

Вестник МИРБИС. 2021. № 2 (26)'. С. 116–125.  
Vestnik MIRBIS. 2021; 2(26)': 116–125

Научная статья  
УДК 336.27  
DOI: 10.25634/MIRBIS.2021.2.11

Зарубежный опыт оценки эффективности управления государственным долгом

**Мария Сергеевна Марусова<sup>1,2</sup>, Ирина Владимировна Павлова<sup>1,3</sup>**

1 Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Россия

2 [mariia.mr@yandex.ru](mailto:mariia.mr@yandex.ru)

3 [pr.pavlova@mail.ru](mailto:pr.pavlova@mail.ru), <https://orcid.org/0000-0002-4292-7934>

**Аннотация.** Актуальность темы обусловлена тем, что процесс оценки управления государственным и муниципальным долгом является одним из важнейших составляющих в области прогнозирования влияния различных макроэкономических условий на развитие экономики страны и отдельных ее территорий. В связи с этим, данная статья направлена на выявление различных механизмов, применяемых при оценке эффективности управления государственным долгом в зарубежной практике. Если говорить о государственном долге в качестве объекта управления, в этом случае государству необходимо определить соотношение между различными видами деятельности при реализации долговой политики страны, например, между гарантиями и заимствованиями, а также определить оптимальную структуры деятельности в рамках долговой политики, исходя из сроков реализации и желаемой доходности. В том числе государство должно выбрать механизмы совершения различных заимствований и гарантий, порядок при выпуске и обращении долговых ценных бумаг на финансовом рынке и порядок выполнения обязательств по таким бумагам. В статье выявлены особенности структуры внешнего долга по секторам экономики разных стран в зависимости от уровня внешнего долга к ВВП. Анализ зарубежного опыта моделей оценки эффективности управления государственным долгом необходим в первую очередь с точки зрения поиска возможных способов применения на их практике при совершенствовании управлением государственным долгом в Российской Федерации.

**Ключевые слова:** государственный долг, методы управления, управление государственным долгом, оценка эффективности управления.

**Для цитирования:** Марусова М. С. Зарубежный опыт оценки эффективности управления государственным долгом / М. С. Марусова, И. В. Павлова // Вестник МИРБИС. 2021; 2(26): 116–125. DOI: 10.25634/MIRBIS.2021.2.11  
JEL: H63

Original article

Foreign experience in assessing the effectiveness of public debt management

**Maria S. Marusova<sup>4,5</sup>, Irina V. Pavlova<sup>4,6</sup>**

4 Financial University, Moscow, Russia.

5 [mariia.mr@yandex.ru](mailto:mariia.mr@yandex.ru)

6 [pr.pavlova@mail.ru](mailto:pr.pavlova@mail.ru), <https://orcid.org/0000-0002-4292-7934>

**Abstract.** The relevance of the topic due to the fact that the evaluation process of state and municipal debt is one of the most important components in forecasting the impact of different macroeconomic conditions on the economic development of the country and its territories. In this regard, this article is aimed at identifying various mechanisms used in assessing the effectiveness of public debt management in foreign practice. If we are talking about public debt as an object of management, in this case, the state needs to determine the ratio between different types of activities in the implementation of the country's debt policy, for example, between guarantees and borrowing, as well as determine the optimal structure of activities within the framework of debt policy, based on the timing of implementation and the desired yield. In particular, the state should choose the mechanisms for making various borrowings and guarantees, the procedure for issuing and circulating debt securities on the financial market and the procedure for fulfilling obligations on such securities. The article reveals the peculiarities of the structure of external debt by sectors of the economy of different countries, depending on the level of

external debt to GDP. The analysis of foreign experience of models for assessing the effectiveness of public debt management is necessary primarily from the point of view of finding possible ways to apply them in practice when improving public debt management in the Russian Federation.

**Key words:** public debt, public debt management, management methods, management efficiency assessment

**For citation:** Marusova M. S. Foreign experience in assessing the effectiveness of public debt management.

M. S. Marusova, I. V. Pavlova. *Vestnik MIRBIS*. 2021; 2(26): 116–125. (In. Russ.). DOI: 10.25634/MIRBIS.2021.2.11  
JEL: H63

## Введение

На сегодняшний день большинство стран испытывает недостаток собственных ресурсов для осуществления внутренних вложений, обеспечения финансирования дефицита государственного бюджета, проведение социально-экономических преобразований и погашения долговых обязательств по внешним заимствованиям. Ряд стран являются в большей степени заемщиками, чем кредиторами, другие – наоборот. В целом, в каждой стране существует долговая экономическая система.

В сложившихся условиях пандемии распространения коронавируса и вызванного ими спада в экономиках стран эксперты МВФ отмечают, что правительствам большинства государств в мире предстоят достаточные объемы заимствований. Сейчас мнение экспертов складывается из того, что государства вынуждены повышать налоги и ограничивать расходы для снижения долговой нагрузки в стране. Мы видим иную ситуацию на сегодняшний день, когда увеличение государственных расходов и уменьшение налоговых поступлений приведут к росту госдолга Италии, Испании<sup>8</sup>. В поддержку ЕЦБ реализовывает серию программ, которые направлены на обеспечение финансовой и экономической помощи странам ЕС. В том числе, программа приобретения государственных и корпоративных облигаций.

В работе Т. Клайна определены проблемы, касательно процесса управления государственным и муниципальным долгом [Klein 2010]. Основным выводом является то, что для организации управления долговыми обязательствами необходимо учесть долгосрочный прогноз основных макроэкономических показателей, а также обеспечение постоянного мониторинга состояния внешних

финансовых рынков. Так и на сегодняшний день, Правительству РФ следует действовать быстро, слажено и соразмерно последствиям эпидемиологического кризиса, где инструменты бюджетной политики начинают играть важнейшую роль. Необходимо наладить институциональную базу по управлению государственным долгом в России.

Одним из выходов решения проблемы управления госдолгом является улучшение системы финансовых методов. Основной приоритет бюджетной политики России должен быть направлен на инвестиционное развитие экономики Российской Федерации. Вавилов А. П. в своей работе главным образом для решения этой задачи видел возможное осуществление сделок «своп», которые обеспечивают обмен государственных долговых обязательств на различные активы. Основным условием для реализации подобных сделок на практике является разработка эффективной экономической политики, которая будет обеспечивать повышение инвестиционной привлекательности экономики РФ. [Вавилов 2016]

О. С. Виханский выделяет стратегическое управление государственным долгом [Виханский 1998, 37], которое направлено на достижение определенных целей на долгосрочный период, прогноз социально-экономического развития страны, содержащийся в основе бюджетного планирования. А. В. Пикулькин исследует процесс управления государственным долгом на тактическом уровне, которое направлено на достижение текущих целей и выполнение оперативных задач. [Пикулькин 2015, 23]

Анализ ряда мнений авторов и экономистов о процессе управления государственным долгом дает сделать выводы, что управление предполагает целенаправленную деятельность специально уполномоченных органов от имени государства, направленную на осуществление операций по обслуживанию долговых обязательств, нормативного закрепления, осуществление контроля за законностью использования заимствованных средств.

© Марусова М. С., Павлова И. В., 2021

Вестник МИРБИС, 2021, № 2 (26), с. 116–125.

8 Newsrelease euroindicators # 157/2020 / Eurostat, 2020. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11442886/2-22102020-BP-EN.pdf/a21ffb8-09c9-b520-8fa9-6e804146bf0f>. Дата публикации 22.10.2020.

### Методологические основы

При написании данной статьи были использованы публикации отечественных авторов по средствам анализа научной литературы по изучаемой теме. В качестве статистической информации были использованы сайт государственной статистики, Минфина России.

### Результаты и обсуждения

Затрагивая структуру госдолга России, отмечается, что внутренние государственные заимствования являются инструментом в рамках проведения эффективной денежно-кредитной политики и для устранения недостаточности налоговых и неналоговых доходов бюджета. [Пшенинникова 2007] Обращаясь к основным направлениям государственной долговой политики Российской Федерации на период 2017–2019 гг. и данные структуры государственного внутреннего долга Российской Федерации по государственным ценным бумагам, можно отметить использование ОФЗ-ПД и ОФЗ-ПК, что обуславливает их достаточно большую долю в объеме государственного внутреннего долга Российской Федерации. При условиях снижения уровня процентных ставок и относительной стабильности на рынке действия Министерства финансов Российской Федерации направлены на размещении среднесрочных и долгосрочных ОФЗ-ПД, во время же высокого уровня волатильности процентных ставок акцент делается на ОФЗ-ИН, ОФЗ-ПК с переменным доходом. Но опять же эмиссия ОФЗ-ИН не является ключевым источником привлечения средств (в структуре государственных ценных бумаг — 3,3 % на 1 января 2019 г.), но используется как один из способов минимизации стоимости привлеченных заемных источников государством на достаточно длительный период при условии высоких процентных ставок по ОФЗ-ПД.

Так, еще одно направление на рынке государственного долга: появление ОФЗ, предназначенных для физических лиц (ОФЗ-н). Но Министерство финансов Российской Федерации отмечает, что использование ОФЗ-н как основного инструмента осуществления государственных заимствований не предусмотрено, а нацелено на повышение долгосрочных вложений граждан, улучшение внутреннего рынка капитала в стране, увеличение и диверсификация инвесторов в ценные бумаги государства, формирование нового сегмента рынка ценных бумаг, исходя из этого

доля ОФЗ-н в структуре государственных ценных бумаг достаточно низкая — 0,7 % (на 1 января 2019 г.). Также, в 2019 году на ранке облигаций федерального займа появляется ОФЗ с переменным купонным доходов нового формата<sup>1</sup>.

Рассматривая данные об объеме и структуре внешнего государственного долга, в 2019 году отмечается размещение нового выпуска еврооблигаций Российской Федерации сроком на 16 лет, объем которых был 3 000,0 млн долл. США, и доп. выпуск на 6 лет в объеме 750 млн евро. По итогам такого управления долгом кривая доходности суверенных еврооблигаций в долл. США стала более репрезентативной, а также была увеличена ликвидность размещенного в 2018 году выпуска еврооблигаций в евро. Министерством финансов Российской Федерации в условиях благоприятной рыночной обстановки повторно были выпущены еврооблигации с погашением в 2029 году в сумму на 1 500,0 млн долл. США и дополнительный выпуск до 2035 года на 1 000 млн долл. США. Их доходность составила 3,95 % и 4,30 % годовых. Это указывает на устойчивый спрос зарубежных инвесторов на российские долговые инструменты. Доля государственных гарантий за рассматриваемый период составила 24,2 % от общего объема внешнего госдолга Российской Федерации.

В целом, оценивая управление как внутренним, так и внешним долгом, мы можем сказать, что используются в большей степени заимствования в форме ценных бумаг, что является секьюритизированной формой заимствования, а как нам известно, такая форма заимствований используется странами с развитой экономикой и финансовым рынком.

На региональном уровне в качестве примера управления госдолгом рассмотрим Оренбургскую область. По данным Минфина России для 2019 года характерно следующее: обязательства по госгарантиям и кредитам, привлеченным от кредитных организаций, были полностью погашены, но по-прежнему в области преобладают бюджетные кредиты, доля которых составила на

<sup>1</sup> Исполнение федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2019 год / Министерство финансов РФ. Москва, 2020. 180 с. URL: [https://minfin.gov.ru/ru/performance/budget/federal\\_budget/budgeti/2020/?id\\_65=129889-informatsionnoe\\_illustrirovannoe\\_izdanie\\_ispolnenie\\_federalnogo\\_byudzheta\\_i\\_byudzhetrov\\_byudzhetnoi\\_sistemy\\_rossiiskoi\\_federatsii\\_za\\_201](https://minfin.gov.ru/ru/performance/budget/federal_budget/budgeti/2020/?id_65=129889-informatsionnoe_illustrirovannoe_izdanie_ispolnenie_federalnogo_byudzheta_i_byudzhetrov_byudzhetnoi_sistemy_rossiiskoi_federatsii_za_201) Дата публикации 28.09.2020.

2019 год 57,15 %. По государственным ценным бумагам доля обязательств на этот период составила 42,85 %<sup>2</sup>. Можно отметить, что в Оренбургской области преобладает неsekьюритизированная форма государственных заимствования [Савинова 2016], что свидетельствует о том, что экономика субъекта является не развитой.

По оценкам Министерства финансов Российской Федерации долговая нагрузка на бюджет региона и социально-экономическое развитие области не превышает законодательно закрепленных нормативов, и заимствования, осуществляемые органами власти, основываются на оптимальной структуре и эффективности их использования, с оптимальным размером риска. Положительные результаты были достигнуты за счет метода реструктуризации обязательств Оренбургской области по бюджетным кредитам, реализации мероприятий программы «Управление государственными финансами и государственным долгом Оренбургской области», направленных на оптимизацию в части расходов областного бюджета и сокращение госдолга области.

Подводя итог в рамках управления государственным долгом на различных уровнях власти в Российской Федерации, мы можем сказать, что при управлении госдолгом на федеральном уровне используется исключительно sekьюритизированные инструменты регулирования, т. е., как на внутреннем финансовом, так и на внешнем рынке для привлечения заимствований государство использует выпуск долговых ценных бумаг и облигационных займов в национальной и иностранной валюте соответственно. На региональном уровне помимо ценных бумаг также используется такой инструмент управления как кредиты: кредиты от других бюджетов; кредиты от кредитных организаций, которые в общем объеме госдолга субъекта занимают более половины. В регионах России часто прибегают к реструктуризации долга с заменой определенных долговых обязательств иными, предусматривающими другие условия обслуживания и срок погашения. Также распространенной практикой за

последнее время является замещение коммерческих кредитов бюджетными.

На сегодняшний день важна оценка влияния эффективного управления государственным долгом на экономическую безопасность стран. В Государственной стратегии экономической безопасности упомянуты основные параметры показателей, отвечающие требованиям экономической безопасности. В этот список попали в том числе показатели дефицита федерального бюджета, индикаторы государственного долга и денежного обращения, уровень налоговой дисциплины<sup>3</sup>.

Экономическая безопасность в сфере управления государственным долгом оценивается объемом и структурой источников финансовых ресурсов государства, сбережений, инвестиционных ресурсов различных хозяйствующих субъектов в экономике и др. При этом между источниками и самим госдолгом наблюдается прямая и обратная связь. Ключевое значение при оценке финансовой безопасности в сфере госдолга имеет анализ темпов инфляции в стране.

Проблемы оценки инвестиционной составляющей государственного долга в странах чаще всего связаны с рядом издержек при определении стратегии эффективного управления инвестиционной частью госдолга страны. На сегодняшний день Московская биржа регулярно рассчитывает индекс государственных облигаций, который представляется в качестве индикативного показателя, оценивающего уровень доходности у государственных бумаг в России и их привлекательности.

Анализ опыта зарубежных стран в части оценки эффективности управления государственным долгом необходим для применения новых механизмов на практике при совершенствовании управления госдолгом в России.

Начнем с рассмотрения особенностей долговой политики, реализуемой в США. Федеральное казначейство данной страны имеет существенные преимущества по сравнению с иными странами в управлении государственным долгом. Такие преимущества обуславливаются сперва высоким уровнем развития рынка заимствований. Бумаги федерального уровня размещаются на мировом финансовом рынке, что является следствием, что

2 Объем и структура государственного долга субъектов Российской Федерации и долга муниципальных образований на 1 сентября 2020 г. / Министерство финансов РФ. URL: [https://minfin.gov.ru/ru/document/?id\\_4=131509-obem\\_i\\_struktura\\_gosudarstvennogo\\_dolga\\_subektov\\_rossiiskoi\\_federatsii\\_i\\_dolga\\_munitsipalnykh\\_obrazovaniy\\_na\\_1\\_sentyabrya\\_2020\\_g](https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=131509-obem_i_struktura_gosudarstvennogo_dolga_subektov_rossiiskoi_federatsii_i_dolga_munitsipalnykh_obrazovaniy_na_1_sentyabrya_2020_g). Дата публикации 21.09.2020.

3 О Стратегии экономической безопасности Российской Федерации на период до 2030 года : Указ Президента РФ N 208 от 13.05.2017 // СПС КонсультантПлюс.

любой объем заимствований, который находится на рынке, будет размещен на наиболее выгодных условиях для США. При размещении заимствований на рынке, валютные риски США сведены к минимуму, так как в большинстве случаев внешние заимствования осуществляются в долларах США, риск пролонгации в определенной мере перекладывается уже на кредитора, из-за большого по количеству объема ценных бумаг, находящихся в обращении. Кредитору рентабельно предоставить денежные средства для осуществления нового займа, нежели подвергнуть заемщика риску дефолта. Риск ликвидности внешних заимствований в США также невелик [Филина 2016].

В США объем государственного долга относительно объема ВВП является ключевым показателем экономической стабильности в стране, так как такое соотношение является основополагающим критерием оценки национальной безопасности страны. Федеральное казначейство США способствует обеспечению ликвидности высокого уровня с помощью значительной в объеме и на регулярной основе эмиссии. Решение о долгосрочном финансовом обеспечении Правительство США принимает на квартальной основе, при этом учитывается также предложения со стороны частного сектора. Это осуществляется на основе результатов опроса среди специализирующихся консультантов из брокерских домов, и иных участников рынка [Варьяш 2015]. Федеральное казначейство США после рассмотрения финансовых прогнозов для обеспечения оптимальной структуры госдолга составляет при помощи различных эконометрических моделей собственный прогноз на долгосрочный период. Если рассматривать краткосрочный период, здесь создается модель госзаимствований, в основе которой лежит операционный прогноз, представленный Правительством США.

В ряде развитых стран большая часть государственных заимствований состоит из целевых займов, направленных на финансирование социальной сферы и инвестиционные проекты. В Российской Федерации региональные и муниципальные органы власти в первую очередь привлекают средства для обеспечения финансирования текущих расходов.

Не существует универсального подхода к оценке оптимального уровня государственного долга и управления им. Работа экономистов Т. На-

кадзима и С. Такахаси содержит мнение японских авторов, которые предложили многофакторную модель, где определен оптимальный уровень госдолга Японии — 50 % ВВП. Аналитики разных стран принимают уровень долга сектора государственного управления ниже 60% ВВП как относительно безопасный для риска дефолта.

В целом, стоит отметить, что в различных странах при оценке государственной задолженности в большей мере применяются соотносительные меры. Так, существует возможность провести качественную оценку величины госзаимствований и сравнить значения коэффициентов и показателей различных стран. На практике самой распространенной мерой, как говорилось ранее, можно отметить соотношение госдолга к уровню ВВП. Оно позволяет соотнести объем государственной задолженности с ее экономическим потенциалом. Однако этот показатель имеет свои недостатки при оценке, так как уровень государственной задолженности к ВВП является не единственным фактором, который определяет уровень финансового риска в стране.

Соотносительные меры необходимы, чтобы учесть разный уровень экономик отдельных стран и разные валюты, в которых отражен госдолг. Абсолютные меры госдолга используются чаще всего в целях внутренней оценки и бюджетного мониторинга. Данные меры используются в системе статистики национальных счетов, а также как числитель для составления относительных мер государственной задолженности. В развитых странах показатель отношения госдолга к уровню ВВП выше, нежели в развивающихся. Снижение показателя соотношения долга к ВВП говорит об уменьшении долговых обязательств, что положительно скажется на курсе национальной валюты и на фондовый рынок в стране. Так, в таблице 1 представлено сравнение ряда стран по таким критериям, как внешний долг к ВВП страны и внешний госдолг на душу населения за период с 2018 г. по второй квартал 2020 г., согласно данным Всемирного банка:

Показатель внешнего долга к ВВП помогает нам оценить способность той или иной страны погасить свой государственный долг. Рассмотрим страны, где данный показатель достигает высокого процента. Такими являются: Сингапур (487,4%), Нидерланды (484,7%), Великобритания (314,19%), Швейцария (266,6), Бельгия (260,1%).

Высокий процент соотношения внешнего долга к ВВП означает, что страна не обеспечивает достаточное количество средств для исполнения и погашения задолженности. Иная ситуация в Китае, Индии, Израиле, Саудовской Аравии, ЮАР, где соотношение не превышает 50%. Стоит отметить, что в России данный показатель составляет 26,9%. Малый процент дает представление о меньшей возможности страны в части обслуживания внешнего долга за счет перевода ресурсов с производства товаров, которые предназначены на внутреннее потребление на производство экспорта. Стоит отметить, что данный коэффициент невозможно применять при оценке эффективности управления госдолгом без учета структуры экономики каждой страны. Более того, показатель зависим от влияния повышения или наоборот понижения реального обменного курса, что в свою очередь искажает величину показателя ВВП в стране.

Таблица 1. Рейтинг стран по внешнему долгу (в долларах США)

Страна	2018 г., млн долл.			2019 г., млн долл.				2020 г., млн долл.		Внешний госдолг к ВВП, %	Внешний долг на душу населения, долл.
	2 квартал	3 квартал	4 квартал	1 квартал	2 квартал	3 квартал	4 квартал	1 квартал	2 квартал		
1. Австралия	1 540 285	1 501 440	1 506 403	1 513 221	1 497 120	1 493 914	1 539 577	1 455 878	1 498 019	108,0	58 695
2. Австрия	677 854	673 947	655 604	669 646	695 152	690 221	686 438	678 966	715 816	160,4	80 801
3. Бельгия	1 339 179	1 302 400	1 277 124	1 314 040	1 334 535	1 327 371	1 298 467	1 320 913	1 377 589	260,1	120 250
4. Бразилия	648 996	643 228	665 777	679 602	697 401	672 885	675 789	639 821	619 416	33,7	2 948
5. США	18 666 499	19 579 568	19 669 422	19 954 004	19 722 142	20 529 311	20 606 666	21 234 497	21 234 497	99,1	64 648
6. Германия	5 725 127	5 702 144	5 572 892	5 656 707	5 828 097	5 631 878	5 588 103	5 699 373	6 014 951	155,8	72 388
7. Греция	460 858	467 520	473 330	465 757	482 113	484 992	500 188	499 685	529 268	252,2	49 349
8. Дания	521 312	517 495	492 541	498 166	518 363	503 422	501 643	503 133	551 443	158,9	94 978
9. Израиль	92 084	92 931	93 794	97 198	98 426	98 661	104 989	105 320	115 919	29,4	12 807
10. Нидерланды	4 619 635	4 63 0651	4 389 068	4 404 346	4 368 241	4 312 688	4 310 967	4 301 997	4 397 021	484,7	255 181
11. Саудовская Аравия	138 631	142 208	151 040	151 643	169 263	180 180	183 845	187 936	206 088	26,0	6 047
12. Швейцария	1 914 501	1 878 154	1 860 881	1 851 507	1 802 994	1 867 659	1 827 407	1 860 185	1 878 806	266,6	219 872

Источник: таблица составлена авторами по данным сайта Всемирного банка. URL: <https://databank.worldbank.org/source/international-debt-statistics> (дата обращения 28.11.2020).

Далее рассмотрим структуру внешнего долга страны с высоким показателем внешнего долга к ВВП на рисунках 1а и 1б.



Рис. 1а. Структура внешнего госдолга Швейцарии

Рис. 1б. Структура внешнего госдолга Нидерландов

Источник: составлено авторами по данным Всемирного банка. Внешний долг Швейцарии 1 кв. 2020 года (рис. 1а) — URL: <https://svspb.net/danmark/vneshnij-dolg.php?l=shvejcarija>; Внешний долг Нидерландов 1 кв. 2020 года (рис. 1б) — URL: <https://svspb.net/danmark/vneshnij-dolg.php?l=niderlandy> (дата обращения 28.11.2020)

В структуре внешнего долга Швейцарии и Нидерландов большую долю занимают прямые инвестиции, банки и прочие сектора. Стоит отметить маленький процент институционального сектора, где органы государственного управления

составляют всего лишь 1 % в Швейцарии и 5 % в Нидерландах. Во втором случае на рисунках 2а и 2б представлена структура внешнего долга таких стран, как Израиль и Саудовская Аравия, у которых низкий показатель внешнего долга к ВВП.



**Рис. 2а.** Структура внешнего госдолга Израиля

**Рис. 2б.** Структура внешнего госдолга Саудовской Аравии

Источник: составлено авторами по данным Всемирного банка. Внешний долг Израиля

I кв. 2020 года (рис. 2а) — URL: <https://svspb.net/danmark/vneshnij-dolg.php?l=izrail>; Внешний долг Саудовской Аравии

I кв. 2020 года (рис. 2б) — URL: <https://svspb.net/danmark/vneshnij-dolg.php?l=saudovskaja-aravija> (дата обращения 28.11.2020)

Здесь наблюдается меньший процент прямых инвестиций, а в Саудовской Аравии вообще их отсутствие в структуре внешнего долга, что является отличием от стран, представленных на рисунках 1 и 2. Большую долю составляют прочие сектора (33–34 %). В отличие от страны с высоким показателем внешнего долга к ВВП, процент в части органов государственного управления в структуре внешнего госдолга выше.

Таким образом, анализ структуры внешней государственной задолженности является неотъемлемой частью совместно с показателем внешнего долга к ВВП при оценке эффективности управления госдолгом, а также анализа влияния внешнего долга на экономику страны. Так, по мнению ряда авторов отмечалось, что в странах внешняя задолженность нефинансовых компаний, входящих в частный сектор (задолженность прочих секторов), оказывает влияние на ВВП в кризисные периоды. В период докризисных событий внешний госдолг в части частного сектора имеет положительное влияние на рост ВВП страны, но в сам кризисный период ситуация имеет противоположный характер, что отразится непосредственно на эффективности управления долгом страны.

В международных анализах и оценках государственной задолженности основной категорией является совокупный валовой долг сектора

государственного управления, что включает в себя все обязательства сектора госуправления, которые необходимо погасить в будущем, и отражает основную сумму долга и проценты. Для внутренней оценки и бюджетного мониторинга и контроля будет интересно посмотреть задолженность отдельных единиц сектора государственного управления. Анализ задолженности отдельных единиц сектора госуправления возникает в условиях разграничения бюджетных полномочий. Так, в случае модели на федеральном уровне в США и Канаде федеральное правительство несет ответственности за долги субъектов федерации и муниципалитетов.

Кроме совокупного валового долга, в бюджетной статистике для оценки используются показатели совокупного чистого долга сектора госуправления, вычисляемого как разницу между совокупным валовым долгом и суммой финансовых активов. Эти активы включают монетарное золото, наличные в отечественной и иностранной валюте, депозиты, финансовые активы государственных страховых и пенсионных систем и др.

Однако статистика государственной задолженности не всегда объективно показывает уровень фактической и будущей платежеспособности государства. Это обусловлено различиями в государственных финансовых активах и разной степенью их ликвидности. Во многих странах

(Китай, Индия) нет практики в международной сравняемой статистике совокупного чистого государственного долга в базе World Economic Outlook, представленной МВФ.

Для оценки платежеспособности страны в мировой практике также имеет место индикатор, показывающий отношение внешнего госдолга за минусом золотовалютных резервов страны к ВВП. Применяемый индикатор используется агентством Standard&Poor's для анализа и оценки суверенного риска. При этом необходимо учитывать влияние внутренних факторов риска, которыми являются: валютный риск и низкая эффективность использования заемных средств.

При оценке влияния внешнего госдолга на экономический рост стран Международный валютный фонд рекомендует учитывать его косвенное влияние на экономический рост через государственные инвестиции. Именно качество проведения и эффективность реализации проводимой инвестиционной политики способствует выявлению уровня показателя эффективности использования инвестиций, который равен отношению прироста показателя ВВП страны к объему инвестиций за прошлый год. Рассматривая зарубежный опыт оценки инвестиционной составляющей государственного долга, можно отметить, что в Бразилии базовые правила выпуска государственных облигаций прописаны в постановлениях министра финансов. В Португалии существует система электронных аукционов Bloomberg. Так, опыт большинства стран в оценке инвестиционной составляющей госдолга предполагает, что правильно сбалансированный портфель государственных заимствований обеспечивает рост эффективности управления государственным долгом страны.

Зарубежные авторы отмечали, что существует напряженность между выпуском долговых обязательств с длительным сроком погашения для минимизации пролонгации и распределением долга [Bigio 2019]. Решение состоит в том, что в устойчивом состоянии выпуски увеличиваются по срокам погашения, что можно проверить с помощью производной от правила выпуска по срокам погашения. В работе авторов представлены две новации. Во-первых, в ней раскрывается важность трений ликвидности, а именно, понятие, что чем больше эмиссия при заданном сроке погашения, тем ниже цена. Вто-

рое нововведение — техническое. Существуют ограничения в количестве и виде облигаций, которые можно учитывать при оценке управления госдолгом. Целью данной работы является оценка оптимальной структуры погашения задолженности при наличии трений по ликвидности. Государство принимает решение о выпуске облигаций с конечным сроком погашения в рамках непрерывного периода времени. Целью правительства является сглаживание потребления. Оно сталкивается с риском доходов и процентных ставок и может объявить дефолт, когда эти риски материализуются. Ликвидность возникает в связи с тем, что облигации выставляются на аукцион первичным дилерам, которым необходимо время для ликвидации их облигаций после аукциона. Вызванное ценовое воздействие суммируется с помощью одного коэффициента, который увеличивается с ростом затрат на удержание посредников. Авторы характеризуют решение проблемы правительства и показывают, что проблема оптимального выпуска может быть децентрализована. А именно, проблема может быть изучена так, как если бы управляющий делегировал эмиссии в непрерывный поток подчиненных трейдеров. Оптимальным выпуском облигаций с заданным сроком погашения является соотношение относительного стоимостного разрыва к коэффициенту ликвидности. Относительный стоимостной разрыв облигации данного срока погашения представляет собой разницу между ценой облигации на вторичном рынке и внутренней оценкой по отношению к цене на вторичном рынке. Внутренняя оценка — это цена облигаций, рассчитанная с использованием правительственного коэффициента дисконтирования.

В Мексике существует практика, основанная на мониторинге факторов цикличности в целях управления государственным долгом страны. Индекс совпадающих показателей включает в себя совокупность индикаторов, экономические циклы которых аналогичны глобальному индексу экономической активности ОЭСР. Индекс экономической активности Килиана, рассчитанный на основе ежемесячного индекса экономической деятельности с помощью данных производственного сектора и данных о ценах, реализует предварительную оценку реальных показателей ВВП Мексики. Индекс помогает оценить факторы вли-



яния на выбор долговой политики страны, но в тоже время важно учитывать и проводить мониторинг рисков при реализации суверенной политики государственных заимствований.

Иная модель формирования системы управления государственным долгом подразумевает передачу полномочий по осуществлению заимствований агентствам, которые представляют собой независимые органы власти. Примером служит Швеция, где обязанность по управлению государственным долгом поручено полунезависимой структуре в рамках казначейства-администрации государственного долга Швеции. [Kalgina 2018]

### **Заключение**

Подводя итоги, на сегодняшний день Российская Федерация обладает государственным долгом с достаточно сложной структурой, что является одной из актуальных проблем развития экономики нашей страны. Важная часть формирования обоснованной бюджетной политики в России заключается в построении системы управления госдолгом, в том числе для эффективного осуществления бюджетного процесса и функционирования бюджетной системы страны в целом. Сегодня существует множество методов управления государственным долгом, но все они так или иначе направлены на наиболее эффективное и рациональное использования заимствованных средств. Например, программно-целевое управление государственным долгом в рамках государственных программ инновационного характера решает вопросы, которые связаны с эмиссией государственных ценных бумаг в качестве

инвестиционных ресурсов. В процессе оценки управления госдолгом необходим анализ и контроль роста риска инфляционных ожиданий, а также предстоит задача обеспечения получения положительной доходности при умеренном риске в сбалансированных портфелях, которая затруднена в нынешних условиях.

Необходимо обратить внимание на расширение круга долговых инструментов и методов оценки долговой политики, в том числе используемых в международной практике, для управления государственным долгом, что позволит улучшить возможности индивидуальных инвесторов, повысить эффективность на финансовом рынке.

В международной практике нет единой нормы, определяющей оптимальный уровень государственных заимствований. Страны имеют возможность сами определять максимальный уровень задолженности, полагаясь на макроэкономическую ситуацию в стране, учитывая в том числе опыт и методики оценки долговой политики других стран.

Предложенные модели зарубежных авторов могут быть применимы для анализа рисков при управлении государственным долгом нашей страны. Мониторинг экономических циклов на примере Мексики позволит принять решения в выборе направлений государственной бюджетной политики и провести оценку в части управления государственным долгом России, при этом выделив основные факторы, влияющие на долговую политику страны.

### **Список источников**

1. Вавилов 2016 — Вавилов А. П. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления / А. П. Вавилов. Москва : Городец, 2016. 304 с. ISBN: 5-9268-0033-8.
2. Варьяш 2016 — Варьяш И. Ю. Циклические условия монетарной политики / И. Ю. Варьяш // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал = Financial journal. 2015; 4: 53–61. ISSN: 2075-1990.
3. Виханский 1998 — Виханский О. С. Стратегическое управление : Учебник / О. С. Виханский. Москва : Гардарики, 1998. 296 с. ISBN 5-7762-0055-5.
4. Пикулькин 2015 — Пикулькин А. В. Система государственного управления : Учебник / А. В. Пикулькин. Москва : Юнити, 2015. 640 с. ISBN: 978-5-238-01139-4.
5. Пшенинникова 2007 — Пшенинникова Ю. И. Роль долговой политики в перспективном финансовом планировании / Ю. И. Пшенинникова // Проблемы современной экономики = Problems of modern economics. 2007; 3(23). ISSN: 1818-3395.
6. Савинова 2016 — Савинова Е. В. Управление государственным долгом субъектов Российской Федерации / Е. В. Савинова // Приволжский научный вестник = Privolzhsky Scientific Journal. 2016; 2 (54) : 111–116. ISSN: 1995-2511.

7. Филина 2016 — Филина С. Ю. Управление государственными заимствованиями: зарубежная практика / С. Ю. Филина // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал = Financial journal. 2016; 3.: 89–97. ISSN: 2075-1990.
8. Bigio 2019 — Bigio S. A Framework for Debt-Maturity Management / S. Bigio, G. Nuno and Ju. Passadore // NBER Working Paper, 2019. No. w25808. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3383307>.
9. Kalgina 2018 — Kalgina A. Modern models of national debt management in the Russian Federation (Financial-Legal aspect) / A. Kalgina, Yu. Tsaregradskaya // Вопросы государственного и муниципального управления = Public administration issues. 2018; 6: 184-191. DOI: 10.17323/1999-5431-2018-0-6-184-191. ISSN: 1999-5431.
10. Klein 1994 — Klein T. External Debt Management: an Introduction / Tomas M. Klein. Washington D.C., The World Bank. 1994. 234 p. ISBN: 0-8213-2808-5.

### References

1. Vavilov A. P. *Gosudarstvennyy dolg: uroki krizisa i printsipy upravleniya* [Public debt: lessons of the crisis and management principles]. P. Vavilov. Moscow: Gorodets Publ., 2016. 304 p. ISBN: 5-9268-0033-8 (in Russ.).
2. Varyash I. Yu. *Tsiklicheskiye usloviya monetarnoy politiki* [Cyclical conditions of monetary policy]. I. Yu. Varyash. *Financial journal*. 2015; 4: 53–61. ISSN: 2075-1990 (in Russ.).
3. Vikhanskiy O. S. *Strategicheskoye upravleniye* [Strategic management] : Textbook. O. S. Vikhanskiy. Moscow: Gardarika Publ., 1998. 296 p. ISBN 5-7762-0055-5 (in Russ.).
4. Pikulkin A. V. *Sistema gosudarstvennogo upravleniya* [System of public administration] : Textbook. A. V. Pikulkin. Moscow: Unity Publ., 2015. 640 p. ISBN: 978-5-238-01139-4 (in Russ.).
5. Psheninnikova Yu. I. Rol' dolgovoy politiki v perspektivnom finansovom planirovanii [The role of debt policy in prospective financial planning]. Yu. I. Psheninnikova. *Problems of modern economics*. 2007; 3 (23). ISSN: 1818-3395 (in Russ.).
6. Savinova E. V. *Upravleniye gosudarstvennym dolgom sub'yektov Rossiyskoy Federatsii* [Management of the state debt of the constituent entities of the Russian Federation]. E. V. Savinova. *Privolzhskiy Scientific Journal*. 2016; 2 (54): 111–116. ISSN: 1995-2511 (in Russ.).
7. Filina S. Yu. *Upravleniye gosudarstvennymi zaimstvovaniyami: zarubezhnaya praktika* [Management of State Borrowings: Foreign Practice]. S. Yu. Filina. *Financial journal*. 2016; 3: 89–97. ISSN: 2075-1990 (in Russ.).
8. Bigio S. A Framework for Debt-Maturity Management. S. Bigio, G. Nuno and Ju. Passadore. *NBER Working Paper*, 2019. No. w25808. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3383307>.
9. Kalgina A. Modern models of national debt management in the Russian Federation (Financial-Legal aspect). A. Kalgina, Yu. Tsaregradskaya. *Public administration issues*. 2018; 6: 184-191. DOI: 10.17323/1999-5431-2018-0-6-184-191. ISSN: 1999-5431.
10. Klein T. *External Debt Management: an Introduction*. Tomas M. Klein. Washington D.C., The World Bank. 1994. 234 p. ISBN: 0-8213-2808-5.

#### Информация об авторах:

**Марусова Мария Сергеевна** — Финансовый университет при Правительстве РФ, Ленинградский проспект, 49, Москва, 125993, Россия; **Павлова Ирина Владимировна** — доктор экономических наук, профессор, SPIN-код: 3591-3681, Финансовый университет при Правительстве РФ.

#### Information about the authors:

**Marusova Maria S.** – Financial University, 49 Leningradsky Prospekt, 125993, Moscow, Russia. **Pavlova Irina V.** – Doctor of Economics, Professor, SPIN-code: 3591-3681, Financial University.

Статья поступила в редакцию 05.02.2021; одобрена после рецензирования 16.03.2021; принята к публикации 16.03.2021.  
The article was submitted 02/05/2021; approved after reviewing 03/16/2021; accepted for publication 03/16/2021.