следует отнести:

1. Использование механизмов синдицированного и траншевого кредитования, позволяющего снизить риски как займодателей, так и заемщиков, а также административные расходы на предоставление кредита. Вместе с тем положительный характер данного обстоятельства во многом нивелируется ключевой ролью в предоставлении финансирования ВЭБ.РФ и в конечном счете государства, которое берет на себя по существу все инвестиционные риски как покупателей облигаций СОПФ ФПФ (права которых обеспечены через государственные гарантии и неограниченную финансовую поддержку исполнения

обязательств СОПФ ФПФ Государственной корпорацией развития «ВЭБ.РФ»), так и участников синдиката кредиторов (риски которых минимизируются путем предоставления ВЭБ.РФ субсидий для исполнения обязательств по заключенным ВЭБ.РФ с участниками синдиката кредиторов договорам[5]). Такая ситуация создает неоправданный дисбаланс в принятии на себя государством в лице ВЭБ.РФ высоких рисков ПФ, которые по общему правилу неискаженной рыночной среды должны нести инвесторы.

2. Использование базового принципа ПФ, предполагающего, что источником погашения задолженности будут выступать доходы от использования или реализации имущества, созданного и (или) приобретенного при реализации инвестиционного проекта. Однако положительное значение такого подхода по существу устраняется тем обстоятельством, что Программа предусматривает финансирование проектов путем предоставления займов, а не путем приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления инвестиционного проекта, с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, а также путем приобретения иного имущества, необходимого для осуществления или связанного с осуществлением такого проекта. Одновременно с этим права кредиторов согласно Программе обеспечиваются залогом имущества, принадлежащего заемщику, а также создаваемого и приобретаемого в рамках реализации проекта «Фабрики», а не залогом будущих прав требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией проекта.

3. Потенциальное ограничение сферы применения Программы инвестиционными проектами, направленными на создание или модернизацию инфраструктуры, объектов промышленности, развитие технологий в области связи и информационных технологий, экспорта товаров и услуг и т. д. Иными словами, в Программе предпринята попытка обеспечить государственную поддержку традиционных для ПФ сфер инвестиционной активности. Однако положительный аспект данного обстоятельства в значительной степени снижается слишком широким определением инвестиционного проекта (которое предполагает открытый перечень возможной продукции и имущества), а также общим характером отраслевых направлений финансирования инвестиционных проектов в рамках «Фабрики» (которые позволяют выйти за рамки инфраструктурных и промышленных проектов и проектов в сфере технологий и получить финансирование, например на «развитие международной интеграции», «внедрение наилучших доступных технологий» и «снижение негативного воздействия на окружающую среду»). Едва ли «развитие международной интеграции» как инвестиционный проект способно генерировать будущий доход от использования или реализации какого-либо имущества, обеспечивающий погашение задолженности.

4. Использование инструментов залога прав по договорам банковского счета для обеспечения исполнения обязательств СОПФ ФПФ перед владельцами облигаций соответствует практике и признакам ПФ. В то же время Программа предусматривает обязанности по неограниченной финансовой поддержке СОПФ ФПФ со стороны ВЭБ.РФ по таким обязательствам, в результате чего данный инструмент становится скорее номинальным, чем реальным способом обеспечения прав держателей облигаций, которые при принятии решений об их приобретении будут в первую очередь учитывать предусмотренные Программой обязанности ВЭБ.РФ по исполнению обязательств СОПФ ФПФ, а не залог его прав по договору банковского счета.

---

[5] *Эти договоры предусматривают обязательства сторон уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения величины процентной ставки и (или) уровня индекса потребительских цен, обеспечивают снижение процентных рисков указанных участников синдиката кредиторов по предоставленным ими заемщику в российских рублях субтраншам с фиксированной процентной ставкой.*

Программа не свободна и от ряда других недостатков, следствием которых могут стать необоснованные расходы федерального бюджета как по предоставлению субсидий из федерального бюджета в виде имущественных взносов РФ в ВЭБ.РФ на возмещение расходов в связи с предоставлением кредитов и займов в рамках реализации механизма «Фабрики», так и по государственным гарантиям по облигационным займам СОПФ ФПФ, предоставленным Российской Федерацией в соответствии с распоряжением Правительства РФ № 1647-р от 07.08.2018 «О предоставлении государственной гарантии Российской Федерации ООО “Специализированное общество ПФ Фабрика ПФ”».

ПОРЯДОК ОТБОРА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

К числу основных проблем Программы, повышающих риски федерального бюджета при реализации инвестиционных проектов в рамках «Фабрики», относится порядок отбора инвестиционных проектов для участия в ней.

Программа предусматривает лишь базовые требования к проектам, а порядок отбора, проведения экспертизы, структурирования инвестиционных проектов, а также порядок мониторинга реализации проектов «Фабрики» осуществляется в соответствии с внутренним документом ВЭБ.РФ — Регламентом программы «Фабрика» ПФ, который утверждается по согласованию с Министерством экономического развития РФ. В этом безусловно прослеживается попытка исключить избыточное регулирование этих вопросов на нормативном уровне, но вместе с тем создаются условия для отбора ВЭБ.РФ проектов фактически по своему усмотрению. Иными словами, имеет место слишком дискреционный подход к порядку отбора проектов (п. 3). Предусмотренные Программой критерии отбора инвестиционных проектов (территория и срок реализации, минимальная полная стоимость, необходимое соотношение заемных и собственных средств, срок финансирования и окупаемости, соответствие отраслевым направлениям финансирования)[6] имеют слишком общий характер. Это не позволяет государству гарантировать отбор наиболее экономически эффективных инвестиционных проектов с учетом принципа конкуренции за предоставление средств государственной поддержки, а также проектов, действительно соответствующих потребностям страны в развитии инфраструктуры с учетом приоритетов социально-экономического развития. В таких условиях, как представляется, порядок отбора инвестиционных проектов следовало бы в основных чертах (прежде всего в части экспертизы) урегулировать непосредственно в Программе, а не во внутреннем документе ВЭБ.РФ, пусть даже и подлежащем согласованию с органом государственной власти. При этом правила (порядок) отбора и экспертизы таких проектов, закрепляемые непосредственно в правилах Программы, должны предусматривать:

— обязательную проверку соответствия инвестиционного проекта целям, приоритетным направлениям и целевым показателям по основным направлениям стратегического развития РФ в соответствии с документами стратегического планирования, разрабатываемыми и утверждаемыми в соответствии с Федеральным законом № 172-ФЗ от 28.06.2014 «О стратегическом планировании в РФ» и (или) указаний или поручений Президента РФ, Правительства РФ;

— обязательность учета при отборе инвестиционных проектов информации о ходе реализации и финансирования ранее отобранных аналогичных инвестиционных проектов и о ключевых проблемах их реализации как с точки зрения государства, так и с точки зрения инвестора;

— обеспечение прозрачности и открытости информации об отборе и экспертизе проектов и ходе их реализации на основе нормативного закрепления требований об обяза-

[6] *См. п. 9 правил Программы.*

тельной публикации информации по проекту (за исключением сведений, относящихся к государственной тайне или конфиденциальной коммерческой информации);

— обязательность привлечения для отбора и экспертизы инвестиционных проектов независимых (прежде всего от ВЭБ.РФ) экспертов с целью обязательного формирования набора альтернативных инвестиционных проектов, направленных на решение аналогичных задач для стимулирования конкуренции за предоставление средств государственной поддержки и возможности выбора наиболее экономически эффективного инвестиционного проекта[7].

РЕЖИМ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ВЭБ.РФ СОГЛАШЕНИЙ С КРЕДИТОРАМИ

В соответствии с подп. д) п. 5) правил Программы предусматривается непрозрачный и по существу неурегулированный режим заключения ВЭБ.РФ с кредиторами соглашений об участии в Программе, что не только образует правовой пробел в определении требований, которым должны соответствовать такие кредиторы, но и создает почву для возможных злоупотреблений, в том числе немотивированного ограничения в допуске к участию в синдикате заинтересованных кредиторов. Кроме того, отсутствие какого-либо нормативного регулирования по вопросам этих соглашений и отбора кредиторов создает для государства риски предоставления ВЭБ.РФ дополнительных субсидий для исполнения обязательств по заключенным ВЭБ.РФ с участниками синдиката кредиторов договорам.

В таких условиях в правилах Программы следует предусмотреть, что отбор кредиторов для участия в ней должен быть открытым, прозрачным, осуществляться по утвержденным Правительством РФ правилам и предусматривать *соответствие потенциальных кредиторов следующим обязательным требованиям*:

— отсутствие аффилированности в отношении ВЭБ.РФ и членов органов его управления и их родственников;

— наличие собственных средств (капитала) в установленном размере по состоянию на последнюю отчетную дату;

— наличие присвоенного кредитного рейтинга не ниже установленного уровня;

— отсутствие просроченной задолженности по налоговым и иным обязательным платежам;

— отсутствие возбужденных дел о несостоятельности (банкротстве) и или ликвидации;

— раскрытие организацией, а также всеми организациями, входящими в одну с ней группу, информации о своей деятельности в соответствии с установленными требованиями;

— наличие опыта реализации минимального количества инвестиционных проектов в течение установленного периода времени на минимальную определяемую сумму;

— наличие структурного подразделения для осуществления кредитования инвестиционных проектов и участия в синдикате кредиторов.

Правила отбора кредиторов для участия в Программе, как представляется, должны предусматривать в том числе:

— проведение отбора кредиторов для участия в Программе на конкурсной основе;

— проведение отбора кредиторов для участия в Программе путем размещения на официальном сайте ВЭБ.РФ уведомления о начале отбора и правилах его проведения;

— условия соответствия кредиторов обязательным требованиям, указанным выше;

---

[7] *Лицо, привлекаемое для проведения отбора и экспертизы инвестиционных проектов, должно удовлетворять требованиям к опыту работы в качестве финансового консультанта по отбору и (или) мониторингу инвестиционных проектов, установленным требованиям к международной репутации, к наличию в организационной структуре специализированного подразделения, осуществляющего мониторинг реализации и финансирования инвестиционных проектов на каждой стадии жизненного цикла.*

— сроки, состав и требования к документам, предоставляемым кредиторами, желающими участвовать в отборе, в Государственную корпорацию развития «ВЭБ.РФ»;

— требования к составу и порядку работы органа ВЭБ.РФ, осуществляющего отбор кредиторов для участия в Программе, порядок принятия решений и их оформления;

— основания для отказа в отборе в качестве кредитора для участия в Программе;

— сроки, порядок заключения и форму типового соглашения ВЭБ.РФ, заключаемого с кредитором, отобранным для участия в Программе.

ПОРЯДОК МОНИТОРИНГА РЕАЛИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Как уже отмечалось выше, правила Программы предусматривают, что порядок мониторинга реализации проектов «Фабрики», как и порядок отбора, проведения экспертизы, структурирования инвестиционных проектов, планируемых к поддержке, устанавливается внутренним документом ВЭБ.РФ.

Как представляется, такой диспозитивный подход существенно увеличивает риски федерального бюджета в части возникновения обязательств по государственным гарантиям в отношении облигационных займов СОПФ ФПФ, поскольку создает неопределенность в вопросах контроля за исполнением обязательств участниками инвестиционного проекта, в т. ч. по осуществлению инвестиций, а также по управлению рисками реализации инвестиционного проекта.

В связи с этим, как представляется, правила Программы должны непосредственно устанавливать базовые положения относительно порядка мониторинга реализации инвестиционных проектов, получивших поддержку в ее рамках.

КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ ВЭБ.РФ

Положения Программы предусматривают роль ВЭБ.РФ как:

— займодателя, предоставляющего средства для реализации инвестиционных проектов, отобранных для участия в Программе в составе синдиката кредиторов;

— лица, которому принадлежит 100 % долей в уставном капитале СОПФ ФПФ и на которое возложены по существу неограниченные обязанности по оказанию СОПФ ФПФ безвозмездной финансовой поддержки, что делает данных лиц аффилированными по отношению друг к другу;

— лица, выполняющего функции агента Правительства РФ в соответствии с федеральным законом о федеральном бюджете на соответствующий финансовый год и плановый период по вопросам предоставления государственных гарантий РФ, сопровождения, администрирования и исполнения предоставленных государственных гарантий РФ, в том числе по вопросам ведения аналитического учета предоставленных государственных гарантий РФ, обязательств принципалов, их поручителей (гарантов) и иных лиц в связи с предоставлением и исполнением государственных гарантий РФ, анализа финансового состояния и взыскания задолженности указанных лиц[8].

Такая ситуация фактически подразумевает прямой конфликт интересов ВЭБ.РФ как кредитора по инвестиционным проектам, отобранным для участия в Программе, опосредованного бенефициара по государственной гарантии (как владельца СОПФ ФПФ) и как агента Правительства РФ по вопросам предоставления государственных гарантий, призванного отстаивать интересы РФ в этой сфере. Осуществляя проверку и анализ документов, представленных для получения государственной гарантии собственной дочерней организацией, ВЭБ.РФ выносит заключение о возможности или невозможности ее

[8] *Федеральный закон № 362-ФЗ от 5 декабря 2017 г. (ред. от 03.07.2018) «О федеральном бюджете на 2018 год и на плановый период 2019 и 2020 годов». Подп. 2 п. 5 ст. 18.*

предоставления, то есть фактически проверяет сам себя. Еще одним примером проверки «самого себя» являются положения п. 52 Постановления Правительства РФ № 654 от 06.06.2018 о том, что ВЭБ.РФ осуществляет проверку фактов нецелевого использования денежных средств (сумм), полученных СОПФ ФПФ в результате привлечения облигационных займов (размещения облигаций в рамках программы облигаций), обеспеченных государственной гарантией.

Будучи заинтересованным в выплате государственной гарантии лицом не только в силу владения СОПФ ФПФ, но и в силу возложенных на него обязанностей по оказанию финансовой и иной поддержки СОПФ ФПФ, ВЭБ.РФ наделен правом подготовки от имени РФ заключения, содержащего выводы о признании/непризнании требования кредитора об исполнении гарантии (с учетом дополнения к требованию) и прилагаемых к нему документов обоснованными и соответствующими условиям гарантии. Таким образом, фактически речь идет о совпадении в одном лице как гаранта (РФ), так и принципала (СОПФ ФПФ) по государственной гарантии с одновременной заинтересованностью в ее предоставлении и осуществлении выплат по ней со стороны ВЭБ.РФ как лица, на которое возложена обязанность по оказанию на безвозмездной основе финансовой поддержки СОПФ ФПФ. Так, правилами Программы (подп. к) п. 5 Программы; подп. в) п. 13 Постановления Правительства РФ № 654 от 06.06.2018) предусмотрена безусловная обязанность приобретения ВЭБ.РФ прав (требований) СОПФ ФПФ к заемщикам по так называемым дефолтным обязательствам (по которым допущена длительная просрочка исполнения, заемщик признан банкротом и т. д.) по стоимости, равной номинальному размеру задолженности заемщика перед обществом по договору синдицированного кредита (займа) по основному долгу и начисленным на дату перехода к ВЭБ.РФ прав (требований) процентам, уменьшенной на сумму, фактически полученной СОПФ ФПФ в период до дня перехода к ВЭБ.РФ прав (требований) в составе уплаченных всеми заемщиками процентов. Учитывая, что залогом данных денежных требований к заемщику обеспечивается исполнение обязательств по облигациям, размещенным СОПФ ФПФ, ВЭБ.РФ, приобретая права по «плохим» кредитам СОПФ ФПФ, фактически становится бенефициаром по государственной гарантии, поскольку без выплаты по ней исполнение обязательств по облигациям, обеспеченным залогом принадлежащих ему дефолтных прав, становится его обязанностью и обеспечивается за счет его собственных средств.

Ярким примером административного конфликта интересов ВЭБ.РФ является положение подп. м) п. 24 Постановления Правительства РФ № 654 от 06.06.2018, согласно которому в рамках заключаемого между Министерством финансов РФ, СОПФ ФПФ и ВЭБ.РФ (как агента Правительства РФ по вопросам государственных гарантий) соглашения предусматриваются обязательства СОПФ ФПФ уведомлять агента Правительства РФ о возникновении обстоятельств (случаев), являющихся основанием для выкупа ВЭБ.РФ у принципала денежных требований, и фактах выполнения (невыполнения) ВЭБ.РФ обязательств по указанному выкупу денежных требований. Иными словами, дочернее общество ВЭБ.РФ уведомляет ВЭБ.РФ об исполнении (неисполнении) ВЭБ.РФ установленных в отношении его самого обязанностей для принятия им же соответствующих мер.

В таких условиях, как представляется, необходимо исключить выполнение ВЭБ.РФ функций агента Правительства РФ по предоставлению государственных гарантий РФ, сопровождению, администрированию и исполнению предоставленных государственных гарантий РФ и определить для этого другое лицо, независимое от участников «Фабрики».

УСЛОВИЯ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ГАРАНТИЙ

Пункт 45 Постановления Правительства РФ № 654 от 06.06.2018 предусматривает, что исполнение в полном объеме или в какой-либо части гарантии не ведет к возникновению

права государства требовать от СОПФ ФПФ в порядке регресса возмещения денежных средств (сумм), уплаченных по гарантии. Равным образом этим же Постановлением Правительства РФ не предусматривается, что исполнение гарантом государственной гарантии обусловлено уступкой гаранту прав требования бенефициара к принципалу.

Несмотря на то что п. 12 ст. 115 Бюджетного кодекса РФ (БК РФ) допускает исполнение гарантом государственной или муниципальной гарантии на условиях, которые не ведут к возникновению права регрессного требования гаранта к принципалу и не обусловлены уступкой гаранту прав требования бенефициара к принципалу, такой подход создает необоснованные риски для федерального бюджета и должен быть изменен. Такое изменение как минимум должно предполагать введение в Постановление Правительства РФ № 654 от 06.06.2018 правила о том, что исполнение Российской Федерацией в полном объеме или в какой-либо части государственной гарантии обусловлено уступкой гаранту прав требования владельцев облигаций к СОПФ ФПФ.

Пунктом 20 данного Постановления Правительства РФ установлено, что анализ финансового состояния СОПФ ФПФ при предоставлении государственной гарантии, в том числе при принятии Министерством финансов РФ решения о заключении договора о предоставлении гарантии, не осуществляется. Такое положение не только создает риски для федерального бюджета, но и прямо противоречит ст. 115.2 БК РФ, согласно которой анализ финансового состояния принципала может не проводиться только при предоставлении государственной или муниципальной гарантии для обеспечения обязательств по возмещению ущерба, образовавшегося при наступлении гарантийного случая некоммерческого характера. Поскольку в данном случае соответствующие правоотношения имеют исключительно коммерческий характер, учитывая необходимость устранения противоречия с БК РФ, а также потребность уменьшения рисков федерального бюджета при реализации инвестиционных проектов, необходимо предусмотреть обязательность проведения анализа финансового состояния СОПФ ФПФ для целей предоставления государственной гарантии по эмитируемым облигациям.

Таким образом, реализация указанных выше мероприятий по изменению правил Программы будет способствовать повышению качества обоснования расходов федерального бюджета и уменьшению его рисков при реализации инвестиционных проектов в рамках механизма «Фабрики проектного финансирования».

Библиография

1. Смирнов А. Л. Юридические аспекты и вопросы востребованности проектного финансирования // Юридическая работа в кредитной организации. 2011. № 4.
2. Никонова И. А. Проектный анализ и проектное финансирование. М.: Альпина Паблишер, 2012.
3. Шохин С. О. Совершенствование нормативно-правового регулирования проектного финансирования // Юрист. 2013. № 24. С. 32–34.
4. Сведенцов В. Л. Организация проектного финансирования: проблемные зоны // Банковское кредитование. 2007. № 5.
5. Буркова А. Ю. Особенности проектного финансирования и перспективы его развития в России // Банковское кредитование. 2011. № 1.
6. Wynant L. Essential elements of project financing / Harvard Business Review. May–June 1980.
7. Gatti S. Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. Academic Press, 2008.
8. Крупышев Д. А., Соболев Д. А. Правовые риски в рамках проектного финансирования // Юридическая работа в кредитной организации. 2011. № 4.
9. Смирнов А. Л. Проектное финансирование как инструмент реализации инвестиционных проектов // Банковское кредитование. 2011. № 2.
10. Ушаков О., Фильчуков А. Компании спецназначения. Новые возможности для проектного финансирования по российскому законодательству // Финансовая газета. 2016. № 11.
11. Никонова И. А. Об эффективности господдержки в России проектного финансирования // Инновации и инвестиции. 2015. № 8. С. 14–18.

M. I. Kudelich

"Factory" for Project Financing: Budget Problems and Risks

Author's affiliation:
Makar I. Kudelich *(e-mail: kudelich@nifi.ru), ORCID 0000-0002-3139-8619, Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation*

Abstract
The launch of the "Factory" for Project Financing program in early 2018 was a new stage in the development of project financing in Russia with state support. At the same time, the rules of the program create certain imbalance in risks allocation between government and private investors comparing to general rules of undistorted market environment. In this regard, this article discusses the key features of project financing "Factory" program and also contains proposals for program improvement rules in order to increase justification of federal budget expenditures and reduce the risks of state when implementing investment projects within the program.

Keywords:
"Factory" for project financing, federal budget, investment project, specialized society of project financing, State Development Corporation "VEB.RF", subsidies, state guarantees

JEL: *H54, H81*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-71-82

References

1. Smirnov A. L. Legal Aspects and Demand Questions of Project Financing. *Yuridicheskaya rabota v kreditnoj organizatsii — Legal Work in a Credit Institution*, 2011, no. 4.
2. Nikonova I. A. Project Analysis and Project Financing. Moscow: Alpina Publisher Publ., 2012.
3. Shokhin S. O. Improvement of Normative-Law Regulation of Project Financing. *Yurist — Lawyer*, 2013, no. 24, pp. 32–34.
4. Svedentsov V. L. Organization of Project Financing: Problem Areas. *Bankovskoe kreditovanie — Bank Loans*, 2007, no. 5.
5. Burkova A. Yu. Features of Project Financing and Its Perspectives in Russia. *Bankovskoe kreditovanie — Bank Loans*, 2011, no. 1.
6. Wynant L. Essential elements of project financing, Harvard Business Review. May–June 1980.
7. Gatti S. Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. Academic Press, 2008.
8. Krupyshev D. A., Sobolev D. A. Legal Risks in Project Financing. *Yuridicheskaya rabota v kreditnoj organizatsii — Legal Work in a Credit Organization*, 2011, no. 4.
9. Smirnov A. L. Project Financing as a Tool for the Implementation of Investment Projects. *Bankovskoe kreditovanie — Bank Loans*, 2011, no. 2.
10. Ushakov O., Fil'chukov A. Special Purpose Companies. New Opportunities for Project Financing Under Russian Law. *Finansovaya gazeta — Financial Newspaper*, 2016, no. 11.
11. Nikonova I. A. On Project Financing State Support Effectiveness in Russia. *Innovatsii i investitsii — Innovations and Investments*, 2015, no. 8.

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6-83-94

С. С. Лазарян, Н. Е. Герман

Прогнозирование текущей динамики ВВП на основе данных поисковых запросов

Самвел Сергеевич Лазарян *(e-mail: lazaryan@nifi.ru), руководитель Центра макроэкономических исследований Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)*
Никита Евгеньевич Герман *(e-mail: nichita.gherman@gmail.com), магистр 1-го курса МИЭФ (г. Москва)*

Аннотация
Оперативная оценка динамики основных макроэкономических переменных, в том числе ВВП, является необходимым условием для проведения эффективной экономической политики. В настоящей работе обосновывается рассмотрение данных, отражающих частоту поисковых запросов, в качестве полезного предиктора текущей динамики ВВП наряду с данными из официальной статистики. Мы проверяем, действительно ли эти данные помогают увеличить качество прогнозных моделей текущего ВВП России в рамках эксперимента в реальном времени. Для этого строятся конкурирующие динамические факторные модели двух классов: включающие поисковые данные и нет. Было получено, что добавление в модель данных о частоте поисковых запросов почти не меняет прогнозы факторных моделей, построенных на основе официальной экономической статистики. В то же время обе модели показали лучшее качество прогнозов в сравнении с AR(1)-моделью. Наконец, нами была предпринята попытка объяснить, с чем связана полученная на данных нерелевантность поисковых запросов для прогнозирования ВВП. Была выделена как фундаментальная причина, так и методологические проблемы, которые могли привести к подобному результату.

Ключевые слова:
прогнозирование, факторные модели, ВВП, новкасты, поисковые запросы, частотность данных

JEL: *C32, C53*

Наличие оперативной информации о динамике основных макроэкономических показателей — необходимое условие для осуществления эффективной экономической политики. Тем не менее ввиду особенностей статистического учета таких показателей, как, например, динамика ВВП, данные выходят с существенным лагом. Более того, официальная статистика по ВВП представляется в квартальном виде, что также ограничивает возможности непрерывного мониторинга. Таким образом, вопрос оперативного получения качественных со статистической точки зрения оценок динамики основных макроэкономических показателей является актуальным для регуляторов [1–3]. В рамках текущего исследования будет изучен вопрос получения оценок ВВП за текущий квартал (новкастинг) на основе всей доступной информации, в т. ч. из неофициальных источников.

Поскольку ВВП является комплексным индикатором деловой активности, в прогнозные модели ВВП желательно включать широкий набор оперативных рядов, способных в совокупности уловить различные составляющие экономической динамики. Популярный в литературе подход для решения задачи такого ряда — использование динамических факторных моделей. С их помощью из большого объема данных выделяется несколько релевантных индикаторов, позволяющих получить качественные и оперативные новкасты ВВП в рамках формализованных эконометрических моделей.

Основным препятствием для построения качественных новкастов российского ВВП выступают ограничения, накладываемые особенностями официальной статистики. Так, статистика по большей части оперативных показателей публикуется в России с задержкой примерно в один месяц, снижая актуальность этих рядов на момент осуществления прогноза. Также публикуемые на оперативной основе данные подвержены существенным пересмотрам, в связи с чем они могут отражать неправильную информацию об экономической динамике на прогнозный период. Наличие этих ограничений мотивирует при построении модели обращаться к косвенным индикаторам, способным восполнить отсутствующую в статистике информацию.

В настоящей работе в качестве таких индикаторов предлагается рассмотреть данные о частоте поисковых запросов по определенным темам. Выделяется несколько аргументов в пользу рассмотрения этих данных на предмет их включения в прогнозные модели российского ВВП. Во-первых, они обновляются еженедельно, предоставляя более актуальную по сравнению с традиционной статистикой информацию об изменении нескольких ключевых составляющих экономического поведения домохозяйств: потребительского поведения и предложения труда. Во-вторых, в отличие от официальной статистики они не пересматриваются, а значит, им можно больше доверять при построении прогнозов. Наконец, простота сбора и предобработки этих данных позволяет без труда встроить их в используемые прогнозные модели. В рамках данного исследования были построены и оценены две факторные модели: использующие и не использующие поисковые данные наряду с официальной статистикой в прогнозной модели текущего ВВП.

Настоящая работа построена следующим образом. Сначала будет дан краткий обзор практики использования динамических факторных моделей для целей новкаста ВВП, а также работ, посвященных прогнозированию макропоказателей на основе данных поисковых запросов. Далее будут описаны предлагаемая методология построения новкастов и использованные данные, после чего будут представлены полученные результаты. Работа завершается обсуждением полученных результатов.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

В современной литературе новкастинг ВВП обычно осуществляется в рамках моделей, включающих в себя информацию о динамике большого числа различных оперативных показателей. Наиболее разработанным классом таких прогнозных моделей являются динамические факторные модели (далее — ДФМ). Они предполагают, что динамику рядов можно разложить на две независимые составляющие: общую, свойственную всем показателям, и идиосинкратическую, свойственную конкретному ряду. Данная методология позволяет обойти «проклятие размерности» больших прогнозных моделей за счет определения динамики общей компоненты-фактора и выявления ее связи с изучаемой переменной. Как показано в работах [5; 6], такие модели обладают лучшими прогностическими характеристиками ВВП в сравнении с моделями, построенными на небольшом числе оперативных индикаторов.

Методология ДФМ получила свое изначальное развитие в работах [6; 7] в рамках класса моделей, названных впоследствии точными (*strict*) факторными моделями. Существенный недостаток точных моделей — необходимость оптимизации функции правдоподобия, что является сложной с алгоритмической точки зрения задачей при наличии большого количества данных. Для улучшения вычислительных способностей модели в работах [8; 9] была представлена методологическая основа для приближенных (*approximate*) факторных моделей. В отличие от точных ДФМ приближенные модели используют различные вариации метода главных компонент для получения состоятельных оценок факторов. Подобный подход позволяет избежать «проклятия размерности», делая возможным включение в прогнозную модель большого массива данных.

Приближенные факторные модели нашли широкое применение, показав хорошие прогностические результаты на реальных данных. Так, в работе [10] ДФМ, построенная на 149 макроэкономических показателях, показала существенно лучшие прогнозы ВВП США в сравнении со стандартными авторегрессионными моделями. Похожие результаты на американских данных с использованием несколько отличающейся методологии были получены в работе [8]. Более полный обзор подходов к построению ДФМ можно найти в работе [5].

Для осуществления новкастов квартального ВВП в режиме реального времени чаще всего используются квартальные факторные модели [11]. В процедуре построения прогнозов можно выделить несколько этапов: на основе данных оперативных показателей оцениваются общие на момент прогнозной итерации факторы, которые затем экстраполируются с целью получения их ожидаемой динамики на оставшиеся периоды прогнозного квартала. Далее, применяя некоторый способ агрегирования данных, частотность факторов меняется на квартальную. Наконец, полученные квартальные значения факторов используются для построения прогнозов в рамках динамической линейной модели.

Основной методологической проблемой, возникающей при попытке построить прогноз в реальном времени, является наличие рваного края — ситуация, когда у показателей различается время последних наблюдений. Экстраполяция рядов в таком массиве данных требует особой методологии для эффективного использования информации, содержащейся в совместной динамике показателей. В литературе в основном используется два подхода: EM-алгоритм [10] и фильтр Калмана [4].

Квартальные факторные модели в целом демонстрируют высокое качество прогнозирования ВВП в реальном времени. Так, в работе [12] показано, что ДФМ выдает более точные прогнозы текущего ВВП по сравнению с AR-моделью на американских данных. В работе [13] ДФМ, построенная на данных еврозоны, показала лучшее качество прогнозов по сравнению с AR-моделью и связующими уравнениями. Аналогичные результаты были также получены в работе [14], в которой ДФМ была построена на основе данных Португалии.

Литература, посвященная прогнозированию ВВП на основе большого набора данных, развивалась в основном в методологическом направлении. При этом мало внимания уделялось расширению числа индикаторов, внедряемых в данные модели: на текущий момент исследователи ограничиваются рассмотрением в ДФМ только официальных экономических индикаторов. В то же время и другие данные, например данные о частоте определенных поисковых запросов, могут быть полезными при прогнозировании макроэкономических индикаторов.

Так, в работах [15–17] показано, что изменение частоты по таким Google-запросам, как «поиск работы», помогает оперативно отслеживать уровень безработицы как в развитых, так и в развивающихся странах. В работах [18; 19] авторы используют данные о частоте запросов, связанных с покупками различных товаров, чтобы показать, что они хорошо прогнозируют текущую динамику частного потребления в Германии и США. В целом в литературе отмечается, что данные интернет-запросов действительно помогают оперативно отслеживать динамику некоторых макроэкономических индикаторов.

ДАННЫЕ И МЕТОДОЛОГИЯ

Данные из официальной статистики

В работе [20] на российских данных были выделены оперативные экономические показатели, которые могут быть использованы для прогнозирования российского ВВП. Этот массив данных представляет собой адаптированный под реалии российской статистики, широко используемый в литературе набор индикаторов, предложенный в работе [10] для прогнозирования ВВП США. В настоящей работе используется схожий набор данных из

официальной статистики. Всего было собрано 78 оперативных индикаторов на месячной основе с января 2004 г. до декабря 2016 г., которые отражают различные составляющие российской экономической динамики. В качестве прогнозируемых переменных были взяты ряды реальных, сезонно скорректированных темпов квартального прироста ВВП и его компонент по элементам использования, предоставляемых Росстатом.

Данные о частоте поисковых запросов

Данные по большинству ключевых оперативных индикаторов поступают с лагом в один месяц. Настоящая работа предлагает заполнить отсутствующую релевантную информацию об изменении экономической динамики более оперативными данными о частоте поисковых запросов. Источником данных о частоте поисковых запросов стала информация из поисковой системы Google, представленная в приложении Google Trends. Это приложение позволяет отследить, как менялась частота запросов, осуществляемых в поисковой системе Google, с течением времени в определенной стране начиная с 2004 г., предоставляя наиболее длинные данные среди конкурирующих поисковых систем. Так, результаты более популярной в России поисковой системы «Яндекс» не были использованы в анализе ввиду коротких временных рядов. Частота запросов рассчитывается Google на еженедельной и ежемесячной основе как отношение числа запросов, содержащих заданные слова, к общему числу запросов, сделанных за эту неделю. С помощью машинных алгоритмов похожие запросы группируются Google Trends в темы.

В настоящей работе мы попытались выделить темы, изменение частоты запросов по которым может оперативнее официальной статистики отражать колебания в деловой активности. Так, по аналогии с рассмотренными выше исследованиями мы предполагаем, что увеличение частоты запросов по таким темам, как «рестораны», «продовольственные магазины», «покупка бытовой техники», «покупка одежды» и др., указывает на рост потребления домохозяйств [18; 19]. Для примера, на рис. 1 отражается связь между ежемесячной динамикой розничных продаж в России и частотой запросов на тему «покупка бытовой техники». На промежутке начиная с 2007 г. (кроме выбросов в 2011–2012 гг.) отчетливо прослеживается положительная корреляция между этими двумя запросами.

Рисунок 1

Связь объема розничных продаж и частоты запросов на тему «покупка бытовой техники»

Источники: Росстат, Google Trends.

В качестве оперативного индикатора динамики на рынке труда мы использовали данные о частоте запросов по теме «работа»: увеличение частоты запросов указывает на рост

безработицы, что видно из рис. 2. Здесь важно указать, что в то время как данные о частоте запросов обновляются еженедельно, данные по розничным продажам и уровню безработицы публикуются с лагом примерно в один месяц после отчетного периода. Всего нами были собраны данные по 27 таким темам.

Рисунок 2

Связь уровня безработицы и частоты запросов на тему «работа»

Источники: Росстат, Google Trends.

Методология исследования

Для построения новкастов ВВП в режиме реального времени используется квартальная факторная модель, предложенная в работе [4]. Схожая методология была применена в том числе и на российских данных в работе [20], а также для построения опережающего индикатора РенКап-РЭШ. В рамках нашего исследования модель имеет следующий вид:

$$X_t = \Lambda F_t + \xi_t, \tag{1}$$

$$F_t = \mathrm{B}F_{t-1} + Cu_t, \tag{2}$$

$$y_t = \mu + D(L)y_t + M(L)F_t^Q + z_t, \tag{3}$$

где X_t — матрица наблюдаемых оперативных показателей размера $N \times T_1$; N — количество показателей, T_1 — число периодов; F_t — матрица ненаблюдаемых факторов размерности $r \times T_1$, где $r << T_1$. В уравнении (2) предполагается, что F_t следует стационарному VAR(1) процессу; $\chi_t = \Lambda F_t$ — общая компонента, отражающая часть динамики ряда, общую для всех рядов из X_t; ξ_t — идиосинкратическая компонента, отражающая часть динамики ряда из X_t, свойственную только ему; y_t — вектор сезонно скорректированных квартальных темпов прироста реального ВВП размером $T_2 \times 1$, где $T_2 < T_1$; F_t^Q — матрица ненаблюдаемых факторов квартальной частотности, полученная с помощью некоторой схемы агрегирования из F_t; $D(L)$, $M(L)$ — лаговые операторы; ξ_t, z_t, u_t — стационарные гауссовские процессы ($\dim(u_t) = r$); Λ, B, C — матрицы коэффициентов.

Также вводятся следующие предпосылки: χ_t и ξ_t — два независимых ненаблюдаемых процесса; ξ_t^i слабо скоррелированы между собой и не обладают выраженной автокорреляцией; $\mathbb{E}[\xi_t u'_{t-s}] = 0 \ \forall s$.

В данной модели есть несколько гиперпараметров, которые подбираются следующим образом. Количество ненаблюдаемых факторов r оценивается на данных с помощью информационного критерия BIC аналогично работе [11]. Количество лагов ВВП в урав-

нении (3) — $D(L)$ — определяется исходя из результатов тестов на автокорреляцию модели (3): если автокорреляция остатков в модели без лагов y_t не будет обнаружена, положим $D(L) \equiv 0$; в противном случае в модель добавляются лаги ВВП, пока автокорреляция не исчезнет. Наконец, оператор $M(L)$ определяется исходя из информационного критерия BIC по аналогии с работой [11].

Разберем на примере, как в настоящей работе строились новкасты ВВП. Предположим, новкаст необходимо построить в момент времени j. За X^j и y^j примем известные на момент осуществления прогноза данные о динамике наблюдаемых оперативных показателей и ВВП соответственно. Выполним последовательно следующие шаги:

1) преобразование рядов из X^j, осуществляемое таким образом, чтобы итоговые ряды отражали темпы прироста в логарифмах соответствующих показателей по отношению к тому же месяцу предыдущего квартала;

2) детрендирование полученных рядов и их десезонализация с помощью процедуры X-13-ARIMA-SEATS;

3) проверка стационарности рядов. Результаты показали, что после выполнения предыдущих шагов ряды не нуждались в дополнительной трансформации для обеспечения стационарности;

4) стандартизация X^j и выделение первых r главных компонент на сбалансированной панели из X^j;

5) применение метода главных компонент для параметризации уравнения (1) и получения предварительной оценки динамики факторов F_t;

6) параметризация уравнения (2);

7) применение сглаживания Калмана в рамках оцененной модели (1)–(2) для получения окончательной оценки факторов F_t;

8) усреднение месячных значений F_t за соответствующий квартал для получения ряда F_t^Q. Подобная агрегация факторов совместно с трансформацией, примененной на шаге 1), хорошо зарекомендовала себя на данных [14];

9) оценивание уравнения (3);

10) применение фильтра Калмана к оцененной на шаге 6 модели (1)–(2) для прогнозирования динамики факторов на текущий квартал и использование ее для получения новкастов ВВП из оцененного уравнения (3).

Методологические особенности прогнозирования на основе данных о частоте поисковых запросов

Описанная выше методология хорошо зарекомендовала себя в литературе на данных из официальной статистики. Однако особенности данных Google Trends требуют осторожности при попытке включить их в модель наряду с официальными экономическими рядами. Так, предположение о том, что общая компонента в динамике поисковых данных совпадает с таковой рядов из официальной статистики, кажется нереалистичным. Более правильным будет разделить динамику каждого запроса на три независимые компоненты: общую для данных официальной экономической статистики и поисковых запросов; свойственную только данным поисковых запросов; идиосинкратическую. Очевидно, для прогнозирования ВВП нам интересна именно общая с экономическими рядами компонента. Мы выделяем ее следующим образом. После предобработки данных поисковых запросов на шаге 1) и 2) полученные ряды очищаются от общей компоненты, выделенной на рядах поисковых запросов по макротемам, мало отражающим динамику деловой активности: «интернет и телекоммуникации», «книги и литература», «красота и фитнес», «спорт», «здравоохранение», «искусство и развлечения» и «люди и общество». Полученные ряды затем включаются в модель (1)–(3) наряду с данными из официальной статистики в X^j для осуществления шагов 3–10. Поскольку ряды по вышеперечисленным темам,

вероятнее всего, не отражают колебания в деловой активности, но при этом включают в себя общую для данных поисковых запросов динамику, в ходе данной процедуры мы убираем из исходных рядов компоненту, нерелевантную для отслеживания экономической динамики. Так, например, подобным образом мы очищаем релевантные ряды от существенного сдвига в уровнях, произошедшего вслед за изменением методологии сбора данных в январе 2011 г.

Процедура построения прогнозов

Для того чтобы выяснить, помогает ли информация о частоте поисковых запросов лучше предсказывать текущую экономическую динамику, нами сравнивалась точность прогнозирования изменения текущего ВВП двух конкурирующих ДФМ, отличающихся наборами данных. Назовем их модель 1 и модель 2: модель 1 построена только на основе данных из официальной статистики, модель 2 использует помимо них данные о частоте поисковых запросов. Обе модели применяют методологию, описанную выше.

Сравнение качества прогнозных моделей ВВП осуществлялось нами на основании прогнозов, построенных моделями в режиме реального времени с расширяющимся временным окном на отложенной выборке с января 2013 г. по декабрь 2016 г. Прогноз темпа роста ВВП за текущий квартал строился раз в месяц сразу после выхода доклада Росстата «Социально-экономическое положение России», отражающего информацию об изменении основных экономических показателей за предыдущий месяц.

Остановимся подробнее на процедуре прогнозирования на отложенной выборке. Эксперимент в реальном времени[1] начинается с построения в конце января 2013 г. прогноза ВВП за I кв. 2013 г. Примерно в это время выходит доклад Росстата «Социально-экономическое положение России» за декабрь 2012 г. В рамках предложенной методологии выделяется информация ($X^{2013:1}$, $y^{2013:1}$), где $X^{2013:1}$ и $y^{2013:1}$ — наиболее актуальные данные о динамике оперативных индикаторов и ВВП на январь 2013-го. Важно отметить, что панель $X^{2013:1}$ является несбалансированной. Так, последние данные о розничных продажах в России доступны лишь на предварительной основе за декабрь 2012 г. При этом данные о частоте поисковых запросов доступны также и за январь 2013 г. Что касается $y^{2013:1}$, последние данные о квартальном ВВП доступны лишь за III кв. 2012 г. В связи с этим для осуществления прогноза ВВП за I кв. 2013 г. используется рекурсивный подход: сначала осуществляется прогнозирование темпов роста ВВП за IV кв. 2012 г., а затем на его основе прогнозируется ВВП за I кв. 2013 г.

Переходим к построению прогноза ВВП в следующем месяце. Выборка располагаемых данных ($X^{2013:2}$, $y^{2013:2}$) теперь включает больше актуальной информации о деловой активности за текущий квартал: так, становится доступной предварительная статистика промышленного сектора за январь 2013 г., а также ряд показателей за февраль 2013 г. Кроме того, примерно в середине февраля выходят предварительные данные о темпах роста ВВП за IV кв. 2012 г. Ожидается, что новая информация поможет построить в феврале более точный прогноз, чем в январе.

Наконец, на основе данных, располагаемых к концу марта 2013 г., строится последний новкаст ВВП, который должен увеличить точность в свою очередь февральских прогнозов. Схожим образом нами строятся прогнозы для последующих кварталов вплоть до IV кв. 2016 г.

---

[1] *Важно отметить, что поскольку мы не располагаем фактическими данными, доступными на прогнозный момент, а лишь их исторической ретроспективой, наш эксперимент нельзя считать в полной мере осуществляемым в реальном времени. Впрочем, в научной литературе использованный нами подход к прогнозированию широко распространен ввиду отсутствия релевантной информации. Он получил особое название: прогнозирование в псевдореальном времени (pseudo real-time forecasting).*

РЕЗУЛЬТАТЫ

На основе динамики 78 рядов, представленных в официальной статистике, и 27 показателей частоты поисковых запросов нами были параметризованы модели 1 и 2 и построены прогнозы квартальных темпов прироста текущего ВВП в режиме псевдореального времени. Качество прогнозов ДФМ было также сопоставлено с точностью новкастов, выдаваемых AR(1)-моделью. Использование AR(1)-моделей является популярным бенчмарком для оценки качества полученных моделей — если модель работает лучше, чем AR(1), то ее дальнейшее развитие является перспективным.

В связи с различиями в фактической динамике ВВП внутри прогнозного периода было произведено разделение псевдореальной выборки на две подвыборки: 01.2013–12.2014 и 01.2015–12.2016. Так, первая подвыборка характеризуется в большинстве положительными, но замедляющимися темпами роста, а вторая — кризисными явлениями в экономике.

Спецификация гиперпараметров уравнений (1)–(3) осуществлялась отдельно для каждой подвыборки. Для обеих моделей и прогнозных выборок критерий BIC и тесты на автокорреляцию отдали предпочтение двухфакторной модели с одним лагом ВВП, или, в рамках предложенных обозначений: $r = 2$; $D(L) = L$; $M(L) \equiv 1$. Однако для проверки на устойчивость нами было также исследовано качество прогнозных моделей с тремя и четырьмя факторами, а также различные спецификации $D(L)$ и $M(L)$. Помимо этого, в уравнение (3) для модели 2 была добавлена дамми-переменная на январь 2011 г. для того, чтобы уловить последствия изменения метода сбора данных Google Trends, которые могла не уловить обозначенная выше процедура выделения из них общей неэкономической составляющей.

Табл. 1 и 2 отражают основные результаты настоящего исследования. В них представлены отношения RMSE и MAE прогнозов квартальных темпов роста сезонно скорректированного реального ВВП ДФМ к прогнозам AR(1)-моделей. Таким образом, значения меньше единицы указывают на более высокую точность прогнозов ДФМ в сравнении с AR(1)-моделями, а значения больше единицы — наоборот, меньшую. Для удобства значения меньше единицы выделены жирным шрифтом. Также в таблицах представлены соответствующие значения метрик качества AR(1)-моделей в абсолютных величинах. Прогнозные характеристики конкурирующих моделей дезагрегированы по двум направлениям. Во-первых, метрики качества посчитаны отдельно на всей выборке и отдельно для двух обозначенных ранее подвыборок. Во-вторых, внутри каждой подвыборки качество прогнозных моделей сравнивается для новкастов ВВП, осуществленных в первый, второй и третий месяц квартала.

Таблица 1

Относительные RMSE прогнозов моделей в зависимости от периода и номера месяца квартала, в котором строился прогноз

Тип модели	01.2013–12.2014				01.2015–12.2016				01.2013–12.2016			
	1	2	3	1–3	1	2	3	1–3	1	2	3	1–3
Модель 1, r = 2*	1,11	**0,85**	**0,85**	**0,93**	1,07	**0,96**	**0,93**	**0,99**	1,09	**0,91**	**0,90**	**0,96**
Модель 1, r = 3	1,11	**0,85**	**0,85**	**0,93**	1,09	**0,94**	**0,98**	1,00	1,10	**0,90**	**0,92**	**0,97**
Модель 2, r = 2*	1,16	**0,86**	**0,85**	**0,95**	1,11	**0,96**	**0,94**	1,00	1,13	**0,92**	**0,90**	**0,98**
Модель 2, r = 3	1,13	**0,86**	**0,83**	**0,93**	1,18	**0,94**	**1,00**	1,04	1,16	**0,91**	**0,93**	**0,99**
AR(1)	0,61	0,70	0,70	0,67	0,72	0,77	0,77	0,75	0,67	0,73	0,73	0,71

Примечания: звездочкой отмечены спецификации моделей, которым было отдано предпочтение на основании критерия BIC. Значения 1, 2, 3 и 1–3 в названии столбцов соответствуют номерам месяцев квартала, в которых строились прогнозы. Ошибки AR(1)-модели умножены на 100.
Источник: составлено авторами.

Таблица 2

Относительные MAE прогнозов моделей в зависимости от периода и номера месяца квартала, в котором строился прогноз

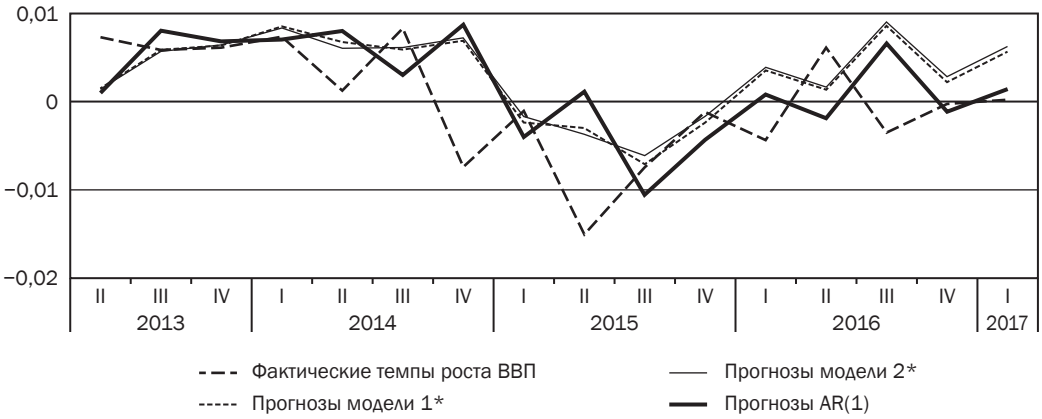
Тип модели	01.2013–12.2014				01.2015–12.2016				01.2013–12.2016			
	1	2	3	1–3	1	2	3	1–3	1	2	3	1–3
Модель 1, r = 2*	1,08	**0,66**	**0,76**	**0,82**	1,12	**0,96**	**0,97**	1,02	1,10	**0,82**	**0,87**	**0,93**
Модель 1, r = 3	1,11	**0,69**	**0,83**	**0,86**	1,13	**0,99**	1,02	1,05	1,12	**0,85**	**0,93**	**0,97**
Модель 2, r = 2*	1,15	**0,70**	**0,73**	**0,84**	1,16	**0,96**	1,00	1,04	1,16	**0,84**	**0,87**	**0,95**
Модель 2, r = 3	1,14	**0,69**	**0,75**	**0,84**	1,25	**0,96**	1,04	1,08	1,20	**0,83**	**0,91**	**0,98**
AR(1)	0,43	0,51	0,51	0,48	0,59	0,60	0,60	0,60	0,51	0,55	0,55	0,54

Примечания: звездочкой отмечены спецификации моделей, которым было отдано предпочтение на основании критерия BIC. Значения 1, 2, 3 и 1–3 в названии столбцов соответствуют номерам месяцев квартала, в которых строились прогнозы. Ошибки AR(1)-модели умножены на 100.
Источник: составлено авторами.

Как видно из обеих таблиц, модели 1 и 2 показывают очень схожее качество прогнозов: значения их относительных метрик качества очень близки. На рис. 3 отображены фактические квартальные темпы роста ВВП за 01.2013–12.2016, а также его динамика, спрогнозированная двухфакторными моделями 1 и 2, а также AR(1).

Рисунок 3

Сравнение фактической и спрогнозированной в третьем месяце квартала динамики текущих квартальных темпов роста реального ВВП



Источник: составлено авторами.

Заметим, что на всей отложенной выборке модели 1 и 2 выдают очень похожие прогнозы в третьем месяце квартала. Аналогичный вывод верен и для прогнозов, осуществленных в первом и втором месяце квартала, а также для трехфакторной модели. Таким образом, в рамках предложенной нами методологии и данных добавление в модель информации о частоте поисковых запросов не увеличивает точность прогнозов текущего ВВП.

Остановимся также на сравнении качества прогнозов ДФМ и AR(1)-модели. В целом на подвыборке 01.2012–12.2014 ДФМ показывает более высокую точность прогнозирования в терминах как RMSE, так и MAE. В свою очередь, на подвыборке за 1.2015–12.2016 ДФМ не выигрывает в качестве у AR(1)-модели. Вероятнее всего, факторная модель оказалась не способной из имеющейся официальной статистики по оперативным индикаторам выделить фундаментальные общие факторы, которые движут экономикой как в период кризиса, так и в моменты подъема.

Что касается различий в точности прогнозов, осуществляемых в различные месяцы кварталов, заметим, что лучшей прогнозной моделью для первого месяца оказалась AR(1). Впрочем, данный результат не выглядит неожиданным, поскольку, как уже отмечалось, большая часть оперативных индикаторов доступна за предыдущий месяц, то есть в данном случае за последний месяц предыдущего квартала. Отсутствие релевантной квартальной статистики и необходимость прогнозировать динамику факторов на три месяца вперед в рамках методологии ДФМ определяют ее слабые прогнозные характеристики. Относительно второго месяца прогнозы ДФМ становятся точнее, чем прогнозы AR(1)-модели. Однако в третьем месяце качество прогнозов ДФМ не изменяется или немного снижается в сравнении с прогнозами, осуществленными в конце второго месяца.

Нерелевантность данных поисковых запросов для прогнозирования текущего ВВП в рамках моделей, включающих традиционную экономическую статистику, является несколько неожиданным результатом с учетом отмеченных в литературе успехов, достигнутых с их помощью в прогнозировании макроиндикаторов и отмеченной неактуальностью ряда показателей из официальной статистики на момент построения прогнозов.

Данные интернет-запросов неплохо связаны с отдельными составляющими деловой активности, однако не способны уловить общую экономическую динамику, моделируемую факторами. Это может объясняться тем, что те составляющие деловой активности, которые мы собрались дополнять информацией из поисковых запросов, на самом деле не определяют совместную динамику экономических рядов (факторов). Однако собранная статистика по частоте запросов гораздо сильнее смещена в сторону прогнозирования потребительского поведения домохозяйств, которое, как оказалось, вносит достаточно ощутимый вес в итоговую главную компоненту: 13-е место для ряда «оборот розничной торговли» и 16-е — для ряда «оборот оптовой торговли». При этом даже несмотря на то что, например, показатель «уровень безработицы» почти не определяет динамику факторов, если бы какие-то ряды поисковых запросов хорошо улавливали именно общую компоненту данного показателя, их R2 оказался бы все равно высоким. Однако этого мы не наблюдаем: скорее поисковые данные лучше отражают именно идиосинкратическую компоненту экономической динамики. Таким образом, мы считаем следующее объяснение полученных в настоящей работе результатов основным: данные поисковых запросов улавливают в основном идиосинкратическую компоненту динамики рядов, а не общую.

Стоит отметить, что такое объяснение получившихся результатов не является единственным. Так, отметим слабость предложенной нами методологии вычленения общей компоненты, не связанной с экономической динамикой, из поисковых данных. Возможно, явное моделирование этой компоненты в рамках модифицированной методологии помогло бы лучше оценить экономическую составляющую рядов поисковых запросов. Кроме того, в силу того что Google Trends представляет данные о частоте запросов в целочисленном формате, идиосинкратическая компонента этих рядов подвержена явной гетероскедастичности. Если представить, например, что ненаблюдаемый индекс частоты для некоторого запроса равен 1,3 в некоторый момент времени, а затем снижается в следующем периоде до 0,8, данные Google Trends не отразят это изменение: целочисленный индекс не изменится и останется равным единице, хотя относительное изменение в частоте запросов по данному показателю на самом деле было значительным. Воздействие данной гетероскедастичности можно побороть, например, взвешивая данные в рамках метода главных компонент. Подобный подход показал хорошие результаты даже на рядах, представленных в официальной статистике [21].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящей работе построена прогнозная модель текущего ВВП России с включением в нее в дополнение к макроэкономическим данным данных о частоте поисковых запросов.

Опираясь на соответствующую литературу и на особенности российской статистики, мы объясняем, почему эти данные могут помочь в прогнозировании.

Нами были построены две ДФМ: включающие и не включающие данные о частоте поисковых запросов наряду с данными из официальных источников. Сравнение их качества на отложенной выборке на временном промежутке 01.2013–12.2016 показало почти полную идентичность прогнозов, построенных на основе обеих моделей. Вместе с тем обе ДФМ показали более высокую точность прогнозирования текущего ВВП в сравнении с AR(1)-моделью.

Наконец, мы попытались объяснить полученный результат. Нами была выделена следующая вероятная причина нерелевантности поисковых данных для прогнозирования ВВП: несмотря на то что данные неплохо объясняют динамику отдельных составляющих экономической динамики, они скорее связаны именно с их идиосинкратической составляющей. Впрочем, нами также были отмечены некоторые недостатки предложенного нами способа моделирования данных поисковых запросов, которые могли снизить прогнозные характеристики этих данных. Возможно, усовершенствование предложенной в настоящей работе методологии поможет в дальнейшем более эффективно встраивать данные поисковых систем в существующие прогнозные модели ВВП.

Библиография / References

1. Pleskachev Y., Ponomarev Y. Short-Term GDP Forecasting: How Can Its Quality Be Improved (December 26, 2017). Monitoring of Russia's Economic Outlook, 2017, no. 22, pp. 18–20. Available at: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3093226.
2. Варьяш И. Ю., Швандар К. В., Бурова Т. Ф. Актуализация макроэкономических прогнозов в бюджетном процессе // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 4. С. 118–128 [Varjas I., Shvandar K., Burova T. Actualization of Macroeconomic Forecasts for Aim of Fiscal Process. *Finansovyj žhurnal — Financial Journal*, 2014, no. 4, pp. 118–128 (In Russ.)].
3. Шахова Г. Я. Современные тенденции в методологии бюджетного прогнозирования // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2013. № 4. С. 61–70 [Shakhova G. Modern Trends in the Methodology of Budget Forecasting. *Finansovyj žhurnal — Financial Journal*, 2013, no. 4, pp. 61–70 (In Russ.)].
4. Doz C., Giannone D., Reichlin L. A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering. *Journal of Econometrics*, 2011, vol. 164, iss. 1, pp. 188–205. Available at: https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2011.02.012.
5. Eickmeier S., Ziegler C. How successful are dynamic factor models at forecasting output and inflation? A meta-analytic approach. *Journal of Forecasting*, 2008, vol. 27, iss. 3, pp. 237–265. Available at: https://doi.org/10.1002/for.1056.
6. Geweke J. F., Singleton K. J. Maximum Likelihood "Confirmatory" Factor Analysis of Economic Time Series. *International Economic Review*, 1981. vol. 22, no. 1, pp. 37–54. Available at: https://doi.org/10.2307/2526134.
7. Watson M. W., Engle R. F. Alternative algorithms for the estimation of dynamic factor, mimic and varying coefficient regression models. *Journal of Econometrics*, 1983, vol. 23, no. 3, pp. 385–400. Available at: https://doi.org/10.1016/0304-4076(83)90066-0.
8. Forni M. et al. The Generalized Dynamic-Factor Model: Identification and Estimation. *Review of Economics and Statistics*, 2000, vol. 82, no. 4, pp. 540–554. Available at: https://doi.org/10.1162/003465300559037.
9. Stock J. H., Watson M. W. Forecasting Using Principal Components from a Large Number of Predictors. *Journal of the American Statistical Association*, 2002, vol. 97, iss. 460, pp. 1167–1179. Available at: https://doi.org/10.1198/016214502388618960.
10. Stock J. H., Watson M. W. Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes. *Journal of Business & Economic Statistics*, 2002, vol. 20, iss. 2, pp. 147–162. Available at: https://doi.org/10.1198/073500102317351921.
11. Foroni C., Marcellino M. A comparison of mixed frequency approaches for nowcasting Euro area macroeconomic aggregates. *International Journal of Forecasting*, 2014, vol. 30, iss. 3, pp. 554–568. Available at: https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2013.01.010.
12. Giannone D., Reichlin L., Small D. Nowcasting: The real-time informational content of macroeconomic data. *Journal of Monetary Economics*, 2008, vol. 55, iss. 4, pp. 665–676. Available at: https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2008.05.010.
13. Angelini E. et al. Short-term forecasts of euro area GDP growth. *The Econometrics Journal*, 2011, vol. 14, iss. 1, pp. 25–44. Available at: https://doi.org/10.1111/j.1368-423X.2010.00328.x.

14. Dias F., Pinheiro M., Rua A. Forecasting Portuguese GDP with factor models: pre-and post-crisis evidence. *Economic Modelling*, 2015, vol. 44, pp. 266–272. Available at: https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.10.034.
15. Askitas N., Zimmermann K. F. Google Econometrics and Unemployment Forecasting. *Applied Economics Quarterly*, 2009, vol. 55, iss. 2, pp. 107–120. Available at: https://doi.org/10.3790/aeq.55.2.107.
16. D'Amuri F., Marcucci J. "Google it!" Forecasting the US Unemployment Rate with a Google Job Search Index. FEEM Working Paper No. 31.2010. Available at: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1594132.
17. Pavlicek J., Kristoufek L. Nowcasting Unemployment Rates with Google Searches: Evidence from the Visegrad Group Countries. *PloS one*. 2015, vol. 10, no. 5, pp. 1–11.
18. Vosen S., Schmidt T. Forecasting private consumption: survey-based indicators vs. Google trends. *Journal of Forecasting*, vol. 30, iss. 6, pp. 565–578. Available at: https://doi.org/10.1002/for.1213.
19. Vosen S., Schmidt T. A monthly consumption indicator for Germany based on Internet search query data. *Applied Economics Letters*, 2012, vol. 19, iss. 7, pp. 683–687. Available at: https://doi.org/10.1080/13504851.2011.595673.
20. Поршаков А., Дерюгина Е., Пономаренко А., Синяков А. Краткосрочное оценивание и прогнозирование ВВП России с помощью динамической факторной модели / Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. 2015. № 2 [Porshakov A., Deryugina E., Ponomarenko A., Sinyakov A. Short-Term Estimation and Forecasting of Russia's GDP Using a Dynamic Factor Model. Bank of Russia. Economic Research Series, 2015, no. 2 (In Russ.)].
21. Boivin J., Ng S. Are more data always better for factor analysis? *Journal of Econometrics*, 2006, vol. 132, iss. 1, pp. 169–194. Available at: https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2005.01.027.

S. S. Lazaryan, N. E. German

Forecasting Current GDP Dynamics With Google Search Data

Authors' affiliation:
Samvel S. Lazaryan *(e-mail: lazaryan@nifi.ru), ORCID 0000-0001-6829-3979, Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation*
Nikita E. German *(e-mail: nichita.gherman@gmail.com), ORCID 0000-0001-9852-6032, National Research University Higher School of Economics, Moscow 101000, Russian Federation*

Abstract
In order to conduct a conscious economic policy, timely assessment of the main economic indicators, viz GDP, is needed. In this paper the authors justify the reason why an inclusion of query search data may help to produce better nowcasts compared to the currently used Russian GDP models, which are built on the data from official statistical services. The authors also check, whether this hypothesis holds true in the real-time forecasting experiment. For this purpose the authors suggest two competing dynamic factor models: the one, which includes data on the query search frequency, and the other one, which excludes it. The models show that the inclusion of query search data does not change the forecast performance of the model built only upon official economic indicators. At the same time, both models have produced more accurate nowcasts of Russian GDP then AR(1) model did. Finally, the authors try to explain the resulting irrelevance of query search data in nowcasting GDP. The article discusses both fundamental reasons and the pitfalls of the methodology used in this paper, which could have led to such result.

Keywords:
forecasting, factor models, GDP, nowcasting, search queries, data frequency

JEL: *C32, C53*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-83-94

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6-95-108

Б. И. Алехин

Размещение государственных облигаций сквозь призму микроструктуры рынка

Борис Иванович Алехин *(e-mail: b.i.alekhin@gmail.com), д. э. н., профессор кафедры финансов и кредита Российского государственного гуманитарного университета (г. Москва)*

Аннотация

Цель исследования, результаты которого изложены в настоящей статье, — проанализировать усилия Министерства финансов Российской Федерации по созданию ликвидного рынка облигаций федерального займа с использованием аукционов для концентрации государственного внутреннего долга в ключевых точках кривой доходности. Рассчитаны срочная структура и различные показатели динамики объема размещения. Для сравнения выбран итальянский аукционный «конвейер». Облигации с эталонными сроками обращения прочно утвердились в долговом портфеле министерства, но их размещение выглядит неравномерным в сравнении с «крайне регулярным, прозрачным и предсказуемым» размещением аналогичных бумаг в Италии. Эта неравномерность отрицательно сказывается на ликвидности рынка и стоимости заемных средств.

Ключевые слова:

государственные облигации, эталон, размещение, аукцион, ликвидность

JEL: *G14*

Любой суверенный заемщик стремится иметь предельно ликвидный рынок для своих облигаций, понимая, что «максимизация ликвидности... равносильна минимизации долговременных процентных расходов...» [1, с. 4]. Отсюда важный вопрос: как размещать государственные ценные бумаги (ГЦБ), чтобы стабилизировать приток заемных средств в казну, повысить ликвидность рынка и тем самым снизить доходность ГЦБ, не подвергая эмитента избыточному риску рефинансирования и не лишая инвесторов выбора привлекательных сроков до погашения? Цель исследования, результаты которого опубликованы в настоящей статье, — показать, насколько хорошо это делает Министерство финансов Российской Федерации (далее — Минфин России, Минфин), эмитирующее ГЦБ от имени российского государства. Для сравнения мы взяли итальянский эмиссионный «конвейер», потому что Министерство экономики и финансов Италии, эмитирующее ГЦБ от имени государства, нашло ответ на поставленный выше вопрос и воплотило его в своей эмиссионной политике.

Академическое обрамление работы — микроструктурные финансы. Эта теория исследует среди прочего торговый процесс и его влияние на цены и ликвидность финансовых активов [2, с. 1]. Микроструктурный анализ ограничен следующими рамками:

— рынок: внутренний первичный;

— товар: облигации федерального займа и их итальянский аналог;

— торговый механизм: аукцион;

— торговый процесс: размещение на аукционах, кроме размещения бумаг, «сошедших с дистанции» и выпущенных под обмен;

— объем размещения: валовой (а не разность между размещением и погашением, именуемая чистым выпуском);

— период наблюдения: год первого аукциона — 2005-й, год последнего — 2017-й.

Если смотреть на размещение ГЦБ через призму микроструктурных финансов, то не имеет значения тот факт, что внутренний долг российского правительства на 1 октября 2018 г. равнялся 7597 млрд руб., или €100 млрд (по курсу Банка России на эту дату), а государственный долг Италии — €1977 млрд[1]. Разность этих макроэкономических величин не отменяет пользы микроструктурных новаций для создания ликвидного рынка.

ЭТАЛОНИЗАЦИЯ РЫНКА

До весны 2002 г. Минфин России придерживался принципа «каждому аукциону новую бумагу». Рынок был заполнен мелкими выпусками и напоминал лоскутное одеяло. Государственный внутренний долг, равный всего 6 % ВВП, был «размазан» тончайшим слоем по многим точкам кривой доходности. Ликвидность распалась на десятки мелких фрагментов, а фрагментарная ликвидность — потерянная ликвидность. Повышению ликвидности препятствовало и засилье на аукционах инвесторов типа «купил и держу» (до погашения), в первую очередь Сбербанка. Последний скупал так много бумаг, что предложение на вторичном рынке обрушивалось чуть ли не в день аукциона. Это были аукционы без конкуренции и вторичный рынок без активной торговли.

Первым забил тревогу сам рынок в лице Межбанковской валютной биржи (ММВБ). В апреле 2002 г. в письме первому заместителю председателя Банка России генеральный директор ММВБ писал, что биржа готова оказывать всемерную помощь Минфину и Банку России в их усилиях по развитию рынка ГЦБ. Приоритетным направлением развития рынка биржа видела повышение ликвидности путем концентрации внутреннего государственного долга в многотраншевых выпусках ГЦБ с ключевыми сроками обращения.

В декабре 2003 г. Банк России представил свое видение реформы: если не побороть инерцию, то рынок сузится и станет неликвидным, риск рефинансирования возрастет из-за снижения спроса на ГЦБ со стороны «пассивных» инвесторов, профессиональные участники покинут рынок и его инфраструктура деградирует. Альтернативой этому «инерционному» сценарию должен стать сценарий, включающий «построение базовых выпусков». «Базовыми» банк назвал высоколиквидные выпуски, являющиеся «индикаторами стоимости заимствований». Их отличительные черты — фиксированный набор сроков до погашения, большой объем эмиссии и существенная доля в общем объеме эмиссии[2]. Минфин разделял эти идеи. «Для развития рынка ГКО/ОФЗ Минфин и Банк России предложили ввести «базовые» выпуски облигаций федерального займа... Особенностью «базовых» выпусков станут: стандартность срока размещения облигаций: 3 года, 5, 10 и 15 лет; предоставление эмитентом более обширной информации об объемах и сроках размещения новых выпусков» [3, с. 63].

Откуда взялись идеи о базовых выпусках и стандартных сроках? Из мирового опыта, в том числе итальянского. Ключевую идею сформулировал Д. Нарделли из итальянского казначейства: «Если у вас (в России. — *Б. А.*) тонкий рынок из-за того, что большую часть облигаций скупают и держат ваши банки, то я бы предложил... сконцентрироваться только на нескольких линиях и эмитировать их до тех пор, пока объем обращения не будет достаточным для ликвидной торговли... Мы последовательно проводили эту политику в 1990-х годах и имели от нее огромную отдачу» [4, с. 12]. Добавим к этой идее еще

---

[1] *https://www.minfin.ru/ru/perfomance/public_debt/internal/; http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_pubblico/composizione_titoli_stato/Government_Debt_Breakdown_30.09.2018.pdf.*

[2] *Сценарии развития рынка ГКО-ОФЗ / Банк России, 2003.*

одну, высказанную коллегой Нарделли, С. Скалерой: «Представление о ликвидности можно составить по размещенному объему отдельно взятой бумаги. Время, необходимое для достижения «правильного» объема в обращении, имеет решающее значение» [5, с. 4]. Отметим третью идею, также имеющую прямое отношение к теме данной статьи. «Присутствие на рынке, — заверяют в итальянском казначействе, — базируется на критериях предельной регулярности, прозрачности и предсказуемости, чтобы максимизировать выгоды от такого подхода к управлению долгом» [6, с. 5–6].

Объединив три идеи, получаем регулярное, прозрачное и потому предсказуемое размещение траншей ГЦБ с ключевыми сроками и «правильным» объемом в обращении — это и есть стандартная политика государства, пекущегося о ликвидном рынке для своих облигаций. Прежняя, оппортунистическая политика позволяла управляющим долгом менять фокус своих решений буквально от выпуска к выпуску и охотиться за ценовыми аномалиями на рынке. Из-за этого инвесторы не могли предвидеть, каким по сроку до погашения будет очередной выпуск, и с трудом представляли себе, когда состоится аукцион по его размещению. Логично предположить, что неспособность инвесторов предвидеть эмиссию и планировать свое участие в аукционах выходила эмитенту боком — через занижение цен покупки на аукционах. Этот дисконт оборачивался повышенными затратами на обслуживание долга. И в России тоже [7].

Будем считать началом реформы выпуск в 2005 г. ОФЗ, официально объявленных эталонными. Это бумаги со сроками до погашения 3, 5, 10 и 15 лет, к которым в 2006 г. добавили 30-летнюю ОФЗ. Все аукционы использовались только для размещения этих бумаг. Для каждой установили целевой объем размещения. На аукционах конечный объем размещения не достиг целевого, но с учетом доразмещения на вторичном рынке обещанные уровни были даже превзойдены. Эталонные выпуски дефрагментировали рынок и «уводили» долг в дальнюю часть кривой доходности, делая его дорогим в обслуживании, так как кривая доходности была нормальной. Но можно было ожидать компенсацию в форме премии за ликвидность. Ликвидность, выраженная bid-ask спредом, находится в статистически значимой и экономически весомой обратной зависимости от объема в обращении [8].

И действительно, подводя итоги развития рынка в 2006 г., сотрудники ММВБ писали: «О повышении ликвидности рынка государственных ценных бумаг свидетельствует… значительное снижение величины среднедневного bid-ask спрэда по эталонным выпускам облигаций, наблюдавшееся в течение 2006 г. Наибольшее снижение среднедневного спрэда произошло по 10-летней ОФЗ 46017 — спрэд по ней сократился с 1,47 % цены облигации в январе до 0,19 % цены облигации в декабре 2006 г.» [9, с. 13–14].

В общем и целом эталонизация состоялась. За короткий срок фрагментированный рынок был «переупакован» в ОФЗ с крупным объемом в обращении и эталонными сроками до погашения. Ликвидность рынка возросла, доходность портфеля ОФЗ снизилась, а его дюрация приблизилась к намеченным Минфином России пяти годам. Но хотя аукцион был и остается доминирующим транзакционным механизмом, доля ОФЗ, размещаемых иными способами, представляется значительной. На внеаукционные продажи приходится около трети суммарного объема размещения за 2005–2017 гг. тех ОФЗ, которые включены в нашу выборку. Только семь выпусков из 46 размещены целиком на аукционах.

АНАЛИЗИРУЕМЫЕ ДАННЫЕ

С 2005 г. Россия имеет схожую с Италией срочную структуру портфеля «внутренних» купонных ГЦБ. На конец 2016 г. 50 % портфеля рублевых ГЦБ по номиналу составили ОФЗ с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД) [11, с. 8]. В Италии им соответствуют казначейские процентные облигации BTP, на которые приходится более 70 % всего долга итальянского

правительства[3]. Так что потенциал эталонизации российского долга еще не исчерпан. Что касается сроков обращения, единственное отличие Италии от России — это 20-летние и 50-летние BTP, эмитируемые небольшими партиями без проведения аукциона с 2016 г. Они исключены из расчетов.

Таблица 1

Сегментация ОФЗ-ПД и BTP по номинальным срокам до погашения, 2017 г.

Временной сегмент	Италия	Россия
Средний срок	BTP: 3 года, 5, 7 лет	ОФЗ-ПД: 3 года, 5, 7 лет
Долгий срок	BTP: 10, 15, 20, 30, 50 лет	ОФЗ-ПД: 10, 15 и 30 лет

Источники: статистика Минфина России и итальянского казначейства, расчеты автора.

Чтобы приписать облигацию к тому или иному номинальному сроку и вычленить эталонные ОФЗ, число дней в обращении (разность между датой погашения и датой первого аукциона) поделено на 365 и округлено до числа с одним десятичным знаком. В 17 случаях из 32 сроки вышли круглыми, например 3,0 года, и тогда атрибуция не была проблемой. В девяти случаях десятичный знак оказался меньше 0,5. Эти сроки округлялись до целого числа по правилам округления: например, 3,2 года — до 3 лет. В четырех случаях десятичный знак был равен 0,5, и сроки округлялись вопреки правилам: 5,5 года — до 5 лет. Еще в двух случаях десятичный знак был больше 0,5. Эти сроки округлялись и по правилам, и вопреки им в зависимости от «ощущения» автора: 3,7 и 2,9 года — до 3 лет. Мы также сверялись с теми минфиновскими графиками аукционов по размещению ОФЗ, в которых приведен номинальный срок. В результате эталонными оказались 43 выпуска ОФЗ-ПД и три выпуска ОФЗ с амортизацией долга (АД), а именно 10-летняя ОФЗ-АД 46017, 15-летняя ОФЗ-АД 46018 и 30-летняя ОФЗ-АД 46020 (табл. 2).

Таблица 2

Анализируемый сегмент внутреннего долга российского правительства

Номинальный срок до погашения, дней	Число выпусков ОФЗ	Код выпуска
3	14	25058, 25060, 25061, 25062, 25063, 25064, 25065, 25067, 25069, 25072, 25076, 25082, 24018, 24019
5	15	25057, 25059, 26199, 26200, 26201, 25068, 26202, 25071, 25075, 25077, 25080, 25081, 26216, 26217, 26220
7	4	26204, 26208, 26210, 26222
10	6	46017, 26205, 26209, 26211, 26215, 26219
15	6	46018, 46022, 26207, 26212, 26218, 26221
30	1	46020

Источники: статистика Минфина России, расчеты автора.

Что касается BTP, использованы две выборки из данных итальянского казначейства о размещении на аукционах[4]. В первой все выпуски сгруппированы по эталонным срокам: 3 года, 5, 7, 10, 15 и 30 лет с интервалом для десятичного знака, исключающим двоякую интерпретацию. Вторая содержит ту же информацию только для 5-летних выпусков BTP. Первая выборка позволяет сравнить Россию с Италией по объему траншей и конечному объему размещения в разрезе всех эталонных сроков, а вторая — сравнить российскую манеру размещения с итальянской в одном эталонном сроке за 2005–2017 гг.

---

[3] *http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_pubblico/composizione_titoli_stato/Government_Debt_Breakdown_30.04.2018.pdf*

[4] *http://www.dt.mef.gov.it/en/debito_pubblico/dati_statistici/.*

СРОЧНАЯ СТРУКТУРА ОБЪЕМА РАЗМЕЩЕНИЯ

Абсолютное распределение

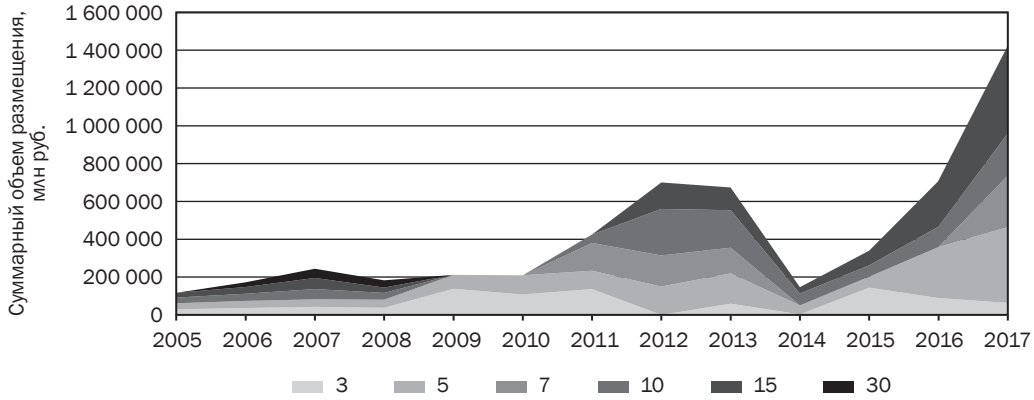
ОФЗ с эталонными сроками прочно утвердились в долговом портфеле Минфина России. На их долю пришлось 2/3 всех продаж ОФЗ за 2005–2017 гг., но срочная структура объема размещения менялась от года к году, и в отдельные годы очень резко. Важнейшими факторами нестабильности абсолютного (в рублях) размещения оказались глобальный финансовый кризис 2009 г. и резкое ухудшение экономической обстановки в 2014 г., перешедшее в экономический кризис (рис. 1). Пришлось резко сокращать заимствования. Особенно пострадали длинные бумаги. Навсегда исчезли из финансового «меню» Минфина 30-летние выпуски. В 2009–2010 гг. выпускались только 3-летние и 5-летние ОФЗ. В 2014 г. опять резко сократился объем заимствований. На этот раз сильнее других пострадали 5-летние и 10-летние ОФЗ. Пришлось надолго отложить подачу на рынок 7-летних ОФЗ, впервые выпущенных в 2011 г.

Десятки запланированных аукционов были отменены в основном из-за «неблагоприятной рыночной конъюнктуры». Особенно тяжелым для отношений Минфина России с рынком стал 2014 г. Тогда Минфин отменил 27 аукционов. Были отменены или признаны несостоявшимися в 2008 г. два аукциона, в 2010-м — тоже два, в 2011-м — четыре, в 2012-м — пять, в 2015-м — три и в 2018 г. (на 16 октября) — три. В 2010 г. два аукциона были перенесены. В 2011 г. один заменен на другой, на четырех сокращено предложение, один признан несостоявшимся и на один не поступило заявок[5].

Итальянское казначейство тоже отменяет аукционы, но крайне редко и по другой причине. В казне иногда скапливается слишком много денег. Например, в августе 2016 г. два аукциона по размещению BTP были отменены из-за «крупной денежной наличности». В 2005–2012 гг. размещенные объемы эталонных BTP, особенно на 3 года, 5 и 10 лет, отличались завидной стабильностью (рис. 2). К концу этого периода сократились размещенные объемы 15-летнего и 30-летнего эталонов. Так итальянское казначейство отреагировало на европейский долговой кризис 2010–2012 гг. В дальнейшем самые объемистые 3-летний и 5-летний эталоны «потеснились», чтобы дать место на рынке новому, 7-летнему эталону. В 2016–2017 гг. стабильность восстановилась.

Рисунок 1

Распределение объема размещения ОФЗ по годам и срокам до погашения

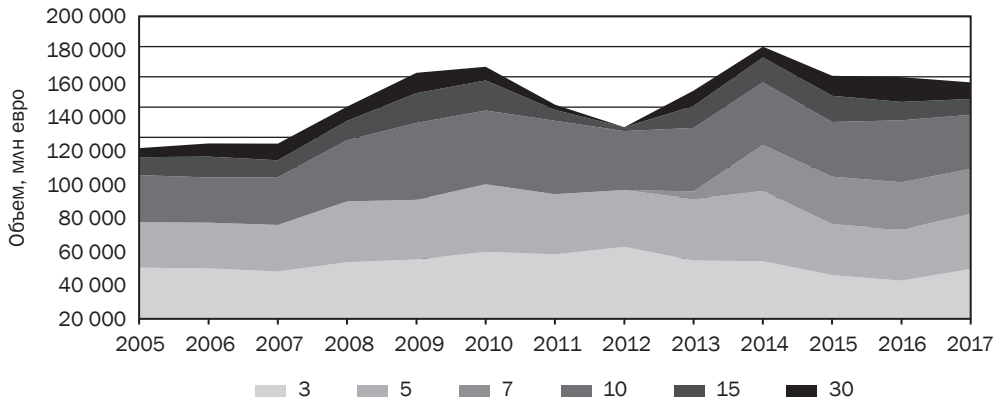


Источник: составлено автором по данным Минфина России.

[5] *Рассчитано автором по информационным сообщениям Минфина о результатах аукционов (https://www.minfin.ru/ru/perfomance/public_debt/internal/operations/ofz/auction/).*

Рисунок 2

Распределение объема размещения BTP по годам и срокам до погашения



Источник: составлено автором по данным итальянского казначейства.

Процентное распределение

В России важнейшим фактором нестабильности процентного распределения стал глобальный финансовый кризис 2008 г. Из-за кризиса налаженный за 2005–2007 гг. эмиссионный механизм практически остановился (рис. 3). После аукциона 5 сентября 2008 г. Минфин взял длительный тайм-аут и вернулся на первичный рынок только 20 мая 2009 г.[6] В 2009–2010 гг. не выпускались длинные эталоны, зато доля «чрезвычайных» бумаг длиной 1, 2 года и 6 лет подскочила в 2010 г. до 45 % объема всех ОФЗ против нуля в 2008 г. Денег требовалось много и сразу для масштабных акций по ограничению убытков от кризиса, но рынок много и надолго давать не хотел, так что пришлось нарастить короткую часть долгового портфеля.

В 2009 г. рост антикризисных государственных расходов и сокращение налоговых доходов из-за падения цен на нефть вызвали первый с 1999 г. бюджетный дефицит. Его финансировали в основном за счет Резервного фонда, а затем пришлось переключиться на долговое финансирование, ибо цены на нефть стагнировали. Доли эталонов вернулись на докризисные уровни. В целях оптимизации структуры долга и диверсификации ГЦБ по срокам Минфин России в 2011 г. выпустил ОФЗ со сроком обращения 4 года, 6 и 7 лет.

В 2014 г. стартовал кризис российской экономики, обвалились цены на нефть, «упал» рубль, заработали антироссийские санкции и повысилась роль внутренних заимствований в финансировании государственных расходов. На сей раз не «повезло» 7-летнему сегменту, доля которого снизилась до нуля и вернулась в положительную зону только в 2016 г. Потерял в весе и 5-летний сегмент, но примерно вдвое прибавили остальные эталоны, увеличив средний срок долга.

Глобальный финансовый кризис отрицательно сказался на инвесторской базе итальянского государства. Куда менее активными стали хедж-фонды. Управляющим долгом приходилось подстраиваться под специфические запросы отдельных, даже не очень крупных групп инвесторов. Возросло значение синдицированных размещений. Тогдашний руководитель директората государственного долга[7] М. Канната признала, что в ее «хозяйстве»

---

[6] *Между этими аукционами состоялся аукцион 21 января 2009 г. с объемом размещения всего 7 млрд руб. и провальным коэффициентом размещения 0,258.*

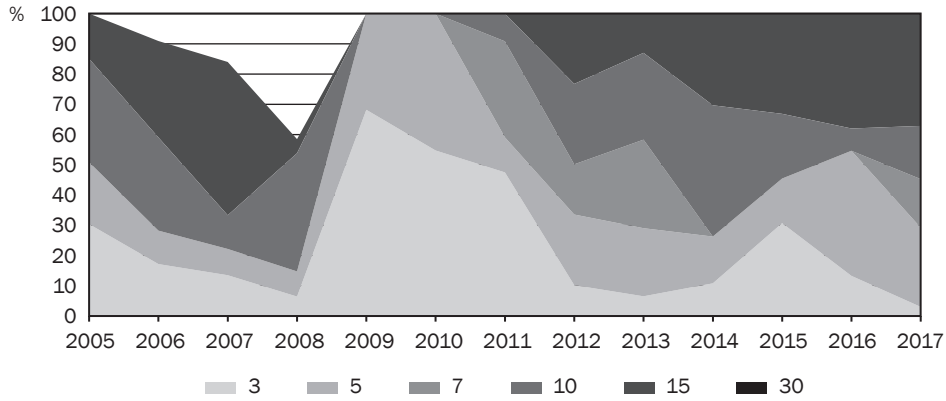
[7] *Этот директорат — подразделение казначейства, а последнее входит в Министерство экономики и финансов Италии.*

воцарился беспорядок; в погоне за инвесторами приходится сокращать конвейерное производство крупных партий долга и брать пример с продавцов обувных магазинов[8]. В июле 2017 г., оглядываясь на глобальные финансовые потрясения 2007–2008 гг. и европейский долговой кризис 2010–2012 гг., Канната отметила, что «ликвидность, без сомнения, ухудшилась с началом международного финансового кризиса… Мы так и не смогли восстановить былой уровень ликвидности, хотя после 2012 г. у нас были периоды замечательного улучшения» [10, с. 3].

Из-за «бегства инвесторов в качество» спрос на итальянские ГЦБ вырос, и итальянское казначейство смогло более или менее равномерно распределить прирост объема размещения между основными бумагами. 3-летний, 5-летний, 10-летний и 15-летний эталоны уверенно держали свои доли, а в 2013 г. итальянское казначейство открыло 7-летний сегмент (рис. 4). Общая картина оставляет ощущение ритмичности и стабильности на фоне несколько хаотичного размещения в России.

Рисунок 3

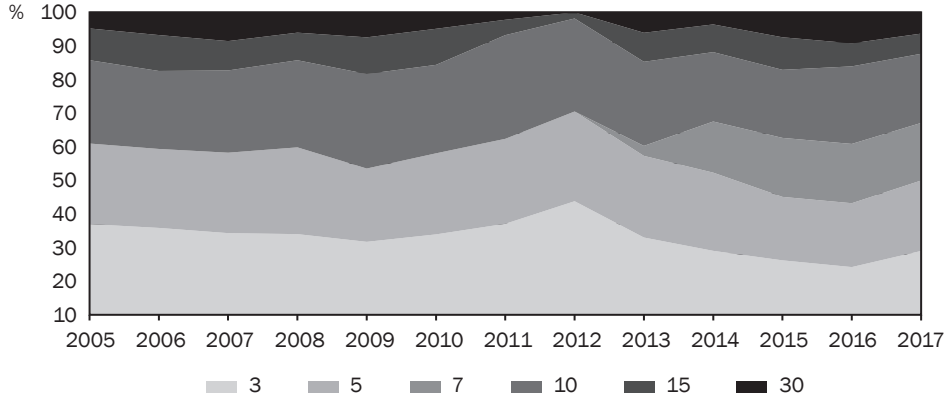
Распределение объема размещения ОФЗ по годам и срокам до погашения



Источник: составлено автором по данным Минфина России.

Рисунок 4

Распределение объема размещения BTP по годам и срокам до погашения



Источник: составлено автором по данным итальянского казначейства.

[8] *Из беседы автора с М. Каннатой на 18-м Глобальном форуме ОЭСР по управлению государственным долгом (3–4 декабря 2008 г., Париж).*

Рассмотрим некоторые показатели описательной статистики процентного распределения за 2005–2017 гг. Среднее значение сильно разнится только у 15-летнего эталона; у остальных оно примерно одинаково. Разность между максимумом и минимумом в России намного больше, чем в Италии, а стандартное отклонение меньше. Коэффициент вариации, исчисляемый делением стандартного отклонения на среднее, — нормализованная мера вариации распределения вероятности. В нашем случае он показывает, сколько общего риска принимает государство с его долговым портфелем по отношению к ожидаемым расходам на обслуживание долга. Низкий коэффициент означает низкие ожидаемые расходы с пониженным риском. В Италии он в несколько раз меньше, чем в России.

Таблица 3

Описательная статистика конечного объема размещения ОФЗ и BTP по срокам до погашения, %

Показатель	Номинальный срок до погашения, лет					
	3	5	7	10	15	30
ОФЗ						
Среднее	24,0	21,6	7,2	20,7	21,3	5,1
Минимум	3,0	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Максимум	68,2	45,3	31,8	43,4	50,7	41,5
Стандартное отклонение	20,9	12,0	12,0	14,5	17,0	12,0
Коэффициент вариации	0,9	0,6	1,7	0,7	0,8	2,4
BTP						
Среднее	25,6	25,8	6,0	27,4	8,9	6,3
Минимум	15,8	21,0	0,0	22,5	2,0	0,0
Максимум	37,5	29,7	19,6	34,3	12,1	10,2
Стандартное отклонение	5,7	2,7	8,9	3,5	2,9	2,8
Коэффициент вариации	0,2	0,1	1,5	0,1	0,3	0,4

Источники: рассчитано автором по данным Минфина России и итальянского казначейства.

Итак, в Италии срочная структура конечного объема размещения (КОР) не вибрировала так сильно, как в России, хотя может показаться, что экономические, финансовые и валютные кризисы должны больнее бить по Италии, чей государственный долг почти в 20 раз больше российского (в евро). Причины повышенной уязвимости России лежат в хронической слабости инвесторской базы долга, повышенной чувствительности спроса на ОФЗ к колебаниям обменного курса рубля, цены кредита в США и американской внешней политики. В Италии эти факторы не действуют с той же силой или вовсе не действуют, а микроструктурное совершенство рынка BTP добавляет этим бумагам привлекательности в глазах международных инвесторов тем, что обеспечивает рыночную ликвидность.

МИКРОСТРУКТУРА РАЗМЕЩЕНИЯ

«Производство» BTP — специализированное, крупносерийное, облигации выпускаются крупными партиями в немногих, самых популярных сегментах мировой торговли ГЦБ; перепрофилирование — большая редкость. Объем «продукции» измеряется конечным объемом размещения. КОР устанавливается для облигаций, впервые выпускаемых в данном году. КОР — таинственная величина в том смысле, что эмитент не знает, каким будет конечный спрос на новую BTP и какой объем требуется для поддержания ликвидности вторичного рынка. Поскольку спрогнозировать КОР с точностью до €1 млрд невозможно, для него устанавливают целевой объем размещения (ЦОР) в виде минимума или интервала. «Конечный минимум в обращении включает полную эмиссию каждой облигации и относится к минимальному объему, достигнутому облигацией до ее замены новым

эталоном»[9], — уточняет итальянское казначейство. Поскольку выручить даже этот минимум за один аукцион невозможно, каждая BTP размещается траншами на отдельных аукционах. Первый транш крупнее остальных. Это вообще типичная картина. Цель — доставить на рынок максимум ликвидности уже на первом аукционе.

Обнародовав ЦОР заранее, итальянское казначейство тем самым обязывается пополнять данный сегмент рынка столько раз, сколько нужно, чтобы в данном году фактический объем оказался не меньше целевого. Государственная «гарантия» ликвидности рынка в виде ЦОР имеет огромное значение для инвесторов. Покупая данную бумагу, они с самого начала знают, что объем в обращении в определенный срок достигнет такого размера, который обеспечит ей активную «жизнь» на EuroMTS — панъевропейском рынке ГЦБ.

Обязательство довести объем размещения до заранее объявленной планки является краеугольным камнем рыночных операций итальянского казначейства. Это минимум того, что обязано сделать государство для инвесторов, если оно не готово выкупать свои бумаги по их требованию. Если ЦОР не будет достигнут, то возникнет репутационный риск. Рынок, доверявший ранее эмитенту, начнет видеть в нем ненадежного партнера, а вести диалог с недоверчивым рынком сложно. КОР всегда достигает ЦОР.

Кроме КОР и ЦОР есть эталонный объем. Это объем, делающий государственную облигацию эталоном безрисковой доходности для ценных бумаг прочих эмитентов. Эталонный объем сродни КОР. Он тоже таинственная величина, но в отличие от КОР никак не регулируется эмитентом. Рынок сам решает, при каком объеме бумага заслуживает статуса эталона, а эмитент может узнать об этом задним числом, анализируя статистику торгов. BTP достигают эталонного объема задолго до того, как достигается КОР. Когда именно происходит смена эталона, зависит от привычек и состояния рынка.

Перейдем от объемных показателей к временным. Упомянутое С. Скалерой время, необходимое для достижения «правильного» объема в обращении, имеет решающее значение. Это время часто именуется циклом жизни бумаги. Цикл жизни существует потому, что невозможно на одном аукционе разместить весь «правильный» объем по приемлемой для эмитента цене.

Цикл начинается в день первого аукциона и заканчивается, когда рынок переключается на новую бумагу, решив, что она ликвиднее предыдущей. Формально же цикл — это срок размещения, т. е. разность между датами первого и последнего аукционов. Поделив цикл жизни (срок размещения) на число дней до погашения (номинальный срок до погашения), получаем относительную скорость размещения.

Правило состоит в том, что лучше выпускать новую бумагу, когда фактический срок до погашения текущей «фаворитки» рынка начинает расходиться с номинальным сроком. Тогда у нее есть время для достижения ЦОР. Если делать это раньше, то возникает дилемма:

— растущее расхождение между двумя сроками из-за желания сделать «фаворитку» ликвидной, притормозив выпуск новой бумаги, может побудить инвесторов искать аналогичные бумаги в других странах;

— если, наоборот, выпустить новую бумагу, прежде чем прежняя достигнет хотя бы нижней границы ЦОР, то возникает проблема доверия эмитенту, побуждающая инвесторов требовать повышенную премию за неликвидность.

С середины 1990-х гг. между итальянским казначейством и рынком сложилось негласное взаимопонимание. Рынок ожидает получить больше коротких ГЦБ с меньшим КОР и меньше длинных ГЦБ с большим КОР. Это ожидание типично для всей еврозоны, и его учитывают правительства других европейских стран. Такая практика драматически сказывается на восприятии рынком проблемы ликвидности. Если бы итальянское казначейство вдруг прекратило (на полпути к ЦОР) довыпускать, например, 3-летнюю BTP, то рынок

[9] *http://www.dt.mef.gov.it/en/debito_pubblico/dati_statistici/bollettino_trimestrale/.*

записал бы ее в неликвиды и уценил на вторичных торгах, а затем и на аукционах. Конечно, в случае необходимости итальянское казначейство изменит свои эмиссионные привычки, но сделает это постепенно и в тесном контакте с рынком.

Поскольку итальянское казначейство старается стабилизировать средний объем траншей, число траншей у эмитируемых последовательно BTP данного срока примерно одинаковое. Сумма дней между аукционами, деленная на число аукционов и известная как средняя частота аукционов, тоже примерно одинаковая, хотя изредка дистанция между двумя соседними аукционами может заметно превышать среднюю частоту (вибрация по «техническим причинам»). При стабильном среднем объеме траншей и числе аукционов средняя частота аукционов становится положительной функцией цикла жизни.

До сих пор ГЦБ группировались по эталонным срокам и поэтому именовались эталонами. В микроструктурном контексте полезно делить ГЦБ на «бегущие» (*on-the-run*) и «сошедшие с дистанции» (*off-the-run*). «Бегущая» бумага — новейшая в данном сроке обращения, кандидат в эталоны; она только что начала свой «бег» (состоялся первый аукцион). «Сошедшая с дистанции» — предшественница «бегущей», состоявшийся эталон; ее только что прекратили размещать (но возможно эпизодическое доразмещение). Размещение предстает как переход эстафетной палочки (ликвидности) от бумаги, «сошедшей с дистанции», к «бегущей». В своих квартальных программах заимствований итальянское казначейство раскладывает выпуски по этим категориям: транши новых бумаг, (доразмещаемые) транши «бегущих» бумаг и (доразмещаемые) транши «сошедших с дистанции» бумаг.

Есть существенная разница между «бегущей» бумагой и эталоном. «Бегущей» бумага становится после первого аукциона, а эталоном — когда объем размещения становится достаточно крупным, чтобы рынок выбрал ее своей «фавориткой». Прежняя бумага остается «фавориткой» и после того, как ее укрупнили на последнем аукционе. «Сойдя с дистанции», она остается эталоном, пока новая бумага не наберет «правильного» объема. Можно лишь сказать, опираясь на опыт, что «бегущая» бумага достигает эталонного объема до того, как заканчивается ее размещение.

Взятые вместе, циклы жизни отдельных бумаг образуют то, что можно назвать эмиссионным циклом в данном отрезке кривой доходности. Это ритмичный перевод долга из одних выпусков в другие в разбивке по типам и срокам обращения ГЦБ. Так, «эстафету» с участием 3-летних BTP можно отчетливо увидеть на графике [4, с. 22, рис. 6].

УТЕЧКИ ЛИКВИДНОСТИ

Выделим следующие показатели для дальнейшего использования[10]:

— цикл жизни — разность дат последнего и первого аукционов (срок размещения);

— относительная скорость размещения — цикл жизни в процентах от номинального срока до погашения;

— число траншей (аукционов по размещению данной облигации);

— средняя частота аукционов — сумма дней между аукционами, деленная на число аукционов;

— «пересмена» — число дней между первым аукционом по размещению новой бумаги и последним аукционом по размещению «бегущей» бумаги;

— объем первого транша, деленный на средний объем остальных траншей.

Цель данной статьи — показать, что результатом несовершенной организации торгового процесса являются утечки ликвидности. Ликвидность исчезает, если эмитент перестает ее поддерживать, последовательно размещая в ключевом сегменте бумаги «правильного» объема, как это было с 3-летними BTP. Эта цель не требует анализа всех ключевых

[10] *Поскольку единицы измерения объема разные (рубли, евро), сравнивать две страны по объемным показателям некорректно.*

сроков. Задуманное можно проследить на примере одного из них, используя графику и описательную статистику указанных показателей. Был выбран 5-летний эталон, потому что у него наименьший коэффициент вариации в обеих странах. Это по 15 выпусков ОФЗ-ПД и BTP.

Рассмотрим некоторые показатели описательной статистики (табл. 4). Первое, что бросается в глаза, — сравнительно низкая скорость размещения в России. Цикл жизни в днях и процентах срока обращения в России в 2,5 раза больше, чем в Италии (при одинаковом числе выпусков). Показатели вариации цикла от выпуска к выпуску в России тоже больше (хуже), чем в Италии. Так, стандартное отклонение в 11,6 раза больше. Данные о траншах тоже показательны с точки зрения «предельной регулярности» эмиссии BTP и риска волатильности. Сумма траншей в Италии в 1,3 раза больше. Минимум почти один и тот же, а максимум в России в 6 раз больше. Стандартное отклонение больше в 2,8 раза, а коэффициент вариации (волатильности) — в 7 раз. Еще значительнее отличие по средней частоте аукционов. При не очень крупной разнице средних значений разность между максимумом и минимумом в России в 16 раз больше, стандартное отклонение — в 17,7 раза больше и коэффициент вариации — в 12 раз больше, чем в Италии.

Таблица 4

Описательная статистика показателей эмиссии 15 выпусков ОФЗ и 15 выпусков BTP, 2005–2017 гг.

Показатели	Цикл жизни		Число траншей	Средняя частота аукционов, дней	«Пересмена», дней	Объем первого транша / средний объем
	дней	% срока до погашения				
ОФЗ						
Среднее	301	17,9	8	48	168	0,9
Минимум	21	1,2	3	5	7	-
Максимум	1253	62,4	20	236	721	-
Сумма	4515	-	123	-	-	-
Стандартное отклонение	309,8	18,2	5,6	58,7	206,1	0,5
Коэффициент вариации	1,0	1,0	0,7	1,2	1,2	0,5
BTP						
Среднее	128	7,0	5	26	190	1,3
Минимум	88	1,6	2	15	61	-
Максимум	181	9,9	6	31	318	-
Сумма	1916	-	73	-	-	-
Стандартное отклонение	26,7	1,5	0,6	3,3	62,9	0,1
Коэффициент вариации	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1

Источники: рассчитано автором по данным Минфина России и итальянского казначейства.

«Пересмена» — это период безраздельного господства облигации, «бег» которой закончился на последнем аукционе, а размещение ее «сменщицы» еще впереди. Средняя «пересмена» примерно одинакова, но показатели ее изменчивости в России намного хуже. Так, коэффициент вариации в четыре раза больше. Слишком короткая «пересмена» может означать, что новая бумага выпущена раньше, чем «бегущая» достигла «правильного» объема. Тогда возникает проблема доверия эмитенту, побуждающая инвесторов требовать повышенную премию за неликвидность «бегущей» облигации. При слишком долгой «пересмене» растущий разрыв между номинальным и фактическим сроками до погашения «бегущей» бумаги может побудить инвесторов перевести фонды на другие рынки.

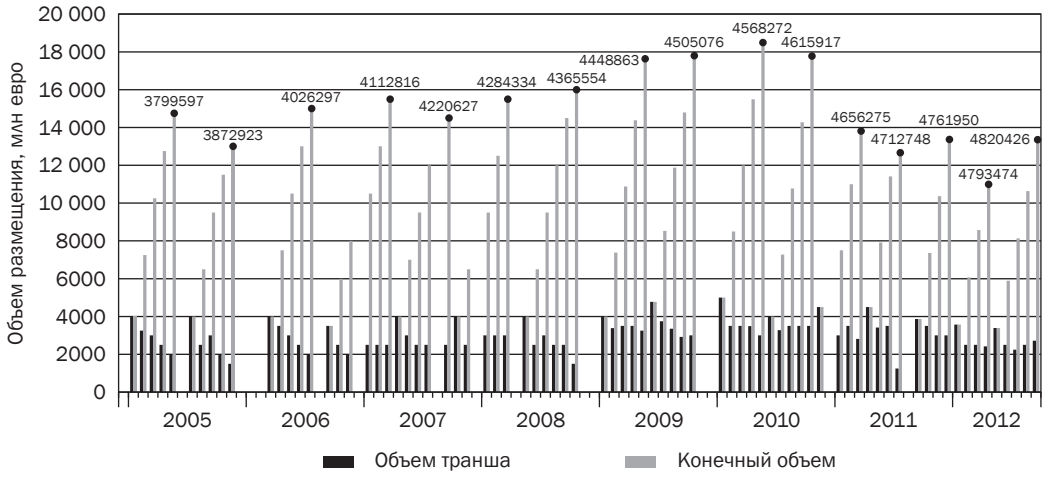
Скорость размещения можно измерить, сопоставив объем первого транша с усредненными объемами следующих траншей. Как часто объем первого транша больше среднего объема? В России — 7 выпусков из 15, в Италии — 15 из 15. Итальянское казначейство

стремится поставить как можно больше ликвидности уже на первом аукционе. Поэтому объем первого транша там всегда больше объема любого следующего транша. В России картина смешанная. Объем первого транша то больше, то меньше среднего объема, и кажется, что это отношение меняется случайным образом и с большим размахом от выпуска к выпуску. Вот почему в Италии среднее значение этого отношения больше, а его стандартное отклонение и коэффициент вариации меньше, чем в России.

В заключение исследуем графики размещения 5-летнего эталона (рис. 5, 6). Черные столбцы — объем транша, серые — КОР. Для большей визуальности над последним серым столбиком, обозначающим КОР, расположены коды выпусков (без приставок «ОФЗ» и «IT000»). Чтобы поддерживать рынок в ликвидном состоянии, итальянское казначейство эмитирует BTP ритмично, неотвратимо и гласно. Оно может отменить запланированный аукцион только в случае крупных бюджетных излишков.

Рисунок 5

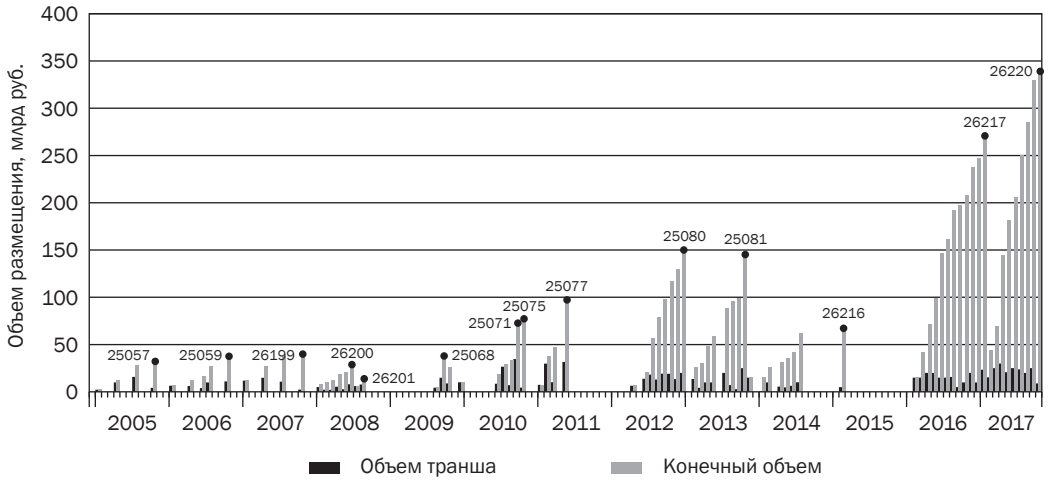
Итальянский «конвейер» 5-летнего эталона



Источник: составлено автором по данным итальянского казначейства.

Рисунок 6

Аритмия размещения 5-летнего эталона в России



Источник: составлено автором по данным Минфина России.

Контраст с Россией разительный. Все BTP достигли минимального КОР, который составлял в 2005–2017 гг. €10 млрд. Первый транш, как правило, крупнее остальных, что отражает стремление эмитента подать больше ликвидности уже на первом аукционе, но не больше, чем необходимо, чтобы дисбаланс предложения и спроса не «утопил» цену размещения. Из 15 первых траншей 8 траншей ровно по €4 млрд каждый, остальные 7 недалеко от этой цифры. Так проявляется стремление эмитента стабилизировать средний объем транша. Следует обратить внимание и на сравнительную стабильность «пересмены» в Италии. «Бегущая» BTP достигает «правильного» объема до ее замены новым эталоном. Вместе с тем «пересмена» не так велика, чтобы возникли утечки ликвидности.

В России размещение было регулярным в 2005–2007 гг., а затем «пересмена» утратила регулярность. Скученность аукционов на коротких отрезках времени перемежалась с разновеликими простоями не только между последним и первым аукционами соседних бумаг, но и между траншами одной бумаги. Из-за крайне нерегулярного размещения ОФЗ инвесторы не знают, достигнет ли отдельно взятая облигация в определенный срок такого объема, который обеспечит ей активную «жизнь» на вторичном рынке, после того как значительная часть выпуска осядет в портфелях типа «купил и держу». Эту неопределенность можно записать в риск потерь от нерегулярного размещения, который инвесторы перекладывают на эмитента, занижая цены покупки на аукционах. Поведенческая основа — неприятие риска; инвесторы в своем большинстве готовы пожертвовать «частицей» доходности в обмен на стабильную поставку ликвидности. Предпочтение стабильной поставки — самый важный источник премии за волатильность. Другим источником является асимметрия информации о сроках и объемах размещения. Продавец, понятно, лучше осведомлен в этом вопросе, чем возможные покупатели. Последние отвечают на информационную асимметрию расширенным спредом между ценой покупки на аукционах и ценой продажи на вторичном рынке.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В 2005–2006 гг. в России была проведена очередная рыночная реформа, на сей раз эффективная, скоростная и тихая. За короткий срок рынок ГЦБ, напоминавший лоскутное одеяло, если смотреть на него сквозь призму ликвидности, был «переупакован» в ОФЗ с крупным объемом в обращении и эталонными сроками до погашения. Ликвидность увеличилась, bid-ask спред сократился, при том что дюрация портфеля ОФЗ приблизилась к целевым пяти годам. Дальнейшая судьба эталонных ОФЗ рассмотрена под углом зрения лучшей зарубежной практики, роль которой сыграло размещение аналогичных облигаций итальянским казначейством.

С 2008 г. частично под влиянием внешних обстоятельств, частично из-за стремления Минфина России разнообразить свое финансовое «меню», частично из-за проблем с инвесторской базой долга эталонные ОФЗ размещались медленно и неритмично, при том что первые транши были систематически мельче вторых или всех остальных. Имели место значительные внеаукционные продажи, обычно трактуемые как вид оппортунистического поведения эмитента по отношению к инвесторам. Скученность аукционов на коротких отрезках времени перемежалась с разновеликими простоями не только между последним и первым аукционами соседних бумаг, но и между траншами одной бумаги.

Результатом ощутимой аритмии эмиссии являлись утечки ликвидности не только в длительные паузы между последним аукционом «бегущей» ОФЗ и первым аукционом ее «сменщицы», но и между размещением траншей одной облигации. Логично предположить, что перебои в поставке ликвидности оборачивались повышенной доходностью ОФЗ, так как участники рынка требовали компенсацию за дополнительный риск волатильности размещения. Коэффициент вариации показывает, сколько общего риска принимает

государство с его долговым портфелем по отношению к ожидаемым расходам на обслуживание долга. Низкий коэффициент означает низкие ожидаемые расходы с пониженным риском. Пока что в России он в несколько раз больше, чем в Италии.

Библиография / References

1. Bennett P., Garbade K., Kambhu J. Enhancing the Liquidity of U.S. Treasury Securities in an Era of Surpluses. *FRBNY Economic Policy Review*, 2000, no. 3.
2. O'Hara M. Market Microstructure Theory. Oxford: Basil Blackwell Ltd., 1995.
3. Чумаченко А. Н. Стратегия государства на рынке облигаций // Рынок ценных бумаг. 2005. № 6. С. 60–64 [Chumachenko A. State Strategy on the Bond Market. *Rynok tsennykh bumag — Securities Market*, 2005, no. 6, pp. 60–64 (In Russ.)].
4. Алехин Б. И., Яковони Д. Сравнительный анализ эмиссии государственных ценных бумаг в Италии и России // Финансы и кредит. 2004. № 29. С. 11–24 [Alekhin B. Jakovoni D. Comparative Analysis of the Government Securities Issue in Italy and Russia. *Finansy i kredit — Finance and Credit*, 2004, no. 29, pp. 11–24 (In Russ.)].
5. Scalera S. Development of the Domestic Debt Market: The Italian Experience. Conference on Public Debt Management. London, November 30, 2000.
6. 2018 Public Debt Management Guidelines. Department of the Treasury (Dipartimento del Tesoro). Available at: http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Guidelines_for_public_debt_management_2018.pdf.
7. Алехин Б. И. Дисконт на аукционах по продаже государственных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2005. № 8. С. 26–30 [Alekhin B. I. Discount on Government Securities Auctions. *Rynok tsennykh bumag — Securities Market*, 2005, no. 8, pp. 26–30 (In Russ.)].
8. Алехин Б. И. Bid-ask спрэд на рынке ГКО-ОФЗ // Финансы и кредит. 2004. № 1. С. 5–16 [Alekhin B. Bid-ask Spread on the GKO-OFZ Market. *Finansy i kredit — Finance and Credit*, 2004, no. 1, pp. 5–16 (In Russ.)].
9. Другов А., Могильницкая М. Достижения и новые проекты рынка ГЦБ и денежного рынка // Биржевые новости. 2007. № 3 [Drugov A., Mogilnitzkaya M. Achievements and New Projects of the Government Securities Market and the Money Market. *Birzhevye novosti — Exchange News*, 2007, no. 3 (In Russ.)].
10. Cannata M. Long Term Trends in the Italian Secondary Market. Fixed Income Market Colloquium Rome, 4–5 July 2017.

B. I. Alekhin

Benchmarking Russian' Government Bond Market

Author's affiliation:
Boris I. Alekhin *(e-mail: b.i.alekhin@gmail.com), ORCID 0000-0002-9571-4836, Russian State University for Humanities, Moscow 125993, Russian Federation*

Abstract
This article describes how the Russian government has tried to create a liquid government bond market by using auctions to concentrate its domestic debt in key maturities. The maturity structure of bonds for 2005–2017 is calculated and explored in absolute and relative terms. For comparison the author uses the Italian Treasury issuance policy. Bonds with maturity 3, 5, 10 and 15 years dominate the Russian government's debt portfolio. However issuance is characterized by bonds' long-life cycle, unstable auction cycles and long distances between the last auction of an outgoing bond, the first auction of the incoming one and other shortfalls, while Italian issuance is determined by "extreme regularity, transparency, and predictability". To reduce exposure to volatility and liquidity risks auction participants reduce their bids.

Keywords:
public debt, benchmark bonds, bond issuance, auction, liquidity

JEL: *G14*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-95-108

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6-109-119

К. В. Швандар, В. Ю. Черкасов

Наличные или платежная карта? Розничные платежи в Армении

Кристина Владимировна Швандар *(e-mail: shvandar@nifi.ru), д. э. н., руководитель Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)*

Всеволод Юрьевич Черкасов *(e-mail: vcherkasov@nifi.ru), старший научный сотрудник Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)*

Аннотация

В статье обсуждается проблема проникновения безналичных платежных инструментов на рынок розничных транзакций. Безналичные расчеты способствуют прозрачности транзакций. Ограничение допустимого размера оплаты розничных покупок наличными деньгами, имеющее примеры в мире, может облегчить противодействие транзакциям, за которыми скрываются преступная деятельность и уклонение от уплаты налогов. Однако основания ограничивать крупные наличные платежи убедительны тогда, когда безналичные инструменты глубоко проникли на рынок мелких транзакций. Платежные карты конкурируют с наличными деньгами по издержкам совершения платежей, а их конкурентоспособность зависит от величины взаимообменной комиссии эмитентов. В Армении ограничение допустимого размера платежа наличными деньгами было бы, возможно, рациональным шагом для сокращения теневой активности в экономике, но сначала безналичные платежные инструменты должны глубже проникнуть на розничный рынок. Идентификации препятствующих этому факторов и принятию оптимальных решений послужило бы проведение исследования издержек в платежной системе.

Ключевые слова:

безналичные платежи, ограничение наличных платежей, издержки, взаимообменная комиссия, конкурентоспособность, Армения

JEL: *E42, E51, H26, J33*

В современном мире наблюдается устойчивая тенденция к вытеснению наличных денег безналичными инструментами управления денежными средствами. В нынешнем десятилетии этот процесс приобрел значительное ускорение вследствие взрывного роста числа новых платежных сервисов, связанного с вовлечением огромного числа постоянных пользователей во Всемирную сеть, развитием сетевых ресурсов и технологий и массовым распространением мобильных средств сетевых коммуникаций.

Платежные карты являются главным конкурирующим с наличными деньгами инструментом платежей за приобретаемые физическими лицами товары и услуги у торгово-сервисных организаций (далее — ТСО). Эта конкуренция начинается с безналичной оплаты транзакций на крупные суммы и усиливается по мере уменьшения среднего размера платежа банковской картой. Сейчас в большинстве стран мира наличные деньги попрежнему преимущественно используются во множестве разнообразных розничных расчетов, вследствие чего общее число оплаченных ими транзакций больше по сравнению с числом безналичных платежей, тогда как общая сумма, напротив, меньше.

ОГРАНИЧЕНИЕ ДОПУСТИМОГО РАЗМЕРА НАЛИЧНОГО РОЗНИЧНОГО ПЛАТЕЖА: ПРИМЕРЫ, АРГУМЕНТЫ И КОНТРАРГУМЕНТЫ

Рассмотрим, почему повышение доли безналичных платежей на розничном рынке — правильный прагматичный ориентир. Имеют значение два аспекта вопроса — прозрачность и стоимость транзакций.

Плательщик на розничном рынке имеет две альтернативы в выборе инструмента (не считая пока еще нового и слабо прижившегося варианта электронных денег). Первая — наличные деньги, которые представляют собой доступную для небанковских субъектов форму денег центрального банка (его прямых обязательств). Их главный недостаток — высокие риски владения. Банкноты могут быть сравнительно легко похищены, утеряны, повреждены, могут оказаться поддельными. Вместе с тем наличные деньги — единственный инструмент, позволяющий совершать платежи анонимно.

Вторая альтернатива — деньги в коммерческих банках, депозиты. Они представляют собой учетные записи, подтверждающие право владельца депозита распоряжаться деньгами центрального банка, переданными им коммерческому банку. Распоряжение возможно путем востребования наличных денег или поручения банку произвести платеж в пользу того или иного бенефициара, который (в общем случае, когда счет бенефициара открыт не в том же банке) выполняется за счет доступных банковским субъектам денег центрального банка в безналичной форме. Как отмечено выше, наиболее распространенный вариант в транзакциях физических лиц — платежная карта. Это универсальный инструмент, позволяющий как востребовать наличность, так и осуществлять безналичные платежи.

Для держателя транзакционного банковского счета преимущество заключается в минимизации рисков владения денежными средствами. Использование клиентами транзакционных счетов выгодно банкам, для которых средства на счетах являются источником ликвидности и доходов (в т. ч. от оказания платежных услуг). Для ТСО прием наличных или безналичных платежей — нейтральная альтернатива во всем, что не касается издержек (ниже мы вернемся к этому вопросу).

В отличие от использования наличных денег платежи, отправляемые с банковского счета, персонифицированы. Этим обеспечивается прозрачность транзакций. На анонимных расчетах наличными деньгами строятся схемы легализации преступных доходов, финансирования терроризма и уклонения от уплаты налогов; коррупция также базируется на анонимности.

У законопослушного плательщика могут быть мотивы стремиться к анонимности, которые не обязательно связаны с противозаконным характером платежа. Однако лишь в последнем случае мотивация достигает такой силы, что невозможно пожертвовать анонимностью при осуществлении крупного платежа. То же справедливо в отношении бенефициаров. Если бенефициар — ТСО, у него не может быть иных причин для отказа от приема безналичных платежей, кроме либо желания скрыть противозаконные транзакции, либо чрезмерной стоимости платежных услуг, технических препятствий.

В половине государств ЕС законодательно установлены ограничения допустимого размера транзакции для оплаты наличными деньгами. Лимит на уровне €7,5–15 тыс. помогает установить максимальную планку в целях противодействия легализации преступных доходов, за которую выводятся транзакции с дорогостоящими товарами, такими как автомобили или ценности, торгуемые с аукционов. Ограничение транзакции размером €3 тыс. устанавливает уже намного более узкий фильтр для транзакций с потенциалом уклонения от налогов. В наиболее жестком варианте — €500 (нынешний лимит в Греции) в сферу обеспеченного контроля выводятся даже продажи дорогостоящих товаров длительного пользования [1].

В Великобритании и скандинавских странах в отсутствие прямых ограничений действуют особые режимы налогового учета или идентификации клиентов при расчетах

наличными деньгами на сумму более €15 тыс. (Соединенное Королевство, Швеция) либо особые режимы налоговой ответственности при оплате транзакций на сумму намного меньше — от €1 тыс. в эквиваленте (Дания, Норвегия).

Ограничение наличных расчетов имеет примеры и за пределами ЕС. В Беларуси с 2015 г. допустимая сумма оплаты наличными деньгами потребительских расходов физического лица ограничена размером 1000 базовых единиц[1], что эквивалентно примерно €10 тыс. В Мексике установлены лимиты наличной оплаты транзакций определенного профиля (торговля автомобилями, недвижимостью). По похожему пути идет Украина, где использование наличных денег физическими лицами ограничивается при совершении сделок, требующих нотариального оформления.

Установление законом лимита на оплату наличными деньгами розничных транзакций — простое решение в расчете на быстрый результат, если есть существенные проблемы, проистекающие из теневой экономики, коррупции или террористической угрозы. Ограничение в эквиваленте даже €3 тыс. существенно не отразится на свободе повседневного выбора людей между наличной или безналичной оплатой расходов, а правильная информационная кампания способна сгладить вероятный негативный социальный резонанс.

Вместе с тем не существует неоспоримых доказательств результативности ограничений. Они рассчитаны на законопослушность хотя бы одной из сторон транзакции, но неэффективны, если обе стороны действуют в нарушение закона. Адресаты будут искать способы уклонения и иные варианты проведения расчетов (возможные сценарии — криптовалюты или «Хавала»). Вполне вероятно, они будут найдены, так как ограничительные меры лишь воздействуют на внешнее проявление проблемы, но не дают ее фундаментального решения. Не прибегая к ограничениям, можно достичь немалых результатов выводом из обращения банкнот с большими номиналами (пример — остановка эмиссии банкнот €500). Россия дает пример улучшения налогового контроля путем внедрения нового поколения контрольно-кассовой техники и создания института операторов фискальных данных [2].

Наконец, ограничение наличных расчетов не сопряжено с социальными рисками только при условии, что рынок банковских услуг достаточно развит, население охвачено ими и есть инфраструктурные и технологические гарантии непрерывного исполнения безналичных платежей.

Говоря о лимитах, мы лишь отмечаем, что такой инструмент есть и может применяться, если этого требуют обстоятельства, но при соблюдении необходимых условий и без твердой гарантии достижения желаемого результата, который заключается исключительно в противодействии противоправной деятельности за счет прозрачности транзакций. Ограничение суммы платежей не должно рассматриваться в качестве инструмента вытеснения наличных денег в пользу безналичных инструментов. Напротив, ограничительные меры оправданны и позволяют рассчитывать на положительный результат, если в результате эволюционного процесса распространения культуры безналичных платежей крупный платеж наличностью или отказ в приеме безналичного платежа выглядел бы отклонением от общественной нормы. Ключевой момент — конкурентоспособность безналичных инструментов. В этом контексте перейдем к вопросу об издержках выполнения платежей.

КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ ПЛАТЕЖНОЙ КАРТЫ КАК СРЕДСТВА ОПЛАТЫ РОЗНИЧНЫХ ТРАНЗАКЦИЙ

Прием и отправление платежей, наличных и безналичных, требуют затрат от всех вовлеченных в платежную систему субъектов. К их числу относятся центральный банк,

[1] *Администрируемая величина в белорусских рублях, используемая для установления в кратности к ней размеров законодательно и нормативно регулируемых платежей.*

коммерческие банки и другие операторы по переводу денежных средств, провайдеры логистических и платежных сервисов, ТСО и другие бенефициары, а также все отправители платежей. На розничном рынке товаров и услуг последние — это физические лица, совершающие покупки. Издержки включают затраты на бизнес-процессы по изготовлению наличных денег и физических носителей для безналичных инструментов; на учет, сортировку, инкассацию, депонирование и снятие со счетов наличных денег; на процессинг при обработке безналичных платежей; на обеспечение безопасности хранения наличных денег и информационной безопасности при безналичных расчетах; на инфраструктуру во всей цепочке от отправления платежа до его доставки бенефициару (этот список далеко не исчерпывающий).

В экономической литературе различаются две категории издержек в платежном цикле — частные и общественные. Под общественными издержками подразумевается стоимость собственных бизнес-процессов каждого участника цикла, а в сумме с вознаграждениями, уплаченными другим участникам за их услуги, они составляют его частные издержки. Разностью между частными издержками и полученными вознаграждениями определяются чистые частные издержки.

В мире проводились различные исследования на тему издержек при осуществлении платежей. Федеральный резервный банк Канзас-Сити в 2012 г. опубликовал аналитический обзор результатов таких исследований, проведенных в Австралии, Бельгии, Нидерландах и Норвегии. В большинстве этих стран совокупные общественные издержки всех вовлеченных сторон при совершении платежей наличными деньгами в расчете на одну розничную транзакцию были меньше, чем при осуществлении платежа дебетовой банковской картой (за исключением Норвегии — как и другие скандинавские экономики, мирового лидера в «обезналичивании» розничного рынка). В других странах относительно низкие удельные издержки наличных платежей — следствие того, что наличными деньгами опосредовано наибольшее число мелких транзакций [3].

Для всей совокупности розничных транзакций наличные платежи требуют намного больше издержек по сравнению с безналичными, поскольку сопряжены со значительными капитальными затратами, основную часть которых принимает на себя банковский сектор (банкоматы, инкассаторские автомобили, сейфы и хранилища, их обслуживание). За счет повышения доли безналичных платежей может быть получена немалая экономия в масштабах всего общества. Дополнительное преимущество от использования безналичных инструментов может быть извлечено из экономии на переменных издержках. Отметим, что в примерах, описание которых содержится в комментируемой публикации, она тем значительнее, чем больше размер транзакции [4].

В том же 2012 г. Европейским центральным банком был издан доклад об издержках при использовании альтернативных инструментов для осуществления розничных платежей в странах Евросоюза. В нем также отмечается, что наличные деньги — наиболее затратный инструмент в масштабах всего общества. Причем ТСО уплачивают в сумме больше вознаграждений за услуги, которыми пользуются для приема платежей наличными деньгами, чем для расчетов банковскими картами. Это, как и в рассмотренных выше примерах, объясняется массовым характером наличных платежей в мелкой рознице. Однако наблюдение ценно тем, что свидетельствует о наличии «пространства», в пределах которого повышение доли безналичных платежей не приведет к росту суммарных затрат ТСО на оплату услуг [4].

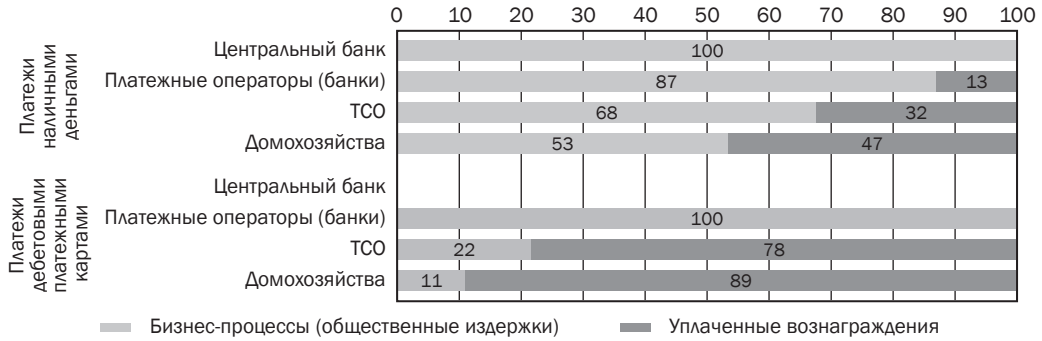
Воспользуемся далее сведениями из отчета о результатах исследования издержек, проведенного Национальным банком Венгрии (НБВ) [5]. В результате анализа данных, полученных из проведенных НБВ в 2009 г. опросов, было установлено, что общественные издержки составляют при наличных расчетах 72 % частных издержек. Они наполовину складываются из стоимости бизнес-процессов ТСО и на 35 % — бизнес-процессов банков и других платежных операторов. При расчетах дебетовыми платежными картами банки (платежные

операторы) принимают на себя основную долю издержек по бизнес-процессам (более 80 %), получая соответствующие вознаграждения от ТСО и домохозяйств.

При наличных расчетах частные издержки домохозяйств складываются более чем на 50 %, а издержки ТСО — почти на 70 % из стоимости бизнес-процессов. При расчетах платежными картами около 80 % частных издержек ТСО и почти 90 % издержек домохозяйств составляют уплаченные вознаграждения в пользу платежных операторов (рис. 1).

Рисунок 1

Структура частных издержек участников платежной системы по категориям издержек на примере Венгрии, %



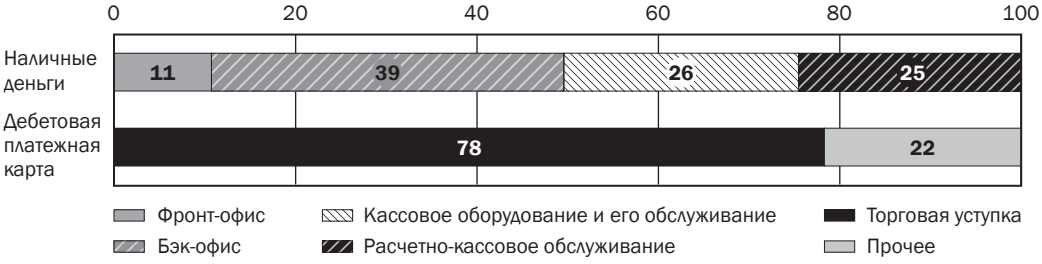
Источник: Национальный банк Венгрии.

Более половины частных издержек домохозяйств при расчетах наличными деньгами составляют затраты времени (на снятие наличности с банковского счета или внесение на счет, подсчет денежных знаков при совершении транзакций и т. д.) и ущерб от преступной деятельности (ограбления, кражи, фальшивомонетничество)[2]. В издержки домохозяйств по методологии НБВ включаются также вознаграждения, уплаченные ими платежным операторам за услуги, так или иначе связанные с использованием наличных денег; они составляют почти половину суммы частных издержек [5].

Издержки ТСО при наличных расчетах состоят из соответствующих бизнес-процессов фронт-офиса (примем платежей) и бэк-офиса (вся работа с принятой наличностью), стоимости кассового оборудования и расчетно-кассового обслуживания в банках (рис. 2).

Рисунок 2

Структура частных издержек ТСО при расчетах альтернативными платежными инструментами на примере Венгрии, %



Источник: Национальный банк Венгрии.

[2] *Анализ «бизнес-процессов» домохозяйств специфичен. Многие их издержки не имеют непосредственного денежного выражения и измеряются условным денежным эквивалентом личного времени. Поскольку речь идет об ущербе от преступности, издержки измеряются прямыми потерями либо затратами времени и (или) средств на защиту от них. То же относится к некоторым бизнес-процессам ТСО.*

В обоих случаях при переходе к расчетам платежными картами прежние издержки в основном замещаются стоимостью услуг платежных операторов. Для домохозяйств это комиссия эмитента платежной карты, для ТСО — торговая уступка эквайеру. В этом и заключается механизм, позволяющий сокращать собственные бизнес-процессы в обмен на оплату услуг банка, исходя из размера издержек по бизнес-процессам последнего и его установки на прибыль.

Торговая уступка представляет собой разницу между суммой платежа, совершенного покупателем в пользу ТСО, и денежной суммой, переведенной эквайером на счет ТСО. Она складывается из комиссионного вознаграждения эмитенту платежной карты — «взаимообменной комиссии», это основная часть торговой уступки — и вознаграждений эквайеру и оператору карточной платежной системы.

ТСО — коммерческие организации, покрывающие свои издержки выручкой. Стоимость их бизнес-процессов и оплаченных ими банковских услуг возмещается конечными плательщиками — домохозяйствами (независимо от того, какими инструментами они расплачиваются с ТСО). Однако ТСО небезразличны к дифференциации издержек при приеме платежей разными инструментами, поскольку от этого зависит их прибыль в условиях рыночной конкуренции. Чем меньше бизнес, тем более он небезразличен к издержкам каждой единичной транзакции и готов скорее затрачивать время на собственный бизнес-процесс, чем оплачивать стороннюю услугу.

Издержки ТСО по бизнес-процессам при приеме платежей разделяются на постоянные и переменные. Постоянные издержки (например, время на подготовку оборудования для приема платежей, амортизацию (аренду) и обслуживание технических устройств) не зависят от того, как часто и на какие суммы происходят транзакции, и рассчитаны на долгосрочную окупаемость, какими бы инструментами ни совершались платежи.

Переменные издержки, в свою очередь, разделяются на те, которые зависят только от числа транзакций или от их размеров (общей суммы транзакций). Состав издержек, зависящих только от числа транзакций, мало различается при расчетах наличными деньгами и платежными картами, хотя время на осуществление всей совокупности бизнес-процессов может быть разным. Крупное преимущество безналичных платежей в том, что они не требуют затрат средств или времени на инкассацию, но вместе с тем их прием требует отдельных трудозатрат на сверку платежей, верификацию ошибок и сбоев, а также на работу с отозванными платежами (более сложную, чем при наличной оплате).

Довольно многие бизнес-процессы при приеме ТСО наличных платежей зависят или могут зависеть по времени от суммы транзакции: подсчет денежных знаков в выручке и сдаче, проверка подлинности банкнот, контрольный подсчет и другие. Принципиальное отличие приема «карточных» платежей заключается в том, что они элиминируют бизнес-процессы ТСО, зависящие от размеров транзакций, замещая их единственным переменным в зависимости от суммы безналичной выручки компонентом издержек — торговой уступкой [6].

Принимая α (в денежных единицах) и β (в единицах целого числа) за условные нормы переменных издержек, которые зависят, соответственно, от числа транзакций и от их размера (суммы выручки от единичной транзакции), обозначая нижними индексами c и n принадлежность издержек к наличным и безналичным платежам и исходя из условия равенства издержек:

$$\alpha_c + \beta_c \times v = \alpha_n + \beta_n \times v,$$

можно вывести следующее представление нейтрального размера единичной транзакции, при котором выбор между приемом платежа наличными деньгами или посредством платежной карты безразличен для ТСО (переменные издержки одинаковы):

$$\bar{v} = \frac{\alpha_n - \alpha_c}{\beta_c - \beta_n},$$

где β_n — процент торговой уступки (выраженный в единицах целого числа).

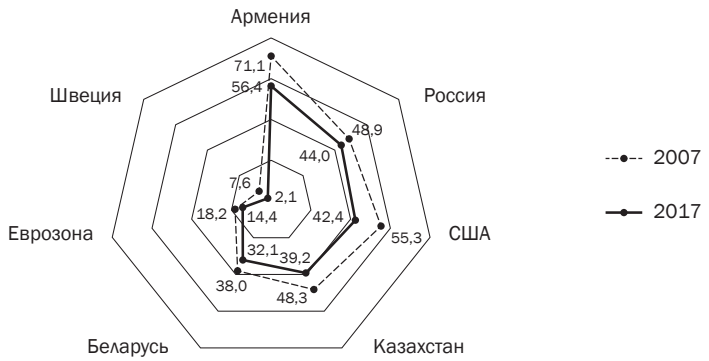
На деле проблематика торговой уступки сложнее. Размер торговой уступки — не единственный фактор, влияющий на соотношение наличных и безналичных платежей на розничном рынке. Однако и в наиболее упрощенном виде изложенный выше принцип равенства переменных издержек ТСО приводит к выводу: чем больше процент торговой уступки, зависящий от размера взаимообменной комиссии, тем больше сумма платежа, до которой ТСО выгоднее получить его наличными деньгами. Высокая взаимообменная комиссия — препятствие для мелких розничных безналичных платежей.

ПЛАТЕЖИ НА РОЗНИЧНОМ РЫНКЕ В АРМЕНИИ: СОСТОЯНИЕ И ВЗГЛЯД НА ПОСТАНОВКУ ЗАДАЧ В БУДУЩЕМ

Статистика расчетов наличными деньгами, как правило, менее доступна, чем данные по безналичным расчетам, агрегируемым операторами по переводу денежных средств. Поэтому в целях международных сопоставлений обычно используется аналитический показатель веса денежного агрегата М0 (наличные деньги в обращении) в составе агрегата М1, включающего также депозиты до востребования. В Армении этот показатель за последнее десятилетие снизился, как и в других странах и даже больше, если опираться на выборочные сравнения. Но те же сопоставления показывают, что он все еще высокий на международном фоне (56,4 %) по состоянию на декабрь 2017 г. (рис. 3).

Рисунок 3

Международные сопоставления денежных агрегатов по показателю М0 в процентах от М1: 2017 г. по сравнению с 2007-м



Источники: составлено авторами по данным центральных (национальных) банков и МВФ.

Чтобы расширить видение вопроса, обратимся к тому, как в целом устроена платежная система Армении. Создание и развитие эффективной системы платежей и расчетов, регулирование в платежной системе относятся к законодательно вмененным функциям Центрального банка Республики Армения (далее — ЦБ РА). Базовый правовой документ, регулирующий национальную платежную систему, — закон 2004 г. «О платежно-расчетных системах и платежно-расчетных организациях». Согласно законодательству платежно-расчетные услуги на рынке розничных платежей оказывают банки, а также платежно-расчетные организации, получившие лицензии ЦБ РА на осуществление процессинга и клиринга платежных инструментов и (или) осуществление денежных переводов без открытия банковского счета. К последним относятся ЗАО «Айпост» (почта Армении) и несколько операторов, осуществляющих внутренние и международные денежные переводы, принимающих платежи и предоставляющих сервисы для мобильных и онлайн-платежей.

Ядро всей национальной платежной системы образует валовая система электронных платежей ЦБ РА, в которой совершаются среди прочих расчеты между участниками второго базового элемента национальной платежной системы Армении — единой системы платежей банковскими картами АрКа. Ее владелец и оператор — ЗАО «Арменian Кард», организация, акционерами которой являются ЦБ РА и действующие в Армении коммерческие банки. АрКа — это центр по оказанию процессинговых услуг посредством многостороннего неттинга для расчетов международными картами Visa, MasterCard, American Express и Diners Club в Армении. В рамках системы осуществляется выпуск и обслуживание национальных платежных карт ArCa. Членство банков в системе дает им возможность эмиссии и (или) эквайринга карт ArCa. Банки — акционеры ЗАО «Арменian Кард» пользуются также правом эмиссии и эквайринга обслуживаемых системой платежных карт международных систем.

Если примерно оценивать долю платежей на розничном рынке, совершаемых посредством платежных карт (всех брендов), исходя из имеющихся данных о состоявшихся транзакциях с картами без участия наличных денег и размерах розничного товарооборота в сумме с объемом платных услуг населению, в 2017 г. в Армении она приближалась к 15 %, тогда как в России или, например, Беларуси — к 40 %. Полученные результаты говорят о пока еще относительно слабом проникновении безналичных расчетов на рынок транзакций между населением и ТСО.

Для проникновения безналичных платежей на розничный рынок большое стартовое значение имеет массовость владения платежными картами. Главными генераторами массовости обычно становятся зарплатные проекты. В России в 2017 г. отношение числа выпущенных платежных карт (дебетовых и кредитных, независимо от валюты баланса) к численности населения в возрасте старше 15 лет составляло 2,3, в Беларуси — 1,8. В Армении этот показатель — 0,8, то есть в среднем на каждого жителя приходится меньше одной карты. Обеспеченность населения платежными картами выглядит еще меньше, если учитывать, что по количеству они неравномерно распределяются среди владельцев, а часть выпущенных карт может использоваться в диаспоре.

Не менее важна обеспеченность инфраструктурой по приему платежей. В первую очередь речь идет о платежных терминалах в ТСО, хотя их проникновение в торговлю сильно зависит от того, насколько выгоден прием платежных карт с позиций сравнительных издержек. Банкоматы не столь важны с точки зрения охвата безналичными платежами розничных транзакций, хотя они используются владельцами банковских карт не только для снятия наличности, но и для отправления различных платежей за услуги (а если оснащены функцией по приему наличных денег, то и для пополнения счета).

Пока Армения демонстрирует относительно слабую обеспеченность инфраструктурой POS-терминалов. Если сравнивать с Россией или Беларусью, в Армении на один терминал приходится примерно в 2,3 раза больше эмитированных платежных карт (табл. 1).

Таблица 1

Сравнительные показатели распространения и использования платежных банковских карт и развития инфраструктуры в государствах — членах ЕАЭС

	Армения	Беларусь	Казахстан	Киргизия	Россия
	30.09.2018	01.10.2018	01.11.2018	01.10.2018	01.07.2018
Число выпущенных банковских карт, млн ед.	1,9	15	21,8	2,4	269
В расчете на душу населения старше 15 лет	0,8	1,9	1,7	0,6	2,2
Число POS-терминалов	8476	157 126	133 107	9554	2 681 405
Нагрузка на POS-терминалы (среднее число карт)	227	94	164	247	100
Число банкоматов	1522	7407	10 811	1546	203 194
Нагрузка на банкоматы (среднее число карт)	1267	1987	2019	1526	1322

	Армения	Беларусь	Казахстан	Киргизия	Россия
	2017 год				
Объем операций с банковскими картами, млн евро в эквиваленте	2725	19 878	33 460	1781	607 618
В % к ВВП, в том числе:	28,3	44,7	25,6	28,2	45,5
снятие наличных денег, % объема	82,9	55,3	80,4	94,8	65,2
безналичные операции, % объема	17,1	44,7	19,6	5,2	34,8
Средний размер безналичной транзакции, эквивалент в евро	42,3	8,2	31,8	23,6	12,4
Безналичные операции с банковскими картами, % к розничному обороту товаров и платных услуг населению (оценка)	15,7	41,8	23,0	1,7	37,3

Источники: центральные (национальные) банки и органы государственной статистики, расчеты авторов.

Отметим, что одной из серьезных проблем, затрудняющих сбалансированное развитие экономики Армении, является значительная доля так называемого теневого сектора. По оценкам МВФ, оборот товаров и услуг в неформальной экономике в Армении в течение периода после создания суверенного государства (1991–2015 гг.) составлял в среднем примерно 43 %, а в конце этого периода — около 36 % относительно ВВП [7].

Размеры неформального сектора экономики, учитывая острую для Армении проблему бюджетного дефицита, заставляют задуматься о применении в стране зарубежного опыта ограничения допустимой суммы розничного платежа наличными деньгами. Однако приведенные факты о развитии рынка платежных карт заставляют сомневаться в готовности страны к такому решению. Его восприятие обществом зависит от того, насколько привычным средством оплаты повседневных расходов являются для населения безналичные инструменты. Разумным началом представляется поиск решений, способствующих уменьшению среднего размера розничной транзакции, оплачиваемой платежной картой.

Конкуренция между наличными деньгами и безналичной альтернативой тем сильнее, чем меньше размер транзакции. Когда банковская карта становится естественным средством платежа по любой транзакции практически независимо от ее малого размера, появляются убедительные основания обсуждать целесообразность законодательного ограничения размеров крупного платежа наличными деньгами. Иными словами, если картой легко расплатиться в такси (как, например, в Исландии), наличная оплата при покупке автомобиля выглядит как минимум очень нетипичной.

В Беларуси, где ограничение было введено, средний размер транзакции по отправлению платежа с банковской карты для оплаты товаров (услуг) составлял в 2017 году примерно €8 в эквиваленте. На такую сумму можно рассчитаться за небольшую «корзину» товаров, приобретаемых для повседневных нужд. В России, где ограничение остается пока лишь частью обсуждаемой повестки, средний размер «карточного» платежа в том же году равнялся 855 руб. (€12), а в Армении — 24,5 тыс. драмов (€42).

Конечно, сопоставимость номинальных значений среднего размера транзакции, приведенных к единому валютному эквиваленту, в динамических сравнениях сомнительна ввиду разной инфляции и неодинаковой курсовой динамики. Однако проведенный авторами анализ вкладов номинальных (инфляция, курс) и реальных факторов показал, что действие последних в 2009–2017 гг. в Армении было слабее, чем в России. Под реальными подразумеваются любые разнообразные факторы, влияющие на выбор розничного потребителя между платежом наличными деньгами или картой.

Слабое развитие инфраструктуры POS-терминалов косвенно свидетельствует о том, что проникновению безналичных платежей на розничный рынок может препятствовать фактор высокой взаимообменной комиссии. Положительную роль могло бы сыграть проведение комплексного исследования издержек при совершении розничных платежей.

Для Армении задача проведения такого исследования облегчается (его стоимость снижается) компактностью национальной территории и размеров банковской системы. Исследование могло бы послужить нахождению продуктивных решений.

В мире есть примеры законодательного регулирования взаимообменной комиссии. В США в 2010 г. была введена законодательная норма об ограничении допустимого размера комиссии по транзакциям, оплаченным дебетовыми картами (*Durbin amendment*[3]). В Евросоюзе ограничения введены Регламентом Европейского парламента и Совета Европейского союза № 2015/751. Однако подобные меры могут повлечь нежелательные побочные следствия — рост комиссий эмитентов за обслуживание картовладельцев, сокращение программ лояльности. Оптимальные решения могут лежать в области развития конкурентной среды или оптимизации бизнес-процессов на рынке платежных услуг.

Фундаментальным методологическим наставлением по измерению стоимости проведения розничных платежей является изданное в 2015 г. руководство Всемирного банка [8]. По нашему мнению, большую практическую ценность представляют также методические материалы, опубликованные на интернет-сайте Банка Норвегии. Доклад № 4 от 14 мая 2009 г. описывает общие теоретические основы и методологический базис исследования [9]. Он дополнен докладом № 5, в котором изложены формы опросов среди домохозяйств, ТСО и банков с комментариями по их использованию, интерпретации и аналитической обработке полученных данных [10]. В частности, уникальным подспорьем служит руководство по проведению опроса среди банков (это наиболее сложная часть исследования ввиду многообразия бизнес-процессов, выполняемых провайдерами платежных услуг).

Библиография / References

1. Швандар К. В., Анисимова А. А. Зарубежный опыт развития системы безналичных платежей: практика и результаты // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 1. С. 91–98 [Shvandar K. V., Anisimova A. A. Foreign Experience of Development of Cashless Payment System: Practice and Results. *Finansovyj žhurnal — Financial Journal*, 2015, no. 1, pp. 91–98 (In Russ.)].
2. Юров А. В., Черкасов В. Ю. К вопросу об ограничении расчетов наличными деньгами в целях противодействия уклонению от уплаты налогов и иной противоправной деятельности // Деньги и кредит. 2017. № 3. С. 11–18 [Yurov A. V., Cherkasov V. Y. Restrictions on Cash Settlements to Counter Tax Evasion and Other Illegal Activities. *Den'gi i kredit — Money and Credit*, 2017, no. 3, pp. 11–18 (In Russ.)].
3. Hayashi F., Keeton W. Measuring the Costs of Retail Payment Methods. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review — Second Quarter 2012, pp. 37–77. Available at: https://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/pdf/12q2Hayashi-Keeton.pdf.
4. Shmiedel H., Kostova G., Ruttenberg W. The Social and Private Costs of Retail Payment Instruments: a European Perspective. EBC Occasional Paper Series, no. 137, September 2012. Available at: http://www.ecb.europa.eu/ pub/pdf/scpops/ecbocp137.pdf.
5. Turjan A. et al. Nothing is free: A survey of the social costs of the main payment instruments in Hungary. MNB Occasional Papers, 2011, no. 93. Available at: http://mek.oszk.hu/12000/12096/12096.pdf.
6. Крынкина М. М. Единое платежное пространство зоны евро: вопросы реализации и возможности интеграции с Россией // Дисс. ... канд. экон. наук. М.: Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 2015 [Krynkina M. M. Integrated Payment Area of the Euro Area: Implementation Issues and Scope for Convergence in Russia. Postgraduate thesis. Moscow: Financial University of the Government of Russian Federation, 2015 (In Russ.)].
7. Medina L., Schneider F. Shadow Economies Around the World: What Did We Learn Over the Last 20 Years? IMF Working Paper WP/18/17, January 2018. Available at: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/25/Shadow-Economies-Around-the-World-What-Did-We-Learn-Over-the-Last-20-Years-45583.

[3] *«Поправка Дурбина» в Кодекс Соединенных Штатов Америки, внесенная Законом Додда — Франка о реформе Уолл-стрит и защите потребителей, 2010.*

8. Retail Payments: a Practical Guide for Measuring Retail Payment Cost. Draft for Consultations. Financial Infrastructure Series — Payment Systems Policy and Research. The World Bank, November 2015. Available at: https://consultations.worldbank.org/Data/hub/files/a_practical_guide_for_measuring_retail_payment_costs_consultation_draft_final.pdf.
9. Gresvik O., Haare H. Costs in the Norwegian Payment System. Staff Memo 4/2009. Norges Bank, 2009. Available at: https://www.norges-bank.no/en/Published/Papers/Staff-Memo/Staff-Memo-2009-/Staff-Memo-42009.
10. Gresvik O., Haare H. Costs in the Norwegian Payment System: Questionnaires. Staff Memo 5/2009. Norges Bank, 2009. Available at: https://www.norges-bank.no/en/Published/Papers/Staff-Memo/Staff-Memo-2009-/Staff-memo-52009.

K. V. Shvandar, V. Y. Cherkasov

Cash or Card? Retail Payments in Armenia

Authors' affiliation:
Kristina V. Shvandar *(e-mail: Shvandar@nifi.ru), ORCID 0000-0001-9946-5681, Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation*
Vsevolod Y. Cherkasov *(e-mail: vcherkasov@nifi.ru), ORCID 0000-0001-5782-4754, Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation*

Abstract
The article discusses the problem of penetration of non-cash payment instruments into the retail market. Settlements without cash facilitate transparency of transactions. Limitation of the allowable amount of cash payment for retail purchases, which has examples in the world, can facilitate counteraction to transactions that hide criminal activity and tax evasion. However, the grounds for large cash payments limitation are convincing when non-cash instruments have penetrated deeply into the small transactions market. Payment cards compete with cash in transactional costs, and their competitiveness depends on the size of interchange fee. The authors assume, that restricting the allowable amount of cash payments would be a rational step for Armenia to restrain shadow economic activity, but non-cash payment instruments should penetrate deeper into the retail market at first. Efficient solutions could be facilitated by a study of costs in the payment system.

Keywords:
non-cash payments, restrictions on cash payments, costs, interchange fee, Armenia

JEL: *E42, E51, H26, J33*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-109-119

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6-120-127

М. Р. Зембатов

Развитие системы оценки регулирующего воздействия в Республике Армения

Марат Русланович Зембатов *(e-mail: zembatov@nifi.ru), к. э. н., руководитель Центра экономико-правового анализа Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)*

Аннотация

Управление государственными финансами и оптимизация бюджетных расходов как направление развития современной финансовой науки в последние десятилетия активно обогащаются подходами смежных научных дисциплин. Одним из направлений такого кросс-дисциплинарного взаимодействия стало исследование оценки регулирующего воздействия — системы методов прогнозирования и наблюдения финансово-экономических изменений, вызываемых внедрением нормативного регулирования экономически значимых сфер деятельности. В настоящем исследовании представлен обзор развития практик оценки регулирующего воздействия в Республике Армения. Предпринята попытка систематизации доступных в научной периодической печати сведений об организации оценки регулирующего воздействия в Республике Армения. Проведен сравнительно-правовой анализ прежнего (2002 г.) и обновленного в 2018 г. законодательства Республики Армения, регламентирующего деятельность по оценке регулирующего воздействия.

Ключевые слова:

законодательство Республики Армения, оценка регулирующего воздействия, нормативный акт

JEL: *H11, K00, P21*

В соответствии с установившимися в экономической науке представлениями о государственных расходах развитие государства неизбежно влечет увеличение затрат государственного бюджета. Теоретическая основа таких взглядов была предложена и детально разработана еще в XIX в. и получила общее наименование «Закон увеличения государственных расходов». Практическое подтверждение указанного закона дают статистические данные о расходах как индустриально развитых государств, так и переходных экономик на протяжении длительного времени наблюдений [1].

С развитием экономической мысли тезис об устойчивом росте совокупных государственных расходов получал все более значимые подтверждения. А необходимость приведения практики планирования и осуществления государственных расходов в соответствии с концепцией социального государства придала тенденции роста государственных расходов постоянный характер [2].

В рамках поиска путей оптимизации бюджетной политики государства большое значение придается повышению эффективности государственных расходов. Одним из современных методов повышения эффективности государственных расходов является внедряемая на протяжении нескольких последних десятилетий методика экономико-правового анализа, которая получила название оценки регулирующего воздействия (далее — ОРВ) [3].

Начало использования оценки регулирующего воздействия принято относить к практике США. Так, 27 ноября 1974 г. исполнительным приказом № 11821 президента США Дж. Форда официально начата программа «Оценка воздействия инфляции». Реализация программы была поручена Совету по вопросам стабильности (*Council on Wage and Price Stability*) [4]. Внедрение технологий ОРВ продолжилось при администрации президента США Рональда Рейгана. Исполнительным приказом № 12291 с 1981 г. все федеральные органы власти США обязывались проводить анализ регулирующего воздействия.

В настоящее время в США сформировалась практика оценки регулирующего воздействия, в рамках которой орган исполнительной власти, инициирующий издание нормативного правового акта, проводит анализ последствий его внедрения, после чего представляет проект нового нормативного акта в правительственное агентство — «Офис информации и регулирования» (OIRA) [5]. И в случае одобрения представленного проекта нормативного акта указанным офисом проект нормативного акта попадает в конгресс США.

Элементы оценки регулирующего воздействия со временем стали неотъемлемой частью систем государственного управления всех развитых стран. Внедрены они и в Российской Федерации, и в странах — членах Евразийского экономического союза (ЕАЭС). Правовой основой деятельности по оценке регулирующего воздействия в странах ЕАЭС являются акты национальных законодательств и межгосударственные соглашения.

В соответствии с Договором о Евразийском экономическом союзе, подписанным в Астане 29 мая 2014 г., одной из основных целей деятельности ЕАЭС является всесторонняя модернизация, кооперация и повышение конкурентоспособности национальных экономик в условиях глобальной экономики (ст. 4)[1].

10 октября 2014 г. в Минске подписан Договор о присоединении Республики Армения к Договору о Евразийском экономическом союзе от 29 мая 2014 г.[2] В соответствии со ст. 2 указанного Договора решения Высшего Евразийского экономического совета и решения Евразийской экономической комиссии подлежат применению на территории Республики Армения.

В соответствии с решением Высшего Евразийского экономического совета от 23 декабря 2014 г. № 98 «О Регламенте работы Евразийской экономической комиссии» оценка регулирующего воздействия проектов решений Евразийской экономической комиссии является объектом регулирования указанного межгосударственного нормативного правового акта (п. 1 Регламента) [6]. Как указано в п. 22 Регламента, проведение оценки регулирующего воздействия необходимо при подготовке пакета документов к заседанию комиссии по каждому рассматриваемому вопросу, а «при отсутствии в комплекте документов и материалов по вопросу повестки дня заседания Совета заключения об оценке регулирующего воздействия проекта решения Совета и информационно-аналитической справки о последствиях влияния указанного решения на условия ведения предпринимательской деятельности, в случае если решение Совета должно быть принято с учетом результатов проведения оценки регулирующего воздействия, проект решения Совета возвращается для проведения оценки регулирующего воздействия» [6].

Правовые основы оценки регулирующего воздействия в Республике Армения были заложены поправками 2008 г. в Закон Республики Армения от 29 апреля 2002 г. № ЗР-320 «О правовых актах Республики Армения». Указанные поправки вступили в силу 1 января 2011 г. А 29 декабря 2011 г. принята Концепция совершенствования оценки регулирующего воздействия нормативных правовых актов Республики Армения [7].

---

[1] *Договор о Евразийском экономическом союзе (подписан в Астане 29 мая 2014 г.) / Официальный интернет-портал правовой информации. URL: http://www.pravo.gov.ru.*

[2] *Договор о присоединении Республики Армения к Договору о Евразийском экономическом союзе от 29 мая 2014 г. / Собрание законодательства РФ. 23.02.2015. № 8. ст. 1107.*

Первыми сферами деятельности, в которых осуществлялась оценка регулирующего воздействия, стали сфера противодействия коррупции и охрана природных ресурсов, социальная защита и здравоохранение, защита конкуренции и предпринимательства, а также финансово-бюджетная дисциплина. Однако при наличии и закона, и подзаконного акта — постановления Правительства Республики Армения, по мнению современных исследователей системы оценки регулирующего воздействия, в Армении длительное время «органы власти не имели представления, как их применять на практике» [8].

В связи с настоятельной необходимостью совершенствования системы оценки регулирующего воздействия, в соответствии с Указом Президента Республики Армения от 17 сентября 2011 г. № УП-246-Н, в таких сферах экономической деятельности, как таможенная и налоговая сферы, организация здравоохранения и культуры, коммунальные услуги и транспортные коммуникации, предпринимательство и международное сотрудничество, нормативное правовое регулирование должно было быть пересмотрено с учетом требований методов ОРВ. Всего в соответствии с указом было выделено уже не семь, а 17 таких сфер экономической деятельности.

Дальнейшее развитие системы ОРВ в Республике Армения определило перспективы использования такого организационно-правового инструмента оценки в рамках системы регулирующего воздействия, как «регулятивная гильотина» [12]. Этот инструмент применяется наряду с такими методами, как снятие административных барьеров, оптимизация законодательства, замена множественного регулирования сходных правоотношений консолидированными актами (кодификация) и риск-ориентированный анализ. Позитивный опыт использования «регулятивной гильотины» отмечен в ходе реформирования систем оценки регулирующего воздействия в транзитных странах: Молдавии [9], Черногории [10] и Хорватии [11]. Доступна также информация об успешном внедрении этой технологии в Кении, Египте, Ираке, Боснии и Вьетнаме.

В самом общем виде работу «регулятивной гильотины» можно представить как последовательное сокращение числа предписывающих норм в ходе ревизии и упразднения действующих нормативных актов. При этом основные принципы организации работы «гильотины» основаны на последовательной проверке соответствия каждого акта на предмет его актуальности, соответствия действующему законодательству и «дружелюбности» бизнес-процессам. В том случае если ответ на два первых вопроса положительный, нормативный правовой акт не упраздняется, а модифицируется таким образом, чтобы его применение не создавало новых административных барьеров.

Проект использования указанного инструмента рассчитан на несколько этапов: В 2011–2013 гг. состоялся первый этап, на котором в рамках одного только 2013 г. Министерством юстиции были подвергнуты анализу и пересмотру 6 тыс. актов уровня закона и подзаконного уровня [12].

Кроме «регулятивной гильотины» в Республике Армения функционирует система «стандартной модели затрат», на основании которой организована работа по оценке регулирующего воздействия Минэкономразвития Армении [8].

При аппарате Правительства Республики Армения в соответствии с решением правительства от 13 октября 2011 г. создано государственное учреждение «Бюро по реализации программ “Национальный центр по регулированию законодательства”». Основная цель деятельности бюро — создание более благоприятных условий для ведения бизнеса за счет упрощения нормативного регулирования. Основанный на результатах сравнительного анализа отчет об изучении различных сфер предпринимательской деятельности и видов государственного нормативного регулирования бюро представляет в Совет по реформам. Общее число действующих по состоянию на вторую половину 2017 г. нормативных правовых актов в Республике Армения составляет около 26 тыс. За пять лет реализации программы оценки регулирующего воздействия накоплен эмпирический материал для мотивированного сокращения примерно 30 % имеющихся нормативных правовых

актов. А еще 20–30 % актов, по оценкам одного из современных исследований ОРВ в странах — членах Евразийского экономического союза (2017 г.), могут быть значительно упрощены [13].

Несмотря на то что позднейшими изменениями 2008 и 2011 гг. в Закон Республики Армения 2002 г. «О правовых актах» были внесены нормы, регламентирующие оценку регулирующего воздействия, первоначальная формулировка закона упоминаний об ОРВ в качестве предмета не содержала: «Настоящий Закон устанавливает виды и иерархическую соподчиненность правовых актов Республики Армения, общий порядок их разработки, экспертизы, принятия, опубликования, вступления в силу, действия, изменения, прекращения действия, толкования, разъяснения и систематизации»[3].

В настоящее время в соответствии со ст. 45 Закона Республики Армения от 28 марта 2018 г. № ЗР-180 «О нормативно-правовых актах» указанный закон 2002 г. объявлен утратившим силу. В современной формулировке предмета регулирования нового закона оценка регулирующего воздействия отражена как одна из его составных частей: «1. Настоящий Закон регулирует отношения, связанные с общественным обсуждением, оценкой регулирующего воздействия, экспертизой, опубликованием, вступлением в силу, действием, изменением, дополнением и прекращением действия нормативно-правового акта, а также с применением, трактовкой, пояснением в случае правовых противоречий (правовых коллизий) и законодательных пробелов, и правила законодательной техники» (ч. 1 ст. 1)[4].

В соответствии с Законом Республики Армения 2002 г. «орган, разрабатывающий закон, а также в случаях, предусмотренных годовой программой деятельности Правительства Республики Армения, проекты решений Правительства Республики Армения, организует оценку регулирующего воздействия проекта. Оценку регулирующего воздействия проекта закона, выдвинутого депутатом Национального собрания Республики Армения и представленного на заключение Правительства Республики Армения, которая прилагается к заключению Правительства Республики Армения, организует уполномоченный орган государственного управления Правительства Республики Армения» (ч. 1 ст. 27.1)[5].

В настоящее время в соответствии с нормами ст. 5 действующего Закона Республики Армения «в порядке и случаях, установленных Правительством, орган государственного управления, разрабатывающий проект закона или постановления Правительства, организует оценку регулирующего воздействия проекта» (ч. 1), а «проект закона, предложенный депутатом или фракцией Национального собрания или в порядке гражданской инициативы и введенный в оборот Национальным собранием, может быть подвергнут оценке регулирующего воздействия по поручению Правительства или Премьер-министра» (ч. 2)[6].

Таким образом, формулировки нового (2018 г.) и утратившего силу (2002 г.) законов сохраняют преемственность в вопросе об установлении субъекта инициативы в инициировании процедуры ОРВ. Как и в правовом режиме, установленном в 2002 г., в настоящее время оценка регулирующего воздействия начинается после представления органом государственной власти, разрабатывающим нормативный акт, проекта акта для проведения процедуры ОРВ.

В ст. 2 нового закона дано следующее определение оценки регулирующего воздействия: «...оценка регулирующего воздействия — анализ возможных изменений в результате принятия нормативно-правового акта, а для проекта закона о государственном

---

[3] *Закон Республики Армения от 29 апреля 2002 года № ЗР-320 «О правовых актах».*

[4] *Закон Республики Армения от 28 марта 2018 года № ЗР-180 «О нормативно-правовых актах» // Официальные ведомости Республики Армения. 28 марта 2018 г. № 23 (1381). ст. 373 (Неофициальный перевод: https://base.spinform.ru/show_doc.fwx?rgn=105910 #A000000057).*

[5] *Закон Республики Армения от 29 апреля 2002 года № ЗР-320 «О правовых актах».*

[6] *Закон Республики Армения от 28 марта 2018 года № ЗР-180 «О нормативно-правовых актах».*

бюджете Республики Армения — информация, представленная бюджетным посланием Правительства» (п. 9)[7].

При сохранении в тексте нового закона 2018 г. основных тенденций определения и механизма оценки регулирующего воздействия, заложенных утратившим силу законом 2002 г., основным отличием нового легального порядка, установленного законом 2018 г., является введение в текст закона целой новой главы, посвященной вопросам ОРВ и экспертизы проектов нормативных правовых актов. Так, в гл. 3 закона «Оценка регулирующего воздействия и экспертиза проекта нормативно-правового акта» устанавливаются нормы, регламентирующие не только оценку регулирующего воздействия, но и порядок проведения экспертизы нормативных правовых актов, исключения из порядка обязательного проведения экспертизы, а также последствия получения отрицательных заключений по результатам рассмотрения проектов нормативных правовых актов.

В старой редакции (2002 г.) в ч. 3 ст. 27.1 закона было установлено, что «оценщик воздействия в 15-дневный срок после получения проекта нормативно-правового акта, а в случае проекта закона, принятого в первом чтении Национальным собранием Республики Армения, — в 5-дневный срок обязан осуществить оценку воздействия и составить относительно этого заключение оценки регулятивного воздействия и представить его в орган, разрабатывающий проект»[8].

При этом в соответствии с нормами указанной ч. 3 ст. 27.1 закона такое заключение должно было включать: «результаты регулирования (п. 1), результаты оценки воздействия на соответствующую отрасль в случае непринятия предусматриваемого правового акта (п. 2), в случае если по мнению оценщика воздействия и на основании произведенных расчетов и исследований предлагается такой вариант регулирования, который более благоприятен для соответствующей отрасли, — упомянутый вариант с соответствующими обоснованиями (п. 3), хронологию оценок предусматриваемых последствий результатов применения нормативно-правового акта (п. 4), анализ политики, а также сравнительной статистики данной отрасли (п. 5)»[9].

Порядок осуществления оценки регулятивного воздействия по отраслям, а также порядок оценки последствий результатов применения нормативно-правового акта устанавливает Правительство Республики Армения.

В действующей в настоящее время редакции закона 2018 г. сроки проведения оценки регулирующего воздействия не регламентированы. Вместе с тем в ст. 6 закона устанавливаются сроки юридической экспертизы проекта нормативного правового акта, а именно: «...завершение экспертизы проекта правового акта должно быть дано в течение 15 рабочих дней с даты вступления в силу проекта нормативного правового акта, если настоящим законом не предусмотрено иное. Экспертиза проекта более сложного или обширного нормативного правового акта может быть продлена на срок до десяти рабочих дней» (ч. 6 ст. 6). Кроме того, в указанной статье субъекту законодательной инициативы или органу государственной власти, инициировавшему экспертизу проекта подзаконного акта, предоставлена гарантия своевременного осуществления процедуры экспертизы: «...если министерство не выдает экспертное заключение по проекту подзаконного акта или не продлевает срок, орган, принимающий акт, может принять и отправить его без публикации экспертного заключения» (ч. 7 ст. 6) [10].

Таким образом, сравнение текстов двух законов, регламентировавших в период с 2002 по 2018 г. деятельность по подготовке проектов нормативных правовых актов

---

[7] *Закон Республики Армения от 28 марта 2018 года № ЗР-180 «О нормативно-правовых актах».*

[8] *Закон Республики Армения от 29 апреля 2002 года № ЗР-320 «О правовых актах».*

[9] *Там же.*

[10] *Закон Республики Армения от 28 марта 2018 года № ЗР-180 «О нормативно-правовых актах».*

и оценке регулирующего воздействия (закон 2002 г., утративший силу, и новый закон 2018 г.), дает возможность отметить, что коренных изменений в порядке правового регулирования оценки регулирующего воздействия не произошло. Нормы нового закона оставили довольно широкий спектр возможностей для конкретизации особенностей правоприменения, ограничив предмет нормативного регулирования узкими рамками легального определения.

Вместе с тем актуальным представляется дополнительный анализ не решенных в тексте нового закона вопросов правового совершенствования оценки регулирующего воздействия. Основным из таких открытых вопросов видится объективизация результатов ОРВ с помощью релевантных и воспроизводимых количественных показателей. Действительно, в настоящее время статистические и иные цифровые методы количественного анализа в оценке регулирующего воздействия не находят масштабного применения. Формализация методов ОРВ с помощью математических инструментов, способных установить количественные критерии, способствовала бы как совершенствованию таких методов, так и повышению качества государственного управления в целом.

Кроме того, перспективным представляется такое структурирование работы по оценке регулирующего воздействия, которое привело бы к выработке четко очерченных методологических подходов к территориальной и хронологической ее организации. В рамках территориальной организации целесообразно предусмотреть интеграционные механизмы, которые были бы нацелены на имплементацию международных, и прежде всего вырабатываемых в рамках Евразийского экономического союза, решений по внедрению ОРВ[11]. Также необходимо рассмотреть возможность создания отсутствующих пока в правовом поле Республики Армения инструментов оценки регулирующего воздействия на субнациональном уровне — областном уровне и уровне г. Ереван. Такая архитектура системы позволит придать ОРВ глубокий и системный характер, обеспечит соответствие принятым международным и надгосударственным нормам, облегчит достижение целей мониторинга применения нормативных правовых актов. Хронологическая организация работы по оценке регулирующего воздействия должна включить в себя как стадию рассмотрения проектов нормативных правовых актов, регламентированную в законе, так и мониторинг принятых и действующих нормативных правовых актов. Вопрос о целесообразности дополнения такого мониторинга (как текущего постоянного наблюдения за особенностями применения нормативных правовых актов и их влияния на финансово-экономическую реальность) периодическими ревизиями нормативной базы в различных отраслях экономической жизни (по образцу «регулятивной гильотины») остается дискуссионным.

Таким образом, можно заключить, что система оценки регулирующего воздействия, получившая в Республике Армения в текущем 2018 г. с принятием нового закона новый импульс развития, совершенствуется, сохраняя преемственность с уже достигнутыми методологическими и практически значимыми результатами.

Вместе с тем анализ результатов внедрения системы оценки регулирующего воздействия позволил выявить ряд направлений, резервы совершенствования по которым еще до конца не использованы. Так, основные усилия реформы 2008–2011 гг., в ходе которой в систему государственного управления и правового регулирования нормотворчества Республики Армения были имплементированы элементы системы ОРВ, были направлены

---

[11] *Решение № 26 Совета ЕЭК «О проекте распоряжения Евразийского межправительственного совета "О ежегодном отчете Евразийской экономической комиссии о мониторинге проведения оценки регулирующего воздействия проектов решений Евразийской экономической комиссии в 2017 году"»; Распоряжение Коллегии ЕЭК от 06.03.2018 № 43 «О проекте решения Совета Евразийской экономической комиссии "О проекте распоряжения Евразийского межправительственного совета «О ежегодном отчете Евразийской экономической комиссии о мониторинге проведения оценки регулирующего воздействия проектов решений Евразийской экономической комиссии в 2017 году"».*

на создание системы ретроспективной оценки уже принятых нормативных правовых актов и применение к ним принципа «гильотины». Несмотря на то что в ходе такого ретроспективного анализа были достигнуты очевидные успехи, нельзя не признать, что создание системы мониторинга влияния вновь принимаемых нормативных правовых актов на экономически значимые общественные отношения и прогнозирование такого влияния должны стать неотъемлемыми частями системы оценки регулирующего воздействия.

Кроме того, действующей редакцией закона Республики Армения 2018 г., так же как и предыдущей редакцией закона 2002 г., не предусмотрено юридически значимых мер для распорядителей бюджетных средств — субъектов нормотворчества в случае неисполнения норм закона об организации оценки регулирующего воздействия. Нормы закона имеют не столько диспозитивный, сколько декларативный характер. В действительности, в отсутствие правовой регламентации ответственности за уклонение от исполнения норм об организации ОРВ трудно ожидать правопослушного поведения от субъектов нормотворческой инициативы. При этом необходимо понимать, что юридическая ответственность необязательно заключается в наказании как в создании условий для претерпевания лишения каких-то благ, но прежде всего как в юридическом факте, отражающем ненаступление желаемых последствий или наступлении нежелаемых последствий деяния. Примером такой ответственности может служить отказ в согласовании проекта нормативного правового акта при предоставлении недостоверных сведений в ходе прохождения процедуры оценки регулирующего воздействия или финансово-экономического обоснования проекта акта.

И, наконец, последнее по порядку следования, но не по значимости — оценка финансовых последствий нормотворчества. В системе ОРВ, регламентированной новым законом, отсутствует возможность задействования количественных параметров эффективности мониторинга правотворчества, измерения объема и характера регулирующего воздействия в конкретных величинах. Таким образом, получение воспроизводимого и релевантного целям мониторинга результата влияния на экономическую реальность нормативных правовых актов затруднено.

Осознавая, что любые выводы в отношении принятого в текущем году закона могут выглядеть преждевременными, представляется тем не менее целесообразным заключить, что практика применения нового закона выиграла бы в адресности и эффективности, если бы предусматривала возможность применения ответственности за несоблюдение процедуры оценки регулирующего воздействия, сосредоточивала внимание на мониторинге и прогнозировании экономических эффектов правотворчества и использовала бы инструменты количественного анализа в оценке финансовых последствий принятия нормативных правовых актов.

Библиография / References

1. Масгрейв Р. А., Масгрейв П. Б. Государственные финансы: теория и практика / Пер. с англ. М.: Бизнес Атлас, 2009 [Musgrave R., Musgrave P. Public Finance in Theory and Practice (5th ed.). New York: McGraw-Hill Book Co, 1989].
2. Афанасьев Р. С., Голованова Н. В. Понятие эффективности бюджетных расходов: теория и законодательство // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 1 (29). С. 61–69 [Afanasev R., Golovanova N. Public Expenditure Efficiency: Theoretical and Legislation Approach. *Finansovyj žhurnal — Financial Journal*, 2016, no. 1, pp. 61–69 (In Russ.)].
3. Бауэр В. П., Логинова Т. А. Дорожная карта по деофшоризации экономики России: концептуальные основы и мероприятия // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 4 (22). С. 20–35 [Bauer V., Loginova T. Road Map for Deoffshorization of the Russian Economy: Conceptual Basis and Activities. *Finansovyj žhurnal — Financial Journal*, 2014, no. 4, pp. 20–35 (In Russ.)].
4. Renda A. Impact Assessment in the EU — The State of the Art and the Art of the State. Centre for European Policy Studies, 2006.
5. Office of Management and Budget. Information and Regulatory Affairs. Available at: https://www.whitehouse.gov/omb/information-regulatory-affairs/.

6. Решение Высшего Евразийского экономического совета от 23.12.2014 № 98 «О Регламенте работы Евразийской экономической комиссии» / Официальный сайт Евразийской экономической комиссии [Decision of the Supreme Eurasian Economic Council dated 12.23.2014 No. 98 “On the Regulations of the Eurasian Economic Commission”. The official website of the Eurasian Economic Commission (In Russ.). Available at: http://www.eurasiancommission.org/].
7. Тургель И. Д., Вейберт С. И. Институт оценки регулирующего воздействия на постсоветском пространстве: проблемы становления и перспективы развития // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2015. № 37 (322). С. 2–11 [Turgel’ I. D. Veibert S. I. A Regulatory Impact Analysis in the post-Soviet area: origination and development prospects. *Natsional’nye interesy: prioritety i bezopasnost’ — National Interests: Priorities and Security*, 2015, no. 37 (322), pp. 2–11 (In Russ.)].
8. Погосян А. Т. Проблемы становления системы оценки регулирующего воздействия правовых актов на экономику в Армении / В сб.: Сектор экономики знаний южного макрорегиона: институциональные инновации, технологии контроллинга, управления знаниями, развития человеческого капитала. Материалы IV Международной научно-практической конференции. Отв. ред. В. В. Ермоленко, М. Р. Закарян. Краснодар: КГУ, 2012. С. 80–86 [Pogosyan A. T. Problems of the Formation of the System for Regulatory Impact Assessment of Legal Acts on the Economy in Armenia. In: The Knowledge Economy Sector of the Southern Macro-Region: Institutional Innovations, Controlling Technologies, Knowledge Management, Human Capital Development Proceedings of the IV International Scientific and Practical Conference. Ex. ed. V. V. Ermolenko, M. R. Zakaryan. Krasnodar: KSU, 2012, pp. 80–86 (In Russ.)].
9. Stefopoulou E. Regulatory Impact Assessment: Support to the DCFTA process in the Republic of Moldova. Available at: http://dcfta.md/uploads/0/images/large/regulatory-impact-assessment.pdf.
10. Marušić A., Radulović B., Aaron C. Regulatory Impact analysis (RIA) manual. USAID, Podgorica, 2011. Available at: http://www.srr.gov.me/en/home/RIA/.
11. Jacobs S. The Regulatory Guillotine™ Strategy Preparing the Business Environment in Croatia for Competitiveness in Europe. USAID, 2005. Available at: https://pdf.usaid.gov/pdf_docs/PNADG614.pdf.
12. Uhlmann F., Page A., Chilingaryan A. Assessment of the legislative process in the republic of Armenia. Warsaw: OSCE Office, 2014. Available at: https://www.osce.org/odihr/126128.
13. Цыганова А. Е. Взаимодействие органов региональной власти и населения при оценке регулирующего воздействия в государствах — членах ЕАЭС / В сб.: Совершенствование механизмов взаимодействия региональной власти, органов местного самоуправления и населения. Материалы Межрегиональной научно-практической конференции, посвященной 80-летию образования Новосибирской области. Часть III. Сибирский институт управления, 2017. С. 132–139 [Tsyganova A. E. Interaction of Regional Authorities and the Population in Regulatory Impact Assessment in the EAEU Member States. In: Improving the Mechanisms of Interaction Between Regional Authorities, Local Governments and Population. Materials of the Interregional Scientific and Practical Conference dedicated to the 80th anniversary of the formation of the Novosibirsk region. Part III. Siberian Institute of Administration, 2017, p. 132–139 (In Russ.)].

M. R. Zembatov

Progress of Regulatory Impact Assessment in the Republic of Armenia

Author’s affiliation:
Marat R. Zembatov *(e-mail: zembatov@nifi.ru), ORCID 0000-0002-0438-8044, Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation*

Abstract
Public finances and the optimization of budget expenditures are among of the most important directions of modern financial science development. These directions are actively enriched by approaches of related scientific disciplines in recent decades. One of such cross-disciplinary interaction is the study of the regulatory impact assessment. In this survey an attempt is made to evaluate the current conditions and terms of regulatory impact assessment in the Republic of Armenia. The data on regulatory impact assessment in the Republic of Armenia are systematically analyzed. There is also a comparative approach to legal regulation of regulatory impact assessment in the Republic of Armenia regarding both laws — the old one of 2002 and the newest one of 2018.

Keywords:
legislation of the Republic of Armenia, regulatory impact assessment, regulatory act

JEL: *H11, K00, P21*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-120-127

DOI: 10.31107/2075-1990-2018-6-128-135

А. М. Марьясин

Методология признания убытков от обесценения нефинансовых активов

Антон Маркович Марьясин *(e-mail: maryasin@nifi.ru), к. э. н., руководитель Центра методологии бухгалтерского учета Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)*

Аннотация

В данной статье рассматриваются ключевые различия между методологией признания убытков от обесценения активов, описанной в рамках Международного стандарта финансовой отчетности (МСФО) 36 «Обесценение активов», и аналогичной методологией, описанной в рамках федерального стандарта «Обесценение активов», утв. Приказом Минфина России от 31.12.2016 № 259н. Специфика финансово-хозяйственного механизма сектора государственного управления РФ требует пересмотра ряда положений МСФО. Как следствие, не все процедуры, описанные в МСФО 36 «Обесценение активов», могут быть адаптированы для сектора государственного управления РФ.

Ключевые слова:

МСФО, нефинансовый актив, обесценение активов, справедливая стоимость, возмещаемая стоимость, ценность использования, ЕГДП, гудвилл

JEL: *M41*

В настоящее время происходит интенсивное внедрение международного опыта в систему бухгалтерской (финансовой) отчетности российского сектора государственного управления. Особое внимание уделяется выработке единых критериев признания и оценки объектов учета.

В мировой практике в общественном секторе приобрели широкое распространение следующие группы международных стандартов:

— Международные стандарты финансовой отчетности общественного сектора (МСФО ОС) [1];

— Руководство Международного валютного фонда по статистике государственных финансов (Руководство по СГФ), последняя редакция которого выпущена в 2014 г. [2]

Внедрение международных стандартов происходит во многих странах, хоть данный процесс у разных государств и имеет свои отличительные особенности.

Министерством финансов РФ разработаны федеральные стандарты бухгалтерского учета, методологически имеющие довольно много общего с принципами, на которых построены МСФО ОС. Тем не менее федеральные стандарты имеют свою специфику, которая во многом определяется характерными особенностями российской системы бухгалтерской (финансовой) отчетности, которая сложилась в российском секторе государственного управления на настоящий момент.

Если более подробно рассмотреть специфику отражения в бухгалтерской (финансовой) отчетности убытков от обесценения активов [3], мы увидим, что многое из применяемой методологии позаимствовано из МСФО ОС (которые, в свою очередь, основаны на МСФО, в частности — МСФО (IAS) 36 «Обесценение активов»). Однако, как можно легко убедиться

далее, отдельные принципы МСФО не нашли отражения в тексте федерального стандарта «Обесценение активов».

ПРОЦЕДУРА ПРОВЕРКИ НА ОБЕСЦЕНЕНИЕ В ОТНОШЕНИИ ОТДЕЛЬНОГО АКТИВА

В соответствии с определением, которое использовано в тексте федерального стандарта «Обесценение активов», обесценение активов — это снижение стоимости актива, превышающее плановое (нормальное) снижение его стоимости в связи с владением (использованием) таким активом (нормальным физическим и (или) моральным износом), связанное со снижением ценности актива»[1].

При этом положения данного стандарта не распространяются на те активы, учет обесценения которых регулируется другими федеральными стандартами, а именно:

— запасы;

— финансовые активы (в том числе средства в расчетах);

— иные активы, если учет их обесценения регулируется иными федеральными стандартами.

Следовательно, можно говорить о том, что положения данного федерального стандарта применяются в отношении таких объектов учета, как основные средства, нематериальные активы, инвестиционная недвижимость (если ее учет ведется по исторической стоимости).

Основанием для признания обесценения нефинансового актива в бухгалтерской отчетности являются признаки, которые указывают на возможность сверхнормативного снижения стоимости актива, которое не является следствием использования актива по его прямому назначению в нормальных условиях эксплуатации. В рамках федерального стандарта «Обесценение активов» данные признаки разделены по классификации на внешние и внутренние.

«К внешним признакам обесценения относятся:

а) существенные (долгосрочные — более периода, за который осуществляется планирование деятельности субъекта учета) изменения в законодательстве Российской Федерации, внешней и внутренней политике, экономике, технологиях, которые произошли в течение отчетного года или произойдут в ближайшем будущем и которые неблагоприятно влияют (окажут влияние) на деятельность субъекта учета;

б) значительное снижение справедливой стоимости актива за отчетный год по сравнению со снижением справедливой стоимости актива в результате его эксплуатации и (или) устаревания (нормального физического и (или) морального износа);

в) отсутствие либо значительное снижение потребности в продукции, работах, услугах, обеспечиваемых активом»[2].

«К внутренним признакам обесценения относятся:

а) моральное устаревание и (или) физическое повреждение актива, снижающие его полезный потенциал;

б) существенные долгосрочные изменения в степени и (или) способе использования актива, которые произошли в течение отчетного периода или ожидаются в ближайшем будущем и которые неблагоприятно повлияют на деятельность субъекта учета (например: консервация (простой) актива, принятие решения о прекращении или реструктуризации деятельности субъекта учета, в котором используется актив; принятие решения о выбытии актива ранее ожидаемого срока владения и (или) использования такого актива субъектом учета; принятие решения о существенном уменьшении срока полезного использования актива);

в) принятие решения о приостановлении создания объекта имущества на неопределенный срок;

---

[1] *Федеральный стандарт «Обесценение активов», п. 5.*

[2] *Федеральный стандарт «Обесценение активов», п. 7.*

г) значительное ухудшение финансовых (экономических) результатов использования актива либо появление данных, указывающих, что финансовые (экономические) результаты использования актива ухудшатся по сравнению с ожиданиями.

д) резкое увеличение расходов субъекта учета на эксплуатацию или обслуживание актива по сравнению с тем, что было первоначально запланировано»[3].

Здесь следует отметить довольно важный аспект, который коренным образом отличает процедуру проверки на обесценение согласно федеральному стандарту «Обесценение активов» от аналогичной процедуры согласно требований одноименного МСФО (IAS) 36. В соответствии с МСФО (IAS) 36 вследствие наличия вышеуказанных признаков возникает разница между возмещаемой стоимостью актива и его балансовой стоимостью, что по сути и является убытком от обесценения [4]. Однако следует более подробно остановиться на том, что же собой представляет возмещаемая стоимость [5]. Согласно МСФО (IAS) 36 возмещаемая стоимость определяется как[4]:

— справедливая стоимость актива или генерирующей единицы за вычетом затрат на выбытие, **или**

— ценность использования в зависимости от того, какая из данных величин больше.

В свою очередь, ценность использования определяется путем оценки будущих чистых дисконтированных денежных потоков (ЧДДП) от использования актива[5]. Таким образом, возмещаемая стоимость — это либо справедливая стоимость за вычетом затрат на выбытие, либо оценочная величина будущих ЧДДП от актива, в зависимости от того, что из них больше на момент проведения теста на обесценение[6].

При этом, если, например, заранее известно, что любая из этих величин больше либо равна текущей балансовой стоимости актива, определение второй величины не требуется и убыток от обесценения не признается[7].

В рамках федерального стандарта «Обесценение активов» понятие «возмещаемая стоимость» отсутствует ввиду того, что она фактически приравнена к справедливой стоимости актива за вычетом затрат на его выбытие. Таким образом, согласно федеральному стандарту «Обесценение активов» убыток от обесценения актива — это «превышение остаточной стоимости актива над его справедливой стоимостью за вычетом затрат на выбытие актива»[8]. Отсутствие понятия возмещаемой стоимости в федеральном стандарте, вероятнее всего, обусловлено тем, что далеко не все организации сектора государственного управления имеют достаточно возможностей для расчета ценности использования актива — это достаточно сложная процедура, которая во многих государственных организациях может быть и не столь целесообразной.

Таким образом, убыток от обесценения отдельного актива, подлежащий признанию в отчетном периоде согласно федеральному стандарту, = Балансовая стоимость актива — Справедливая стоимость за вычетом затрат на выбытие актива.

ПРОЦЕДУРА ПРОВЕРКИ НА ОБЕСЦЕНЕНИЕ В ОТНОШЕНИИ ЕДИНИЦЫ, ГЕНЕРИРУЮЩЕЙ ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ

Проверка на обесценение проводится в отношении каждого объекта нефинансовых активов в отдельности. Однако на практике нередки ситуации, когда невозможно достоверно

---

[3] *Федеральный стандарт «Обесценение активов», п. 8.*

[4] *МСФО 36 «Обесценение активов», п. 18.*

[5] *МСФО 36 «Обесценение активов», п. 30.*

[6] *В случае изменения, например, ключевой процентной ставки ценность использования может измениться, что, в свою очередь, может привести (либо не привести) к необходимости признания убытка от обесценения актива.*

[7] *МСФО 36 «Обесценение активов», п. 19.*

[8] *Федеральный стандарт «Обесценение активов», п. 5.*

определить справедливую стоимость отдельно взятого актива. В этом случае несколько активов могут быть объединены в группу, которая носит название Единицы, генерирующей денежные потоки (ЕГДП), — это низший уровень группировки активов, по которому для целей теста на обесценение можно определить возмещаемую стоимость активов, в нее входящих[9]. При этом такая группировка совсем не обязательно совпадает с группировкой статей бухгалтерского учета, которая используется при подготовке финансовой отчетности. Цель группировки в рамках ЕГДП состоит в том, чтобы корректно рассчитать возможные убытки от обесценения активов, входящих в данную ЕГДП.

Процедура проверки на возможное обесценение ЕГДП в целом совпадает с аналогичными действиями, необходимыми в отношении индивидуально взятого актива, однако применительно к ЕГДП существует определенная специфика. Также следует отметить, что положения МСФО (IAS) 36 «Обесценение активов» и положения одноименного федерального стандарта различаются в данном вопросе. Рассмотрим эти различия несколько подробнее.

В МСФО (IAS) 36 «Обесценение активов» критерием включения активов в ЕГДП считается возможность/невозможность определения возмещаемой стоимости каждого отдельно взятого актива. Бывают ситуации, когда у каких-то отдельно взятых активов возмещаемую стоимость определить невозможно. Например, это может быть, когда нет возможности их реализовать и одновременно отсутствует возможность получения денежных потоков от этих активов в будущем. Тогда такие активы подлежат объединению в одну группу с активами, по которым определение возмещаемой стоимости возможно. Таким образом, в составе ЕГДП мы имеем следующую картину: одни активы несут как бы основную функцию, а другие — как бы вспомогательную.

Кроме того, согласно положениям МСФО (IAS) 36 «Обесценение активов» в общую балансовую стоимость ЕГДП включается также часть гудвилла [6], которая может быть обоснованно аллокирована в состав данной ЕГДП[10].

По ЕГДП в целом убыток от обесценения рассчитывается как разница между возмещаемой стоимостью всей ЕГДП в целом и ее текущей балансовой стоимостью (включая часть гудвилла) [7]. Распределение общей суммы убытка от обесценения производится внутри ЕГДП следующим образом.

Шаг 1. Вначале распределяется убыток по активам в составе ЕГДП, которые подверглись явному обесценению либо утрате[11]. Если таковых активов в составе ЕГДП нет, то можно сразу переходить к шагу 2.

---

[9] *В случае с федеральным стандартом «Обесценение активов» определяется не возмещаемая стоимость ЕГДП, а ее справедливая стоимость за вычетом затрат на выбытие.*

[10] *Разумеется, с точки зрения МСФО гудвилл как статья бухгалтерского учета может возникать только в консолидированной финансовой отчетности материнской организации (как разница между ценой покупки контролирующей доли и справедливой стоимостью приобретенной доли чистых активов контролируемой организации на дату ее покупки). Поэтому далее процедура тестирования ЕГДП на обесценение проиллюстрирована применительно к консолидированной финансовой отчетности. В индивидуальной финансовой отчетности данная процедура выглядела бы аналогично, за исключением того, что никакого гудвилла к рассматриваемой ЕГДП аллокировано бы не было, так как в индивидуальной отчетности его просто не бывает. Также не следует путать гудвилл, возникающий при консолидации, с гудвиллом, созданным внутри компании. Гудвилл, созданный внутри компании, — это определенные знания, навыки, товарные знаки и прочие конкурентные преимущества, которые по определению не имеют четкой стоимостной оценки и, следовательно, не могут быть признаны как активы. Таким образом, гудвилл, созданный внутри компании, в отчетности не отражается.*

[11] *См. п. 98 МСФО 36 «Обесценение активов». При этом явное обесценение может относиться только к тем активам, которые индивидуально могут быть протестированы на обесценение (т. е. те активы, у которых можно определить возмещаемую стоимость). Таким образом, сначала проводится процедура тестирования на обесценение этих активов на индивидуальной основе. Индивидуальный убыток от обесценения по этим активам как раз и представляет ту часть суммы убытка от обесценения по ЕГДП в целом, которая подлежит распределению на эти активы.*

Шаг 2. Оставшаяся часть убытка от обесценения ЕГДП распределяется на гудвилл [8] в составе ЕГДП[12]. При этом, если после шага 1 сумма оставшейся части убытка от обесценения ЕГДП превышает балансовую стоимость гудвилла в составе ЕГДП, балансовая стоимость гудвилла в составе ЕГДП обесценивается до нуля.

Шаг 3. Если после шагов 1 и 2 часть убытка от обесценения ЕГДП все еще остается нераспределенной на отдельные активы в составе ЕГДП, нужно произвести дораспределение этой части убытка пропорционально текущей балансовой стоимости оставшихся активов в составе ЕГДП[13]. При этом стоимость этих активов не может быть меньше нуля[14]. Распределение убытка пропорционально текущей балансовой стоимости возможно только по тем активам, которые подпадают под действие МСФО (IAS) 36 (т. е. не являются запасами, средствами в расчетах и т. д.).

Пример. Распределение убытка от обесценения на активы в составе ЕГДП согласно положениям МСФО (IAS) 36 «Обесценение активов».

Компания «Альфа» является держателем 100 % акций своей дочерней компании «Бета». На отчетную дату в консолидированной отчетности «Альфы» были отражены следующие активы «Беты» (тыс. руб.):

гудвилл: 2400;

здания: 4000;

машины и оборудование: 5200;

нематериальные активы: 2000;

прочие внеоборотные активы: 2000;

дебиторская задолженность, денежные средства: 1400.

Итого активов: 17 000.

Компания «Альфа» рассматривает компанию «Бета» в качестве ЕГДП. На отчетную дату в одном из зданий, принадлежащих компании «Бета», случился пожар, что явилось причиной проведения теста на обесценение компании «Беты» как ЕГДП. Возмещаемая стоимость компании «Бета» как ЕГДП была определена в размере 9800 тыс. руб. При этом:

— огнем было разрушено оборудование общей балансовой стоимостью 1200 тыс. руб. Разрушенное оборудование нельзя продать, единственная возможность — это списать его балансовую стоимость как убыток;

— нематериальные активы включают в себя права на использование машин и оборудования «Беты». Узнав о том, что часть оборудования «Беты» была уничтожена, конкуренты заинтересовались покупкой прав на использование оставшейся части машин и оборудования, предложив за это 1500 тыс. руб.;

— прочие внеоборотные активы включают в себя неотделимые улучшения, которые «Бета» сделала в арендуемом складском помещении. На отчетную дату остаточный срок аренды составляет десять лет;

— дебиторская задолженность и денежные средства отражены в отчетности по их чистой реализационной стоимости и, следовательно, обесценению не подлежат.

Как в этой ситуации правильно отнести сумму убытка от обесценения ЕГДП на активы внутри нее?

Для начала нужно определить, каков убыток от обесценения по ЕГДП в целом. В данном примере он равен 17 000 − 9800 = 7200 тыс. руб. Далее можно использовать пошаговую схему, приведенную выше.

---

[12] *См. п. 104 МСФО 36 «Обесценение активов».*

[13] *См. там же.*

[14] *Возможна ситуация, когда при распределении оставшейся суммы убытка для какого-то из активов пропорциональная доля такого убытка превышает его текущую балансовую стоимость. Тогда в отчетности балансовую стоимость актива следует признать равной нулю, одновременно признав обязательство на сумму превышения распределенной части убытка над балансовой стоимостью этого актива.*

Шаг 1. Исходя из условий примера, машины и оборудование подверглись явной утрате в размере 1200 тыс. руб. в результате пожара.

Как следствие, явному обесценению подверглись также права на использование машин и оборудования «Беты» в размере 2000 − 1500 = 500 тыс. руб.

Итого из общей суммы убытка от обесценения по ЕГДП (7200 тыс. руб.):

— 1200 тыс. руб. распределяются на машины и оборудование;

— 500 тыс. руб. распределяются на нематериальные активы.

Остается нераспределенной сумма убытка в размере 7200 − 1200 − 500 = 5500 тыс. руб.

Шаг 2. Ввиду того что нераспределенная сумма убытка, оставшаяся после шага 1, превышает гудвилл «Беты», ее балансовая стоимость становится равной нулю.

Таким образом, остается нераспределенной сумма убытка в размере 5500 − 2400 = 3100 тыс. руб.

Шаг 3. Оставшаяся сумма убытка в размере 3100 тыс. руб. подлежит распределению только на здания и прочие внеоборотные активы пропорционально их текущей балансовой стоимости. Это связано с тем, что машины и оборудование, нематериальные активы и гудвилл уже подверглись обесценению (шаги 1 и 2), а дебиторская задолженность и денежные средства уже отражены по их чистой реализационной стоимости в соответствии с требованиями других МСФО.

Расчет пропорциональных долей остаточного распределяемого убытка происходит следующим образом:

— убыток, приходящийся на здания: 3100 × 4000/(4000 + 2000) = 2067 тыс. руб.;

— убыток, приходящийся на прочие внеоборотные активы: 3100 × 2000/(4000 + 2000) = 1033 тыс. руб.

Таким образом, после распределения убытка от обесценения ЕГДП на отчетную дату балансовая стоимость ее активов будет следующая (тыс. руб.):

гудвилл: 0 (шаг 2);

здания: 4000 − 2067 = 1933 (шаг 3);

машины и оборудование: 5200 − 1200 = 4000 (шаг 1);

нематериальные активы: 2000 − 500 = 1500 (шаг 1);

прочие внеоборотные активы: 2000 − 1033 = 967 (шаг 3);

дебиторская задолженность, денежные средства: 1400.

Итого активов: 9800.

Если в следующих отчетных периодах возникают условия, которые указывают на то, что признаков обесценения каких-либо активов в составе ЕГДП более не существует, балансовая стоимость этих активов подлежит восстановлению с учетом амортизации, которая была бы на тот момент начислена, если бы убытка от обесценения никогда не существовало. Это правило, однако, не относится к гудвиллу. Обесценение гудвилла восстановлению не подлежит никогда.

В нашем примере — допустим, что в следующем отчетном периоде конкуренты предлагают за права пользования машинами и оборудованием уже не 1500 тыс. руб., а 2500 тыс. руб. Предположим также, что на момент обесценения остаточный срок использования этих прав составлял десять лет, а ликвидационная стоимость была равной нулю. Тогда, если бы обесценения не было, на конец следующего отчетного периода балансовая стоимость нематериальных активов составляла бы 1800 тыс. руб. Таким образом, восстановление убытка от обесценения в следующем отчетном периоде будет равно: 1800 − 1500 = 300 тыс. руб.

Вот в целом методология, на которую опирается МСФО (IAS) 36 «Обесценение активов» при отражении убытка от обесценения ЕГДП в бухгалтерской отчетности.

Тестирование ЕГДП на обесценение согласно положениям федерального стандарта «Обесценение активов» отличается от вышеописанного алгоритма [9].

Как было отмечено выше, федеральный стандарт «Обесценение активов» не содержит понятия возмещаемой стоимости. А это, в свою очередь, неизбежно накладывает отпечаток не только на характер процедуры тестирования ЕГДП на обесценение, но и вообще на критерии включения активов в состав ЕГДП.

Так, согласно федеральному стандарту в составе ЕГДП объединяются активы, которые могут генерировать денежные потоки самостоятельно (активы, генерирующие денежные потоки — Активы ГДП), с активами, которые денежных потоков самостоятельно генерировать не могут (активы, не генерирующие денежные потоки — Активы нГДП).

Относительно распределения убытка от обесценения ЕГДП федеральный стандарт предписывает значительно более упрощенный порядок, нежели МСФО (IAS) 36:

— вначале проводить индивидуальное тестирование Активов нГДП, входящих в состав ЕГДП[15];

— затем проводить тестирование на обесценение всей ЕГДП с учетом того, что балансовая стоимость активов нГДП, включенных в состав единицы, уже уменьшена[16];

— распределять убыток от обесценения ЕГДП на Активы ГДП в составе единицы пропорционально их балансовой стоимости.

В отношении восстановления убытков от обесценения, согласно федеральному стандарту «Обесценение активов»[17], общий принцип по сути совпадает с тем, который использован в МСФО (IAS) 36.

Выводы, которые можно сделать по результатам сравнения методологии МСФО 36 и федерального стандарта «Обесценение активов»:

— федеральный стандарт во многом основан на методологии МСФО (IAS) 36;

— с учетом специфики российского сектора государственного управления методология федерального стандарта существенно упрощена по сравнению с требованиями МСФО;

— понятие возмещаемой стоимости отсутствует в федеральном стандарте, что вносит свои особенности в отношении порядка признания убытков от обесценения активов;

— в федеральном стандарте не рассматривается возможность распределения убытков от обесценения на гудвилл в составе ЕГДП.

Библиография

1. Handbook on International Public Sector Accounting Pronouncements. 2017 Edition, Volume I, Volume II / International Federation of Accountants.
2. Government Finance Statistics Manual 2014. International Monetary Fund, 2014.
3. Тахтарбеков Г. Ш. Тестирование активов на обесценение как обязательная процедура при подтверждении аудитором достоверности финансовой отчетности // Молодой ученый. 2016. № 5 (109). С. 426–429.
4. Агаева Э. Ш., Малиновская Н. В. Обесценение активов: международная практика / Сб. науч. работ студентов, аспирантов и профессорско-преподавательского состава по итогам национальной научно-практической конференции «Актуальные проблемы экономики, учета, аудита и анализа в современных условиях». Под ред. М. В. Петровской, В. З. Чаплюка, Л. Н. Сорокиной. 2018. С. 21–25.
5. Цыбакова В. В. Проблемы и перспективы оценки ценности использования нематериальных активов с учетом их обесценения в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности / Сб. статей по итогам международной научно-практической конференции «Внедрение результатов инновационных разработок: проблемы и перспективы», 2018. С. 203–206.

[15] *Федеральный стандарт «Обесценение активов», п. 17.5.*

[16] *Там же.*

[17] *Федеральный стандарт «Обесценение активов», п. 24.*

6. Генералова Н. В., Соколова Н. А. Учет обесценения активов на примере обесценения гудвилла как область применения профессионального суждения // Международный бухгалтерский учет. 2014. № 26 (320). С. 2–14.
7. Плотников В. С., Плотникова О. В. Оценка обесценения гудвилла и возмещение потерь от обесценения в консолидированной финансовой отчетности // Международный бухгалтерский учет. 2015. № 5 (347). С. 25–37.
8. Юдина Л. Н. Признание гудвила (деловой репутации организации) при приобретении компании и его последующая оценка в современном законодательстве зарубежных стран // Политика, государство и право. 2014. № 9 (33). С. 20–22.
9. Алейникова М. Ю. Обесценение активов — реальная оценка активов в финансовой отчетности общественного сектора // Бухгалтерский учет и налогообложение в бюджетных организациях. 2014. № 1. С. 38–44.

A. M. Maryasin

The Methodology of Non-Financial Assets Impairment Recognition

Author's affiliation:
Anton M. Maryasin *(e-mail: maryasin@nifi.ru), ORCID 0000-0001-5037-2265, Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation*

Abstract
This article studies key differences between assets impairment methodology according to IAS 36 — Impairment of Assets and relevant Russian analogue — Impairment of Assets Federal Standard. Financial system of Russian government sector requires reconsideration of some IFRS provisions. As result, not the whole set of procedures under IAS 36 may be adopted for Russian government sector.

Keywords:
IFRS, non-financial asset, impairment of assets, fair value, recoverable amount, value in use, cash-generating unit, goodwill

JEL: *M41*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-128-135

References

1. Handbook on International Public Sector Accounting Pronouncements. 2017 Edition, Volume I, Volume II. International Federation of Accountants.
2. Government Finance Statistics Manual 2014. International Monetary Fund, 2014.
3. Takhtaberov G. Sh. Asset Testing for Impairment as a Mandatory Procedure in Case the Auditor Confirms the Reliability of the Financial Statements. *Molodoy uchenyj — Young Scientist*, 2016, no. 5 (109), pp. 426–429.
4. Agaeva E. Sh., Malinovskaya N. V. Impairment of Assets: International Practice. Collection of scientific works of students, graduate students and faculty on the basis of the national scientific-practical conference "Actual problems of economics, accounting, auditing and analysis in modern conditions". Eds. by M. V. Petrovskaya, V. Z. Chaplyuk, L. N. Sorokina, 2018, pp. 21–25.
5. Tsybakova V. V. Problems and Prospects for Valuing the Use of Intangible Assets, Taking Into Account their Depreciation in Accordance With International Financial Reporting Standards. Collection of articles on the results of the international scientific-practical conference "Implementation of the results of innovative developments: problems and prospects", 2018, pp. 203–206.
6. Generalova N. V., Sokolova N. A. Accounting for Impairment of Assets on the Example of Impairment of Goodwill as an Area of Professional Judgment Application. *Mezhdunarodnyj bukhgalterskij uchet — International Accounting*, 2014, no. 26 (320), pp. 2–14.
7. Plotnikov V. S., Plotnikova O. V. Evaluation of Impairment of Goodwill and Recovery of Impairment Losses in Consolidated Financial Statements. *Mezhdunarodnyj bukhgalterskij uchet — International Accounting*, 2015, no. 5 (347), pp. 25–37.
8. Yudina L. N. Recognition of Goodwill (Goodwill of an Organization) With the Acquisition of the Company and its Subsequent Evaluation in the Current Legislation of Foreign Countries. *Politika, gosudarstvo i pravo — Politics, State and Law*, 2014, no. 9 (33), pp. 20–22.
9. Aleynikova M. Yu. Impairment of Assets — a Real Assessment of Assets in the Financial Statements of the Public Sector. *Bukhgalterskij uchet i nalogooblozhenije v byudzhetnykh organizatsiyakh — Accounting and Taxation in Budget Organizations*, 2014, no. 1, pp. 38–44.

Уважаемые читатели!

Доставку любого номера издания «Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал» второго полугодия 2018 г. и первого полугодия 2019 г. вы можете заказать по интернет-каталогу «Российская периодика» на сайте www.arpk.org. Телефон для справок (499) 152-04-90.
Подписку на журнал можно оформить в любом отделении почтовой связи России по Объединенному каталогу «Пресса России». Подписной индекс 42068.

Приглашаем авторов!

Научно-практическое издание «Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал» (ISSN 2075-1990) приглашает авторов научных статей.
Статьи публикуются БЕСПЛАТНО. Всем статьям присваиваются цифровые идентификаторы объектов — DOI (Digital Object Identifier). Тексты статей размещаются в открытом доступе на сайте журнала и портале НЭБ (РИНЦ) www.elibrary.ru.
С правилами рецензирования и публикации статей можно ознакомиться на сайте журнала — www.finjournal-nifi.ru.

Редакция:

Главный редактор В. С. Назаров
Ведущий редактор Т. М. Захарова
Корректор И. П. Белова
Дизайн и верстка А. С. Лухин

Адрес редакции:

Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 127006, Россия
Тел. (495) 699-76-83
E-mail: finjournal@gmail.com
Сайт: www.finjournal-nifi.ru

Подписано в печать 13.12.2018 г. Свободная цена. Тираж 300 экз. Заказ №2301-18/10128
Отпечатано в соответствии с предоставленными материалами в ООО «Амирит»
410004, г. Саратов, ул. Чернышевского, 88, литер У
Тел. (8452) 24-86-33, e-mail: 248633a@mail.ru