ЭВОЛЮЦИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫХ ЗАЙМОВ

И. А. Алексеева, И. А. Петрова

Байкальский государственный университет, г. Иркутск, Российская Федерация

Информация о статье

Дата поступления
10 июля 2018 г.

Дата принятия к печати
9 ноября 2018 г.

Дата онлайн-размещения
27 декабря 2018 г.

Ключевые слова

Государственный долг
Российской Федерации;
государственные ценные
бумаги; облигации
федеральных займов

Аннотация

Рынок государственных ценных бумаг — это важнейший элемент финансового рынка любой страны, которому принадлежит ведущая роль в финансировании государственных расходов и развитии экономики. В настоящее время в составе государственного внутреннего долга Российской Федерации на государственные ценные бумаги приходится более 70 %, при этом более 90 % государственного долга Российской Федерации, выраженного в ценных бумагах, составляют облигации федеральных займов. В статье рассматриваются изменения, произошедшие на рынке облигаций федеральных займов в 2011–2017 гг.; анализируется динамика количественных показателей, характеризующих данный рынок и его место в структуре государственного внутреннего долга Российской Федерации; демонстрируется влияние макроэкономических показателей, долговой политики государства, спроса на облигации федеральных займов, в том числе иностранных владельцев, на развитие рынка государственного долга, появление на нем инструментов нового типа. Рассматриваются перспективы рынка облигаций федеральных займов и ожидаемые тенденции его развития.

EVOLUTION AND PROSPECTS OF THE FEDERAL LOAN BONDS MARKET DEVELOPMENT

Irina A. Alekseeva, Irina A. Petrova

Baikal State University, Irkutsk, the Russian Federation

Article info

Received
July 10, 2018

Accepted
November 9, 2018

Available online
December 27, 2018

Keywords

Public debt of the Russian
Federation; government
securities; federal loan bonds

Abstract

The government securities market is the most crucial element of the financial market in any country that plays an important role in funding of public expenditures and development of the national economy. At present, government securities make up more than 70 % of the internal public debt of the Russian Federation and more than 90 % of the public debt in bonds are federal bonds. Changes in the market of federal loan bonds that took place in 2011–2017 are described in the paper. Trend data characterizing the market and where it belongs to in the structure of the internal public debt of the Russian Federation are analyzed. The paper shows how macroeconomic indicators, debt policy of the country, demand for federal loan bonds, including that by foreign investors, influence development of the public debt market and creation of new types of market instruments. The authors also examine prospects of the federal loan bonds market and the expected trends in its development.

Облигации федеральных займов (ОФЗ)
являются государственными ценными бу-

магами Российской Федерации, выпуска-
ются Министерством финансов РФ в целях

покрытия дефицита федерального бюджета и погашения долговых обязательств¹. ОФЗ относятся к долговым обязательствам Российской Федерации и входят в состав государственного внутреннего долга Российской Федерации.

История рынка облигаций федеральных займов началась в июне 1995 г. с выпуска ОФЗ с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК) [1, с. 142–143]. В 1996 г. начали выпускаться ОФЗ с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД). В 1998 г. в связи с новацией долга по государственным краткосрочным облигациям (ОФЗ-ПК и ОФЗ-ПД, выпущенным до 17 августа 1998 г.) были эмитированы ОФЗ с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФК). В 2002 г. началась эмиссия ОФЗ с амортизацией долга (ОФЗ-АД). В период 2015–2017 гг. появилось три новых вида ОФЗ: ОФЗ с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН), бескупонные ОФЗ (БОФЗ) и ОФЗ для физических лиц (ОФЗ-н).

С 1999 г. ОФЗ становятся основным финансовым инструментом привлечения средств в федеральный бюджет для финансирования расходов государства. Наиболее активно объем государственного внутрен-

него долга по ОФЗ начинает расти с 2009 г. Так, если за 2000–2008 гг. он увеличился с 506,09 млрд р. до 1 244,03 млрд р., или в 2,46 раза, то за следующие девять лет (2009–2017 гг.) — с 1 569,75 млрд р. до 6 778,85 млрд р., или в 4,32 раза (табл. 1). При этом государственный внутренний долг Российской Федерации, выраженный в ценных бумагах, за 2000–2008 гг. вырос в 2,57 раза (с 556,40 млрд р. до 1 427,33 млрд р.) и за 2009–2017 гг. — в 3,39 раза (с 1 843,37 млрд р. до 7 247,12 млрд р.).

Среднегодовые темпы прироста объема государственного внутреннего долга по ОФЗ и государственного внутреннего долга Российской Федерации, выраженного в ценных бумагах, в 2009–2017 гг. составили соответственно 21,14 и 20,45 %, в то время как в 2000–2008 гг. — 10,97 и 10,89 %. Как можно заметить, в анализируемых периодах средний темп прироста государственного внутреннего долга по ОФЗ был выше среднего темпа прироста государственного внутреннего долга Российской Федерации, выраженного в ценных бумагах, на 0,08 и на 0,69 процентного пункта соответственно, что отразилось на доле государственного внутреннего долга по ОФЗ в составе государственного внутреннего долга Российской Федерации, выраженного в ценных бумагах: она уменьшилась с 90,96 % на

Таблица 1

**Динамика государственного внутреннего долга Российской Федерации
в 1995–2017 гг.¹**

Дата	Государственный внутренний долг РФ, млрд р.	В том числе государственный внутренний долг РФ, выраженный в ценных бумагах, млрд р.	Доля государственного внутреннего долга, выраженного в ценных бумагах, %	В том числе государственный внутренний долг по ОФЗ, млрд р.	Доля ОФЗ в составе государственного внутреннего долга РФ, %	Доля государственного внутреннего долга по ОФЗ в составе государственного внутреннего долга РФ, выраженного в ценных бумагах, %	Темп прироста государственного внутреннего долга по ОФЗ, %	Темп прироста государственного внутреннего долга, выраженного в ценных бумагах, %
01.01.1996	187,74	180,28	96,03	7,96	4,24	4,42	–	–
01.01.1997	364,46	347,22	95,27	37,33	10,24	10,75	368,97	92,6
01.01.1998	490,92	487,45	99,29	163,40	33,28	33,52	337,72	40,39
01.01.1999	529,94	529,06	99,83	459,52	86,71	86,86	181,22	8,54
01.01.2000	578,23	577,41	99,86	514,68	89,01	89,14	12,00	9,14
01.01.2001	557,42	556,40	99,82	506,09	90,79	90,96	–1,67	–3,64
01.01.2002	533,51	533,49	100,00	470,45	88,18	88,18	–7,04	–4,12
01.01.2003	679,91	671,29	98,73	624,20	91,81	92,99	32,68	25,83
01.01.2004	682,02	676,44	99,18	649,31	95,20	95,99	4,02	0,77

Дата	Государственный внутренний долг РФ, млрд р.	В том числе государственный внутренний долг РФ, выраженный в ценных бумагах, млрд р.	Доля государственного внутреннего долга, выраженного в ценных бумагах, %	В том числе государственный внутренний долг по ОФЗ, млрд р.	Доля ОФЗ в составе государственного внутреннего долга РФ, %	Доля государственного внутреннего долга по ОФЗ в составе государственного внутреннего долга РФ, выраженного ценных бумагах, %	Темп прироста государственного внутреннего долга по ОФЗ, %	Темп прироста государственного внутреннего долга, выраженного в ценных бумагах, %
01.01.2005	778,47	765,54	98,34	756,77	97,21	98,85	16,55	13,17
01.01.2006	875,43	856,57	97,85	851,10	97,22	99,36	12,46	11,89
01.01.2007	1 064,88	1 033,65	97,07	975,61	91,62	94,38	14,63	20,67
01.01.2008	1 301,15	1 254,47	96,41	1 147,44	88,19	91,47	17,61	21,36
01.01.2009	1 499,82	1 427,33	95,17	1 244,03	82,95	87,16	8,42	13,78
01.01.2010	2 094,73	1 843,37	88,00	1 569,75	74,94	85,16	26,18	29,15
01.01.2011	2 940,39	2 468,14	83,94	2 154,17	73,26	87,28	37,23	33,89
01.01.2012	4 190,55	3 553,22	84,79	2 903,28	69,28	81,71	34,77	43,96
01.01.2013	4 977,90	4 071,30	81,79	3 296,73	66,23	80,97	13,55	14,58
01.01.2014	5 722,24	4 432,39	77,46	3 734,83	65,27	84,26	13,29	8,87
01.01.2015	7 241,17	5 475,71	75,62	4 693,16	64,81	85,71	25,66	23,54
01.01.2016	7 307,61	5 573,09	76,26	4 990,54	68,29	89,55	6,34	1,78
01.01.2017	8 003,46	6 100,35	76,22	5 632,79	70,38	92,34	12,87	9,46
01.01.2018	8 689,64	7 247,12	83,40	6 778,85	78,01	93,54	20,35	18,8

* Составлена по данным Министерства финансов РФ.

конец 2000 г. до 87,16 % к началу 2009 г., а затем начала расти и составила 93,54 % в 2017 г. (см. табл. 1).

Аналогичные тенденции наблюдались и в динамике доли государственного долга по ОФЗ в составе совокупного государственного внутреннего долга Российской Федерации: за 2000–2008 гг. она снизилась с 90,79 до 82,95 % при одновременном росте доли государственных гарантий, предоставленных Российской Федерацией, а в период 2009–2017 гг., напротив, выросла с 74,94 до 78,01 %.

Однако динамика доли государственного внутреннего долга по ОФЗ в составе государственного внутреннего долга Российской Федерации, выраженного в ценных бумагах, неравномерна: наблюдаются периоды как ее повышения, так и снижения:

– в период 2001–2005 гг. она росла, увеличившись с 88,18 до 99,36 %, что было вызвано увеличением объемов выпуска ОФЗ-ПД и ОФЗ-АД в связи с ростом спроса национальных инвесторов на ОФЗ, имевшие повышенные процентные ставки купонного дохода, из-за возможности получить доход

на разнице процентных ставок с помощью стратегии carrytrade²;

– начиная с 2006 г. она начала снижаться и в 2012 г. составила 80,97 %, что было связано с началом выпуска в декабре 2006 г. нового вида государственных ценных бумаг — государственных сберегательных облигаций;

– с января 2013 г. вновь наступил период роста доли государственного внутреннего долга по ОФЗ в составе государственного внутреннего долга Российской Федерации, выраженного в ценных бумагах. В эти годы наблюдается увеличение объемов выпуска ОФЗ с 1 578,30 млрд р. в 2013 г. до 1 711,99 млрд р. в 2017 г., связанное с ростом спроса со стороны инвесторов-нерезидентов, что подтверждается ростом их доли среди всех владельцев ОФЗ с 19,9 % на начало 2013 г. до 33,1 % в январе 2018 г. Повышению

² Carrytrade — стратегия заимствования по низким ставкам с последующим инвестированием привлеченных денежных средств в финансовые активы с более высокой доходностью. Используется участниками валютного и фондового рынков с целью получения дохода от положительной разницы процентных ставок привлечения и размещения в разных валютах или на разные сроки.

привлекательности ОФЗ среди нерезидентов послужило улучшение ситуации в экономике и повышение рейтингового прогноза России в иностранной и национальной валютах со стабильного до позитивного, данного международным рейтинговым агентством Fitch [2, с. 112–113].

Проведем анализ объемов и структуры государственного внутреннего долга по ОФЗ за 2011–2017 гг. (табл. 2).

Анализ данных, содержащихся в табл. 2, свидетельствует, что в структуре задолженности по ОФЗ основная доля приходится на ОФЗ-ПД: в отдельные годы она составляла от 54,17 % (2016 г.) до 71,99 % (2013 г.); в 2011–2013 гг. она выросла с 62,82 до 71,99 % в связи с ориентацией Министерства финансов РФ преимущественно на эмиссию данного вида ОФЗ (объем выпуска ОФЗ-ПД за эти годы вырос с 718,36 млрд р. до 1 578,3 млрд р., или в 2,2 раза) и его привлекательностью для рыночных инвесторов в условиях низкой волатильности³, а также в связи с ростом

спроса нерезидентов и банков с избытком ликвидности на ОФЗ-ПД [2, с. 112].

Однако в 2014 г. доля ОФЗ-ПД в структуре государственного внутреннего долга по ОФЗ стала снижаться, и за два года, 2014–2015 гг., она упала до 54,36 %. Это произошло из-за переориентации эмитента — Министерства финансов РФ — на выпуск другого вида облигаций федеральных займов — ОФЗ с переменным купонным доходом. Переход на выпуск ОФЗ-ПК не соответствовал утвержденной долговой политике государства на 2013–2015 гг., согласно которой приоритетным должен был быть выпуск ОФЗ-ПД. В результате переориентации на выпуск ОФЗ-ПК объем эмиссии ОФЗ-ПД по сравнению с 2013 г. снизился до 163,48 млрд р. в 2014 г. и 435,05 млрд р. в 2015 г. Одновременно снизились расходы по обслуживанию долга по ОФЗ-ПД: в 2015 г. на 184,8 млрд р. (годом ранее они состав-

политики Российской Федерации на 2017–2019 гг. URL: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/02/main/Dolgovaya_politika_2017-2019.pdf.

³ Основные направления государственной долговой

Таблица 2

Динамика и структура задолженности по ОФЗ в 2011–2017 гг.*

Дата	Показатель	БОФЗ	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-АД	ОФЗ-н	ОФЗ-ИН	Государственный внутренний долг по ОФЗ
01.01.2012	Сумма, млрд р.	–	–	1 823,70	1 079,58	–	–	2 903,28
	Удельный вес, %	–	–	62,82	37,18	–	–	100,00
01.01.2013	Сумма, млрд р.	–	–	2 248,15	1 048,58	–	–	3 296,73
	Удельный вес, %	–	–	68,19	31,81	–	–	100,00
01.01.2014	Сумма, млрд р.	–	–	2 688,85	1 045,98	–	–	3 734,83
	Удельный вес, %	–	–	71,99	28,01	–	–	100,00
01.01.2015	Сумма, млрд р.	103,58	1 000,00	2 551,03	1 038,56	–	–	4 693,17
	Удельный вес, %	2,21	21,31	54,36	22,13	–	–	100,00
01.01.2016	Сумма, млрд р.	–	1 347,26	2 710,35	791,17	–	141,77	4 990,55
	Удельный вес, %	–	27,00	54,31	15,85	–	2,84	100,00
01.01.2017	Сумма, млрд р.	–	1 737,99	3 051,10	680,06	–	163,63	5 632,78
	Удельный вес, %	–	30,85	54,17	12,07	–	2,90	100,00
01.01.2018	Сумма, млрд р.	–	1 748,44	4 283,62	538,84	39,16	168,79	6 778,85
	Удельный вес, %	–	25,79	63,19	7,95	0,58	2,49	100,00

* Составлена по данным Министерства финансов РФ.

ляли 194,4 млрд р.⁴). Смещение акцента на выпуск ОФЗ-ПК было связано с сокращением спроса на ОФЗ-ПД со стороны иностранных инвесторов из-за негативных тенденций в экономике Российской Федерации, в частности из-за ослабления курса рубля к доллару и евро, снижения кредитного рейтинга страны международными рейтинговыми агентствами Standard & Poor's и Moody's, введения странами ЕС и США санкций.

В 2016 г. доля ОФЗ-ПД в структуре государственного внутреннего долга по ОФЗ продолжила снижение: за год она уменьшилась на 0,17 процентного пункта до 54,17 %, что было связано с ростом объема погашения ОФЗ-ПД в этом году на 67,07 млрд р. до 342,8 млрд р. За 2017 г. она увеличилась на 8,83 процентного пункта до 63,19 % (объем эмиссии этого вида ОФЗ по сравнению с 2016 г. вырос на 773,96 млрд р., или на 113,22 %, до 1 457,52 млрд р.), прежде всего в связи с проведением обменных операций неликвидных выпусков ОФЗ-АД на ОФЗ-ПД и продолжившимся ростом спроса нерезидентов на ОФЗ-ПД, вызванным снижением ключевой ставки Банка России и темпов инфляции, стабилизацией экономики в целом, ожиданиями дальнейшего смягчения Банком России денежно-кредитной политики и улучшением прогноза суверенного кредитного рейтинга Российской Федерации со стабильного на позитивный, данного международными рейтинговыми агентствами Standard & Poor's и Fitch.

Еще одной тенденцией на рынке ОФЗ в период 2014–2015 гг. было возобновление в конце 2014 г. эмиссии ОФЗ-ПК в связи с принятием Министерством финансов РФ решения об использовании эмитированных выпусков ОФЗ-ПК на докапитализацию банковской системы Российской Федерации. Общий объем эмиссии облигаций по номинальной стоимости составил 2 трлн р., из этой суммы 1 трлн р. облигаций был направлен в виде имущественного вноса в государственную корпорацию «Агентство по страхованию вкладов», остальные облигации на 1 трлн р. были размещены по закрытой подписке⁵. В результате доля ОФЗ-ПК в составе государственного внутреннего долга по ОФЗ на начало 2015 г. была равна 21,31 %. При этом по ОФЗ-ПК, эмитированным с 2015 г.,

поменялся порядок расчета ставки купонного дохода: она стала устанавливаться на основе ставки РУОНИА⁶ — одного из основных индикаторов российского денежного рынка [3, с. 14]. Эмиссия ОФЗ-ПК при новом порядке формирования ставки купонного дохода была оправданным шагом. В условиях повышенной волатильности процентных ставок и экономической неопределенности, вызванной введением санкций, снижением кредитного рейтинга Российской Федерации и ослаблением курса рубля к доллару и евро, ОФЗ-ПК имели меньшую волатильность цен и большую защиту от процентного риска при инвестировании, чем ОФЗ-ПД, что обеспечило привлекательность инструмента для инвесторов⁷. К тому же расходы по ОФЗ-ПД за счет фиксации процентной ставки могли быть объективно завышены, что привело бы к ограничению спроса на них.

Размещение ОФЗ-ПК обусловило рост их доли в составе государственного внутреннего долга по ОФЗ до 27,00 % к концу 2015 г., в 2016 г. — до 30,85 %, при этом объем эмиссии ОФЗ-ПК за два года вырос с 347,26 до 390,74 млрд р. В 2017 г. доля ОФЗ-ПК сократилась на 5,06 процентного пункта до 25,79 % из-за снижения объемов эмиссии ОФЗ-ПК до 210,45 млрд р. и увеличения объема эмиссии ОФЗ-ПД, что было вызвано понижающим трендом процентных ставок на рынке и относительной стабильностью экономики.

В результате анализа рынка ОФЗ также было выявлено, что начиная с 2012 г. Министерство финансов РФ не выпускало облигации федерального займа с амортизацией долга и, кроме того, с июля-августа 2015 г. стало проводить операции по обмену ОФЗ-АД неликвидных выпусков на ОФЗ-ПД. В результате доля ОФЗ-АД в структуре задолженности по ОФЗ снизилась с 37,18 до 7,95 %. Сокращению доли ОФЗ-АД в структуре задолженности по ОФЗ также способствовало снижение спроса на ОФЗ-АД со стороны пенсионных фондов вследствие замораживания пенсионных накоплений в 2014–2016 гг. и повышенный спрос инвесторов-нерезидентов на ОФЗ других видов — ОФЗ-ПК и ОФЗ-ПД [2, с. 113].

Необходимость обменных операций была продиктована возросшими расходами

⁴ Исполнение федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2015 год. URL: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2016/09/main/Ispolnenie_budzheta_2015.pdf.

⁵ Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017–2019 гг. URL: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/02/main/Dolgovaya_politika_2017-2019.pdf.

⁶ Ставка RUONIA — это индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка «овернайт» российского межбанковского рынка, которая отражает оценку стоимости необеспеченного заимствования банком с минимальным кредитным риском (URL: http://www.cbr.ru/hd_base/ruonia).

⁷ О государственной долговой политике // Финансы. 2017. № 2. С. 4.

по обслуживанию ОФЗ-АД. Их обмен на ОФЗ-ПД позволил снизить расходы на обслуживание государственного внутреннего долга по ОФЗ на 66,7 млрд р. и увеличить срок до погашения облигаций⁸. В результате проведения операций обмена ОФЗ-АД были погашены на сумму 199,97 млрд р., а государственный долг по ОФЗ-ПД увеличился на 156,34 млрд р.⁹ Обменные операции в рамках управления государственным долгом Министерство финансов РФ продолжило в 2016–2017 гг. В 2016 г. в целях увеличения ликвидности рынка ОФЗ на аукционной основе был совершен обмен восемью выпусков ОФЗ-АД на сумму 63,7 млрд р. на три выпуска ОФЗ-ПД совокупной номинальной стоимостью 56,4 млрд р., в результате чего государственный долг сократился на 7,4 млрд р.¹⁰ В 2017 г. Министерство финансов РФ обменяло семь выпусков ОФЗ-АД общей суммой 58,4 млрд р. на пять выпусков ОФЗ-ПД в размере 54,9 млрд р., что привело к сокращению государственного внутреннего долга страны на 3,54 млрд р. В результате обменных операций расходы на обслуживание внутреннего долга по государственным ценным бумагам в 2017 г. сократились на 18,82 млрд р.¹¹ Тем не менее задолженность по ОФЗ-АД по-прежнему составляет значительную долю задолженности по ОФЗ¹² — почти 8,00 % и 7,74 % — в государственном внутреннем долге Российской Федерации, выраженном в ценных бумагах.

В 2015 г. Министерство финансов РФ приступило к выпуску нового вида облигаций федеральных займов — ОФЗ с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН). Владельцы ОФЗ-ИН имеют право на получение номинальной стоимости облигации при ее погашении и на получение постоянного купонного дохода в виде процента к номинальной стоимости облигации. Особенность ОФЗ-ИН состоит в том, что номинальная стоимость облигации в дату

размещения составляет 1 тыс. р., а затем в каждый последующий день номинальная стоимость увеличивается исходя из роста индекса потребительских цен на товары и услуги по Российской Федерации¹³. Благодаря особенности расчета номинальной стоимости, ОФЗ-ИН предоставляют возможность своим владельцам хеджировать риски от резких скачков инфляции, что делает их привлекательными для инвесторов, которым необходимо обеспечить эффективность вложений [4, с. 7–8]. Основными предпосылками появления данного вида ОФЗ стали нестабильность национальной валюты, желание государства привлечь на рынок ОФЗ новых инвесторов-нерезидентов¹⁴, а также национальных инвесторов в лице управляющих пенсионными средствами и негосударственные пенсионные фонды, которым, чтобы сберечь пенсионные накопления, необходимо инвестировать в прибыльные активы, полученный доход по которым превышает инфляцию.

Эмиссия ОФЗ-ИН вызвала большой интерес у инвесторов: совокупный спрос на облигации (185,3 млрд р.) в 2,6 раза превысил совокупное предложение (71,14 млрд р.). В результате размещения ОФЗ-ИН было привлечено 18 % от общего объема средств в рамках программы государственных внутренних заимствований [3, с. 5]. Доля данного вида ОФЗ в составе государственного внутреннего долга по ОФЗ к концу 2015 г. составила 2,84 %.

В 2016 г. Министерство финансов РФ осуществило два доразмещения ОФЗ-ИН совокупным объемом 12,163 млрд р. (доля ОФЗ-ИН в 2016 г. выросла до 2,9 %), при этом совокупный спрос на облигации (28,058 млрд р.) в 1,75 раза превысил совокупный объем предложения (16,031 млрд р.). В 2017 г. ОФЗ-ИН не выпускались (их доля в составе государственного внутреннего долга по ОФЗ на конец года снизилась до 2,5 %).

Другой тенденцией, выявленной в ходе анализа динамики государственного внутреннего долга по ОФЗ, является размещение в конце декабря 2014 г. первого выпуска бескупонных облигаций федерального займа сроком на три месяца объемом 103,58 млрд р. Его эмиссия была проведена

⁸ Исполнение федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2015 год. URL: https://www.minfin.ru/ru/document/?id_4=114089.

⁹ К проекту федерального закона «Об исполнении федерального бюджета за 2015 год» [Электронный ресурс]: поясн. записка // СПС «Консультант Плюс».

¹⁰ Бюджет-2017: возвращение к трехлетнему циклу // Финансы. 2017. № 1. С. 5.

¹¹ Пояснительная записка к отчету об исполнении федерального бюджета за 9 месяцев 2017 года. URL: https://www.minfin.ru/ru/document/?id_4=121463.

¹² Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017–2019 гг. URL: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/02/main/Dolgovaya_politika_2017-2019.pdf.

¹³ Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа с индексируемым номиналом [Электронный ресурс]: приказ Минфина России от 22 мая 2015 г. № 80н // СПС «Консультант-Плюс».

¹⁴ ОФЗ с защитой от инфляции: новый инструмент — новые возможности. URL: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2015/07/main/OFZ-IL_presentation_final_1.pdf.

в рамках операций по управлению ликвидностью, связанных с финансированием инфраструктурных проектов за счет Фонда национального благосостояния Российской Федерации¹⁵. В результате удельный вес БОФЗ в государственном внутреннем долге по ОФЗ на начало 2015 г. составил 2,21 %. В последующие годы облигации данного вида ОФЗ не выпускались.

В период 2011–2017 гг. на рынке ОФЗ имела место еще одна тенденция — рост участия инвесторов-нерезидентов, доля которых в январе 2018 г. достигла рекордного для рынка значения — 33,1 %. Доля иностранных владельцев ОФЗ начала расти с 2012 г., за год ее значение увеличилось с 3,7 до 19,9 % (табл. 3). Это было вызвано либерализацией условий доступа нерезидентов на внутренний рынок ОФЗ посредством открытия в российском центральном депозитарии в феврале 2013 г. счетов номинального держателя для иностранных расчетно-клиринговых организаций и предоставления иностранным инвесторам возможности осуществления расчетов по ОФЗ через счета в международных депозитарно-клиринговых системах «Евроклир» и «Клирстрим» [2, с. 120–121].

В 2014 г. участие нерезидентов на рынке ОФЗ уменьшилось до 18,7 % в результате выпуска ОФЗ-ПК в рамках докапитализации банковской системы и в целом снижения спроса нерезидентов на ОФЗ [5, с. 44] и вновь начало расти с марта 2015 г. Причинами роста стали повышение кредитных рейтингов от ведущих мировых агентств, укрепление курса рубля, восстановление цен на нефть и уменьшение ключевой ставки Банка России, произошедшее из-за стабилизации инфляции и снижения инфляционных ожиданий. Это привело к снижению цен на ОФЗ, в результа-

те которого доходность по российским государственным ценным бумагам стала выше, чем по ценным бумагам иных развивающихся государств, за исключением Аргентины, Турции и Бразилии, что в конечном итоге сделало ОФЗ привлекательными для инвесторов-нерезидентов. При этом иностранные инвесторы преимущественно вкладывались в долгосрочные ОФЗ, что связано с ростом предложения данных выпусков на аукционах.

По оценкам специалистов, значительная доля иностранных владельцев ОФЗ может быть небезопасна, поскольку при ухудшении экономической ситуации в России данная категория инвесторов может массово уйти, что повлечет за собой негативные последствия для самого рынка ОФЗ и в виде дополнительной нагрузки на бюджет [2, с. 121–123; 6, с. 64]. Поэтому активность нерезидентов на рынке ОФЗ является объектом мониторинга со стороны Министерства финансов РФ и Банка России¹⁶. Реализация риска, связанного с ростом доли нерезидентов на рынке ОФЗ, зависит от «качества» иностранных инвесторов: при преобладании в их структуре спекулятивных инвесторов риски будут высоки. Учитывая, что в структуре иностранных инвесторов достаточна доля долгосрочных инвесторов-нерезидентов, представленных крупными инвестиционными и пенсионными фондами, влияние таких рисков не представляется высоким.

26 апреля 2017 г. на рынке государственного долга появился новый вид ОФЗ, предназначенных исключительно для населения, — ОФЗ для физических лиц (ОФЗ-н). Это нерыночные среднесрочные облигации, номинальная стоимость которых составляет 1 тыс. р.¹⁷ Минимальная стоимость приоб-

¹⁶ О государственной долговой политике.

¹⁷ Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа для физических лиц [Электронный ресурс] : приказ Минфина России от 15 марта 2017 г. № 38н // СПС «КонсультантПлюс».

¹⁵ Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017–2019 гг.

Таблица 3

Динамика доли нерезидентов — держателей ОФЗ в 2011–2017 гг.*

Дата	Объем рынка ОФЗ, млрд р.	В том числе ОФЗ, принадлежащие нерезидентам	
		млрд р.	%
01.01.2012	2 903	107	3,70
01.01.2013	3 297	655	19,90
01.01.2014	3 735	894	23,90
01.01.2015	4 693	877	18,70
01.01.2016	4 991	1 071	21,50
01.01.2017	5 633	1 517	26,90
01.01.2018	6 740	2 230	33,10

* Составлена по данным Министерства финансов РФ.

ретаемых физическим лицом облигаций — 30 тыс. р., максимальная — 15 млн р.¹⁸ Министерство финансов РФ до начала размещения облигаций заявило, что не предполагает использование ОФЗ данного вида в качестве основного инструмента государственных заимствований¹⁹, а преследует иные цели: развитие внутреннего рынка капитала страны, диверсификация структуры инвесторов, приучение населения к долгосрочным вложениям, повышение финансовой грамотности граждан с целью приобретения ими практического опыта работы с ценными бумагами как инструментом, способствующим сохранению и приумножению средств [7, с. 22]. Доля ОФЗ-н в составе государственного внутреннего долга по ОФЗ пока не высокая — 0,58 %.

Первый выпуск ОФЗ для физических лиц имел повышенный спрос, в результате чего были эмитированы дополнительный объем первого выпуска ОФЗ-н в июне 2017 г. и новый, второй, выпуск ОФЗ-н в сентябре 2017 г. объемом 15 млрд р. каждый. Повышенный спрос российских граждан на облигации мог быть связан с тем, что купонная доходность ОФЗ-н выше ставки процента по длинным депозитам крупных банков. То, что государство для стимулирования спроса на ОФЗ-н будет применять по ним процентные ставки более высокие, чем по вкладам, было ожидаемо. Величина ставки купонного процента является значимым фактором для тех инвесторов, которые уже имеют вклады в банках в размере выше страховой суммы 1,4 млн р., поскольку данная категория инвесторов ввиду нисходящего тренда ставок по вкладам ищет альтернативные объекты для инвестиций [8, с. 37]. Выпуск ОФЗ для физических лиц смог упростить доступ граждан к рынку ОФЗ и позволил обезопасить их от рыночных рисков, оценка которых требует особых знаний²⁰. Кроме того, эмиссия ОФЗ-н может быть полезна в рамках одного из основных направлений денежно-кредитной политики по таргетированию инфляции до 4 %, поскольку через размещение ОФЗ-н можно абсорбировать часть денег, находящихся в распоряжении физических лиц.

¹⁸ Об эмиссии облигаций федерального займа для физических лиц выпуска № 53001RMFS [Электронный ресурс] : приказ Минфина России от 24 апр. 2017 г. № 323 // СПС «КонсультантПлюс».

¹⁹ Облигации федерального займа для населения (ОФЗ-н) — новый инструмент для сбережений россиян. URL: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/04/main/2017.03.23_Prezentatsiya_OFZ-n.pdf.

²⁰ Облигации для народа // Финансы. 2017. № 3. С. 33.

Таким образом, анализ рынка ОФЗ за 2011–2017 гг. позволил выявить следующие основные тенденции его развития:

- возобновление в конце 2014 г. выпуска облигаций федерального займа с переменным купонным доходом и изменение порядка расчета процентной ставки купонного дохода по данному виду ОФЗ;
- отказ от эмиссии облигаций федерального займа с амортизацией долга;
- появление новых видов ОФЗ: в конце 2014 г. — бескупонных облигаций федерального займа, в 2015 г. — облигаций федерального займа с индексируемым номиналом, в 2017 г. — облигаций федерального займа для физических лиц;
- рост участия нерезидентов — держателей ОФЗ.

Изменения на рынке ОФЗ в последние годы касаются роста объемов эмиссии, совершенствования параметров отдельных видов ОФЗ, появления новых видов ОФЗ, повышения интереса к ОФЗ нерезидентов, российских граждан и институциональных инвесторов.

Тенденции в развитии рынка ОФЗ свидетельствуют о постоянном интересе эмитента ОФЗ — Министерства финансов РФ к данному виду государственных облигаций, которое рассматривает его в качестве основного инструмента формирования государственного внутреннего долга и управления им.

В Основных направлениях государственной долговой политики Российской Федерации на период 2017–2019 гг. при осуществлении государственных заимствований путем выпуска ценных бумаг предусматривается использование двух видов облигаций федеральных займов — ОФЗ-ПД и ОФЗ-ПК. Приоритет использования конкретного вида ОФЗ будет зависеть от ситуации на рынке и волатильности процентных ставок. Так, в условиях относительной стабильности на рынке и снижения процентных ставок Министерство финансов РФ предполагает делать акцент на размещении средне- и долгосрочных ОФЗ-ПД, а в периоды повышенной волатильности процентных ставок — на выпуске инструментов с изменяющимся уровнем дохода — ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН. При этом эмиссия ОФЗ-ИН рассматривается не как значимый источник привлечения средств для финансирования дефицита федерального бюджета, а как ориентир по стоимости заимствований для корпоративных заемщиков и индикатор, отражающий инфляционные ожидания участников рынка²¹. Предполагается, что эмиссия

²¹ Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017–2019 гг.

облигаций с изменяющимся уровнем дохода (ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН) станет одним из способов минимизации стоимости привлечения государством заемных средств на длительный срок в условиях, когда процентные ставки по инструментам с фиксированным доходом (ОФЗ-ПД) объективно завышены. Но поскольку выпуск таких облигаций связан с риском роста стоимости обслуживания долга в будущем, то эмиссия данных инструментов должна контролироваться.

Учитывая сохранение в портфелях участников рынка значительного объема неликвидных государственных ценных бумаг, размещенных в предыдущие годы, Министерство финансов РФ предусматривает продолжение начатой в 2015 г. практики обмена этих бумаг на ОФЗ-ПД в целях дальнейшего повышения ликвидности рынка ОФЗ. Это будет способствовать росту доли государственных ценных бумаг Российской Федерации в глобальных индексах облигаций и стимулировать спрос со стороны нерезидентов.

Ожидаемая тенденция на рынке ОФЗ — появление облигаций федеральных займов, номинированных в юанях. Основными аргументами в пользу выбора национальной валюты КНР в качестве валюты выпуска облигаций являются высокая емкость внутреннего долгового рынка Китая, внушительный потенциал юаня как новой резервной валюты, а также важность развития двустороннего сотрудничества с этой страной в финансово-экономической сфере. ОФЗ, номинированные в юанях, на общую сумму 6 млрд юаней (около 1 млрд дол. США) предполагалось выпустить еще в октябре 2016 г., однако размещение не состоялось ввиду введения китайскими регуляторами ограничений по инвестиционной деятельности за рубежом и сложности с получением новых квот для китайских квалифицированных институциональных инвесторов. Основной целью эмиссии ОФЗ в юанях является привлечение новой категории инвесторов на российский рынок в целях его

развития. Данные облигации федерального займа будут предназначаться для инвесторов из Гонконга и континентального Китая (внутренних инвесторов). Для выпуска ОФЗ в юанях подготовлена вся необходимая техническая и нормативная база [9, с. 30–31]²².

Перспективы развития рынка ОФЗ зависят прежде всего от темпов экономического развития страны, определяющих объемы государственных внутренних заимствований, от состояния долгового рынка и спроса инвесторов на ОФЗ. Вместе с тем реализация целей и задач развития страны на период до 2024 г., которые нашли отражение в указе Президента РФ от 7 мая 2018 г. № 204, подписанном в соответствии с посланием Президента РФ Федеральному Собранию от 1 марта 2018 г., связанных с осуществлением прорывного научно-технологического и социально-экономического развития Российской Федерации, требует значительного объема ресурсов — 25 трлн р., из которых 8 трлн р. необходимо еще изыскать. Одним из возможных путей обеспечения данных расходов является увеличение объемов государственных заимствований. В частности, предполагается выпустить ОФЗ не менее чем на 3 трлн р., как было озвучено в мае 2018 г. на Петербургском международном экономическом форуме, и в течение шести лет создать фонд для финансирования инфраструктуры. Это является свидетельством того, что потенциал развития рынка облигаций федеральных займов существен и интерес к нему у всех участников рынка — эмитента государственных ценных бумаг Российской Федерации Министерства финансов Российской Федерации, инвесторов и генерального агента — Центрального банка Российской Федерации — остается высоким.

²² В Условия эмиссии и обращения облигаций федерального займа с постоянным купонным доходом (утв. приказом Министерства финансов РФ от 16 авг. 2001 г. № 65н) были внесены изменения, согласно которым номинальная стоимость ОФЗ-ПД может быть выражена в валюте государства — участника БРИКС и (или) государства — члена Шанхайской организации сотрудничества.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов. — М. : Инфра-М, 2016. — 378 с.
2. Абрамов А. Е. Российский финансовый рынок: факторы развития и барьеры роста / А. Е. Абрамов. — М. : Изд-во Ин-та Гайдара, 2017. — 202 с.
3. Ермак А. Рублевый облигационный рынок: предварительные итоги года / А. Ермак // Рынок ценных бумаг. — 2015. — № 10. — С. 11–17.
4. Кузнецов В. Анализ выпуска индексируемых облигаций в российской и мировой практике / В. Кузнецов, К. Кузнецов // Статистика и экономика. — 2016. — № 1. — С. 6–9.
5. Беляков И. Перспективы спроса на российский внутренний долг / И. Беляков // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. — 2017. — № 1. — С. 39–51.
6. Ершов М. О перспективах финансовой стабильности на современном этапе / М. Ершов // Деньги и кредит. — 2017. — № 6. — С. 59–65.

7. Клещев С. Привлекательность ОФЗ для частного инвестора выросла многократно / С. Клещев // Рынок ценных бумаг. — 2015. — № 9. — С. 20–22.
8. Обухова Е. Приучение к инвестициям / Е. Обухова // Эксперт. — 2017. — № 10. — С. 36–37.
9. Андреев В. Облигации в юанях как альтернативный источник заемных ресурсов / В. Андреев // Деньги и кредит. — 2017. — № 5. — С. 28–31.

REFERENCES

1. Galanov V. A. *Rynok tsennykh bumag* [Securities Market]. Moscow, Infra-M Publ., 2016. 378 p.
2. Abramov A. E. *Rossiiskii finansovyi rynek: faktory razvitiya i bar'ery rosta* [The Russian financial market: drivers of development and constraints to growth]. Moscow, Gaidar Institute Publ., 2017. 202 p.
3. Ermak A. Ruble Bond Market: Preliminary Year Results. *Rynok tsennykh bumag = Stock Market*, 2015, no. 10, pp. 11–17. (In Russian).
4. Kuznetsov V. The analysis of issue of the indexed bonds in the Russian and world practice. *Statistika i ekonomika = Statistics and Economics*, 2016, no. 1, pp. 6–9. (In Russian).
5. Belyakov I. Prospects of Demand for Russia's Ruble-Denominated Debt. *Nauchno-issledovatel'skii finansovyi institut. Finansovyi zhurnal = Financial Journal*, 2017, no. 1, pp. 39–51. (In Russian).
6. Ershov M. Financial Stability Outlook: Modern Stage. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2017, no. 6, pp. 59–65. (In Russian).
7. Kleshchev S. Attractiveness of federal loan bonds for private investors has grown manyfold. *Rynok tsennykh bumag = Stock Market*, 2015, no. 9, pp. 20–22. (In Russian).
8. Obukhova E. Education in Investing. *Ekspert = Expert*, 2017, no. 10, pp. 36–37. (In Russian).
9. Andreev V. Yuan-denominated Bonds as an Alternative Source of Borrowing. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2017, no. 5, pp. 28–31. (In Russian).

Информация об авторах

Алексеева Ирина Анатольевна — кандидат экономических наук, доцент, кафедра финансов и финансовых институтов, Байкальский государственный университет, 664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11, e-mail: ialekseeva28_02@mail.ru.

Петрова Ирина Алексеевна — студент, Байкальский государственный университет, 664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11, e-mail: i.petrova96@mail.ru.

Для цитирования

Алексеева И. А. Эволюция и перспективы развития рынка облигаций федеральных займов / И. А. Алексеева, И. А. Петрова // Известия Байкальского государственного университета. — 2018. — Т. 28, № 4. — С. 640–649. — DOI: 10.17150/2500-2759.2018.28(4).640-649.

Authors

Irina A. Alekseeva — Ph. D. in Economics, Associate Professor, Department of Finance and Financial Institutions, Baikal State University, 11 Lenin St., 664003, Irkutsk, the Russian Federation, e-mail: ialekseeva28_02@mail.ru.

Irina A. Petrova — Student, Baikal State University, 11 Lenin St., 664003, Irkutsk, the Russian Federation, e-mail: i.petrova96@mail.ru.

For Citation

Alekseeva I. A., Petrova I. A. Evolution and Prospects of the Federal Loan Bonds Market Development. *Izvestiya Baykal'skogo gosudarstvennogo universiteta = Bulletin of Baikal State University*, 2018, vol. 28, no. 4, pp. 640–649. DOI: 10.17150/2500-2759.2018.28(4).640-649. (In Russian).