

DOI: 10.26794/1999-849X-2021-14-3-110-120  
УДК 336.276;336.648(045)  
JEL G120, H630

# Рынок государственного долга как фактор развития финансовой инфраструктуры в российской экономике

И.С. Букина

Финансовый университет, Москва, Россия  
<http://orcid.org/0000-0002-9289-2899>

## АННОТАЦИЯ

*Актуальность анализа* рынка государственного долга объясняется возникновением в экономике новой тенденции – роста государственной задолженности в условиях замедления темпов экономического роста и снижения процентных ставок. *Предметы исследования* – рынок государственных облигаций и его влияние на развитие финансовой инфраструктуры в России. *Цель работы* – оценка рынка государственного долга в структуре фондового рынка России и его потенциала воздействия на развитие финансовой инфраструктуры. Проведенное исследование показало, что развитие рынка государственного долга в России стимулировало становление и развитие фондового рынка, что стало определяющим фактором для совершенствования финансовой инфраструктуры. Однако неэффективное управление рыночным долгом не только привело к дефолту и краху рынка государственных облигаций в 1998 г., но и существенно замедлило развитие финансового рынка и, как следствие, его инфраструктуры. В 2002–2008 гг. благоприятное соотношение процентных ставок и темпов экономического роста позволяло Правительству РФ размещать долг без риска его наращивания. После кризиса 2008 г. потребность в развитии рынка государственного долга на фоне благоприятной конъюнктуры сырьевого рынка позволила нарастить объемы размещения государственных ценных бумаг. В сочетании с появлением новых инструментов государственных заимствований это способствовало возникновению очередного стимула к развитию финансовой инфраструктуры и появлению новых инструментов инвестирования, в том числе ориентированных на население. В работе *сделаны выводы* о том, что к 2020 г. удалось в целом сформировать необходимую инфраструктуру для оперативного увеличения государственного долга в целях финансирования непредвиденного дефицита федерального бюджета. В то же время снижение реальных ставок процента после 2014 г. оказалось недостаточным, чтобы перекрыть низкие темпы экономического роста, создав тем самым угрозу быстрого наращивания долгового бремени.

**Ключевые слова:** дефицит бюджета; государственный долг; облигации федерального займа; рынок облигаций; финансовая инфраструктура; управление государственным долгом

**Для цитирования:** Букина И.С. Рынок государственного долга как фактор развития финансовой инфраструктуры в российской экономике. *Экономика. Налоги. Право.* 2021;14(3):110-120. DOI: 10.26794/1999-849X-2021-14-3-110-120

# The Public Debt Market as a Factor in the Development of Financial Infrastructure in the Russian Economy

I.S. Bukina

Financial University, Moscow, Russia  
<http://orcid.org/0000-0002-9289-2899>

## ABSTRACT

*The relevance of the analysis* of the public debt market is explained by the emergence of a new trend – the growth of public debt in the context of slowing economic growth and lower interest rates. *The subjects of the research* are the government bond market and its impact on the development of the financial infrastructure in Russia. *The purpose of the work* is to assess the public debt market in the structure of the Russian stock market and its potential impact on the

development of financial infrastructure. The study showed that the development of the public debt market in Russia stimulated the formation and development of the stock market, which became a determining factor for improving the financial infrastructure. However, poor management of market debt not only led to the default and collapse of the government bond market in 1998, but also significantly slowed down the development of the financial market and, as a result, its infrastructure. In 2002–2008, the favorable ratio of interest rates and economic growth rates allowed the Russian Government to place debt without the risk of increasing it. After the 2008 crisis, the need for the development of the government debt market, combined with a favorable commodity market environment, allowed for an increase in the volume of government securities placement. In combination with the emergence of new public borrowing instruments, this has contributed to the emergence of another incentive for the development of financial infrastructure and the emergence of new investment instruments, including those aimed at the population. *The paper concludes* that by 2020, it was possible to generally form the necessary infrastructure for the rapid increase in public debt in order to finance the unforeseen federal budget deficit. At the same time, the decline in real interest rates after 2014 was not enough to cover the low economic growth, thereby creating the threat of a rapid increase in the debt burden.

**Keywords:** budget deficit; public debt; federal loan bonds; bond market; financial infrastructure; public debt management

**For citation:** Bukina I.S. The public debt market as a factor in the development of financial infrastructure in the Russian economy. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2021;14(3):110-120. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2021-14-3-110-120

## РОЛЬ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА В РАЗВИТИИ ФИНАНСОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Роль финансового рынка как стимула развития экономики и экономического роста отмечается многими исследователями. Впервые связь развития финансового рынка с экономическим ростом выявлена в работе Шумпетера (Joseph Alois Schumpeter) [1], где показана роль кредита и банков в качестве посредников в процессе накопления капитала в хозяйственном кругообороте. Эмпирическую проверку связи развития финансового рынка и экономического роста провел Голдсмит (Goldsmith) в работе 1969 г. [2].

С 1990-х гг. увеличивается число исследований, посвященных связи финансового рынка с экономическим ростом. Выводы, которые можно сделать из современных эмпирических исследований, состоят в том, что влияние финансового рынка на экономический рост нелинейно [3]. До определенного порога развитие финансового рынка скорее стимулирует экономический рост. В дальнейшем финансовый сектор начинает способствовать росту волатильности и нестабильности экономического роста. В особенности это характерно для стран, в которых ослаблены надзор и контроль за финансовыми рынками.

Одним из условий эффективного функционирования финансового рынка является высокая степень развития инфраструктуры, т.е. организаций, обслуживающих сделки с финансовыми активами, осуществляющих расчеты и контроль

за этими сделками, а также обеспечивающих переход прав на финансовые активы, собирающих, хранящих и предоставляющих информацию<sup>1</sup>. В инфраструктуру финансового рынка включаются торговые, платежные, учетные и информационные институты.

В развитых странах рынок государственного долга является важным элементом финансового рынка. Киндлебергер (Kindleberger) отмечает, что исторически выход на рынок правительств с целью заимствований для покрытия дефицитов государственных бюджетов способствовал не просто развитию финансовых рынков, но и становлению финансовых центров [4].

Государственные расходы, в особенности в виде капитальных инвестиций, влияют на спрос и выпуск товаров, что показывает их роль в стимулировании долгосрочного роста экономики. Кроме того, ученые пытаются установить оптимальное соотношение в экономике государственного (общественного) и частного капитала, а также способов финансирования государственных инвестиций [5–7].

Власти часто выступали крупными заемщиками и, как следствие, играли важную роль в долговом рынке. С повышением роли государства в XX в. суверенный долг, размещаемый на финансовом рынке, начинает оказывать влияние на развитие самого рынка, его инфраструктуры, а также на многие макроэкономические показатели.

<sup>1</sup> Сайт ЦБ РФ. Инфраструктура финансового рынка. URL: [https://cbr.ru/finm\\_infrastructure](https://cbr.ru/finm_infrastructure).

## СТАНОВЛЕНИЕ РЫНКА ВНУТРЕННЕГО ДОЛГА В РОССИИ

Исторический контекст формирования рынка внутреннего долга России не рассматривается в данной статье, хотя российские власти привлекали средства населения и нерезидентов путем выпуска облигаций еще до 1917 г. В советский период выпуск облигаций государственного займа был также предназначен для привлечения дополнительных средств в экономику, однако не являлся собственно размещением государственного долга на рыночных условиях. Только с выпуском в 1966 г. свободно покупаемых и продаваемых облигаций выигрышного займа появился инструмент, подобный долговой ценной бумаге, который активно начал использоваться в этом качестве в конце 1980-х гг. [8].

Собственно становление современного рынка государственного долга в России началось в 1990-х гг. в связи с возникновением необходимости отказа от прямого финансирования дефицита бюджета ЦБ РФ. Законом РФ от 13.11.1992 № 3877-1 «О государственном внутреннем долге Российской Федерации» были определены формы государственных долговых обязательств:

- кредиты, получаемые Правительством РФ;
- государственные займы, осуществляемые посредством выпуска ценных бумаг от имени Правительства РФ;
- другие долговые обязательства, гарантированные Правительством РФ.

В 1993 г. начались выпуск и размещение государственных краткосрочных облигаций (далее — ГКО). Почти одновременно с изданием постановления Правительства РФ от 08.02.1993 № 107 «О выпуске государственных краткосрочных бескупонных облигаций» состоялся первый выпуск ГКО в мае 1993 г. [9, с. 6]. В том же году произведен первый выпуск облигаций внутреннего валютного займа в форме купонов с начислением ежегодных процентов согласно постановлению Правительства РФ от 15.03.1993 № 222 в целях обеспечения условий, необходимых для урегулирования внутреннего валютного долга.

В 1995 г. в соответствии с постановлением Правительства РФ от 15.05.1995 № 458 начался выпуск облигаций федерального займа, первые выпуски которого состояли из облигаций федерального займа с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК) и были именными, бездокументарными и предназначены для юридических и физических лиц как рези-

дентов, так и нерезидентов Российской Федерации ценными бумагами. Срок облигаций составлял от одного года до пяти лет, а размер процентной ставки по очередному купону устанавливался в зависимости от доходности ГКО [9].

В начале 1990-х гг., несмотря на трудности переходного периода, с которыми столкнулось российское общество, рынок внутреннего суверенного долга начал активно развиваться. Уже в 1994 г. объем эмиссии государственных ценных бумаг вырос в 102,5 раза: с 0,2 до 20,5 трлн руб. (табл. 1). Вплоть до 1998 г. объем эмиссии, выручки, полученной от размещения ценных бумаг, и средств, полученные бюджетом, увеличивался ежегодно на 100% и более (табл. 1).

В этот период власти принимают меры, направленные на регулирование рынка ценных бумаг и легитимизацию финансовых отношений. В целях обеспечения государственного регулирования на рынке ценных бумаг был издан Указ Президента Российской Федерации от 04.11.1994 № 2063 «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации» (далее — Указ № 2063), в котором были установлены:

- закрытый перечень видов предпринимательской (профессиональной) деятельности на рынке ценных бумаг, осуществляемой на основании лицензии (п. 2);
- способы государственного регулирования деятельности на финансовом рынке (п. 3);
- перечень ценных бумаг, допускаемых к публичному размещению (п. 4), и т.д.

## РАЗВИТИЕ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА В РОССИИ

В соответствии с Указом № 2063 был образован первый специализированный федеральный орган исполнительной власти по осуществлению контроля и регулирования рынка ценных бумаг и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг — Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ (далее — ФКЦБ), которая в дальнейшем получила статус федерального министерства [10].

Таким образом, наряду с организацией размещения суверенного долга, исключая прямое финансирование дефицита бюджета ЦБ РФ, начинается активное становление инфраструктуры финан-

Таблица 1 / Table 1

**Динамика основных показателей рынка государственных ценных бумаг (ГКО-ОФЗ)  
в 1994–2000 гг., трлн руб. / Dynamics of the main indicators of the government debt market (GKO-OFZ)  
in 1994–2000, trillion rubles**

Прирост основных показателей (в разах) / Increase in main indicators (in times)	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Объем эмиссии / Issue volume	102,5	8,3	2,8	1,3	0,6	0,0	1,7
Объем размещения и доразмещения по номиналу / Placement volume and additional placement at par	87,5	9,1	2,7	1,2	0,5	0,7	0,1
Объем выручки, полученной в результате размещения и доразмещения / Amount of proceeds received as a result of placement and additional placement	64,5	9,5	2,6	1,4	0,4	0,1	1,6
Перечислено средств в бюджет / Budget revenue	28,5	4,7	1,3	0,9	-1,5	1,3	1,1

Источник / Source: Российский статистический ежегодник, 2004 / Russian statistical yearbook. URL: [https://rosstat.gov.ru/bgd/regl/b04\\_13/isswww.exe/stg/d040/i041570r.htm](https://rosstat.gov.ru/bgd/regl/b04_13/isswww.exe/stg/d040/i041570r.htm) / Russian statistical yearbook, 2004. URL: [https://rosstat.gov.ru/bgd/regl/b04\\_13/isswww.exe/stg/d040/i041570r.htm](https://rosstat.gov.ru/bgd/regl/b04_13/isswww.exe/stg/d040/i041570r.htm).

сового рынка. У банков появилось альтернативное направление размещения активов, что обострило конкуренцию за привлечение средств юридических и физических лиц. Рост спроса на государственные ценные бумаги стимулирует совершенствование организационной инфраструктуры финансового рынка. В этот период появляются профессиональные участники рынка ценных бумаг, растет занятость в финансовом секторе и увеличиваются обороты торгов.

В 1994 и 1995 гг. государственные ценные бумаги использовались в качестве стабилизирующего актива на финансовом рынке, поскольку служили одними из наиболее надежных и ликвидных краткосрочных инструментов. Ресурсной базой рынка государственного долга до конца 1995 г. оставались средства, аккумулированные на депозитах физических и юридических лиц. Однако в 1995 г. объем чистой выручки от размещения государственных ценных бумаг на рынке превысил прирост депозитов в коммерческих банках, вынудив ЦБ РФ вмешаться и начать выкупать часть бумаг. Дальнейшее развитие рынка государственных ценных бумаг могло происходить либо эмиссионным способом, либо посредством привлечения иностранных инвесторов. Финансовые власти, опасаясь гиперинфляции, выбрали второй путь.

В 1996–1997 гг. на рынок государственного долга начался приток средств иностранных инвесторов. Российский финансовый рынок постепенно интегрируется в мировую финансовую систему. Государственные ценные бумаги Правительства РФ считаются достаточно надежными и доходными по сравнению с ценными бумагами других стран с развивающимися рынками. В результате притока средств на российский рынок начинают снижаться процентные ставки и уменьшается доходность государственных ценных бумаг. Так, если средневзвешенная доходность государственных ценных бумаг составляла в мае 1996 г. 142%, через год в октябре 1997 г. она уменьшилась до уровня 18% годовых.

Уменьшение доходности ОФЗ и ГКО стимулирует развитие смежных более рискованных, но в большей степени доходных сегментов финансового рынка — рынка производных финансовых инструментов и рынка муниципальных облигаций.

В данной ситуации вновь возникла проблема нелинейности развития финансового рынка в контексте экономического роста. С одной стороны, увеличение количества финансовых инструментов позволяет агентам хеджировать риски, получать более высокую доходность вложений, привлекая тем самым дополнительный капитал и, как следствие, стимулируя инвестиции в расширение производ-



ства. С другой стороны, несбалансированный рост высокодоходных инструментов, резкое изменение структуры инвестиционных портфелей повышают риски на финансовом рынке в целом. Приумножение рисков на финансовых рынках часто заканчивается финансовым кризисом. Кризис на рынке государственного долга в 1998 г. был во многом обусловлен действиями финансовых властей, которым не удалось стабилизировать финансовый рынок в условиях накопившихся рисков.

Снижение доходности государственных ценных бумаг должно было согласно теории финансового менеджмента стимулировать перенаправление свободных денежных средств на кредитование промышленности. Однако риски кредитования производственных предприятий оценивались банками как слишком высокие. Средства уходили в смежные сферы — на рынок муниципальных облигаций, валютный рынок и т.д. Кроме того, процесс либерализации финансового рынка сопровождался значительным ростом сегмента заключения форвардных контрактов на поставку иностранной валюты. До момента, пока иностранных инвесторов устраивала разница между доходностью форвардных контрактов и государственных облигаций, они покупали государственные ценные бумаги. Однако потеря финансовыми рынками азиатских стран стабильности, опасения девальвации российского рубля оказывали сильное влияние на состояние рынка форвардных контрактов. Как следствие, конкурентные позиции рынка государственных ценных бумаг стали стремительно ухудшаться. 17 августа 1998 г. Правительство РФ и ЦБ РФ были вынуждены заморозить рынок внутреннего долга [9].

Фактически рынок государственных ценных бумаг перестал существовать в прежнем виде. Правительство РФ начало проводить реструктуризацию ценных бумаг со сроком погашения до 31 декабря 1999 г. [9]. Доверие инвесторов в результате этих действий оказалось подорванным. Поэтому следующий этап развития рынка государственного долга в России требовал не только расширения набора инструментов, но и восстановления репутации государства как заемщика.

Существенным обстоятельством является то, что рынок государственных ценных бумаг был одним из основных сегментов российского фондового рынка. Что же касается рынка корпоративных облигаций, то он фактически начал развиваться только после кризиса 1998 г. [8].

Объемы торгов государственными долговыми бумагами Правительства РФ и ЦБ РФ в 1990-е гг. превышали объемы торгов акциями. Даже к 2007 г. объемы торгов корпоративными облигациями на российском рынке составляли менее одной трети от объемов торгов бумагами Правительства РФ и ЦБ РФ (табл. 2).

Данные табл. 2 свидетельствуют о существенной роли рынка государственных ценных бумаг для российского фондового рынка. Следовательно, развитие финансовой инфраструктуры во многом обуславливается состоянием и перспективами рынка государственного внутреннего долга.

### СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

Благоприятная конъюнктура, складывавшаяся на сырьевых рынках в 2000–2007 гг., позволила Правительству РФ расплатиться по основной части внешнего долга и сформировать суверенный фонд. В этот период выпуск государственных ценных бумаг осуществлялся в основном в целях восстановления и дальнейшего развития долгового рынка. Одновременно начинал расширяться выпуск долгосрочных облигаций, которые использовались как инструмент размещения пенсионных накоплений граждан. В 2006 г. прекращается выпуск государственных краткосрочных облигаций (ГКО). Удлиняется дюрация, а ставки постепенно снижаются, однако волатильность остается высокой [12].

В 2008 г. на фоне мирового финансового кризиса ухудшаются показатели рынка государственных ценных бумаг: снижается спрос на них на вторичном рынке, растет доходность, сокращается дюрация. С сентября 2008 г. Минфином России не проводилось аукционов по размещению ОФЗ<sup>2</sup>.

После кризиса 2008 г. долговая политика некоторое время носила парадоксальный характер. Ежегодно утверждался определенный объем заимствований с учетом дефицита бюджета. Однако поступления нефтегазовых доходов были выше запланированных уровней заимствований, что позволило возобновить отчисления в Резервный фонд. Таким образом, по итогам очередного бюджетного

<sup>2</sup> Годовой отчет Банка России. 2008 г. С. 46. URL: [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/7805/ar\\_2008.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/7805/ar_2008.pdf).

Таблица 2 / Table 2

## Показатели рынка ценных бумаг в России в 1995–2007 гг. / Indicators of the securities market in Russia in 1995–2007

Показатель	1995	1997	1998	1999	2003	2007
Динамика рынка акций (индекс РТС), 01.09.1995 = 100, значение закрытия / RTS index, 01.09.1995 = 100, closing value	100,0	572*	58,9	175,2	567,3	2291
Объем торгов акциями в год (ММВБ + РТС), млрд долл. США / Stock trading volume per year (MICEX + RTS), USD bln	0,2	25,4	11,0	5,5	76,3	610,0
Объем торгов корпоративными облигациями, без учета РЕПО (ММВБ), млрд долл. США / Trading volume in corporate bonds, excluding REPO (MICEX), USD bln	н/д	н/д	0,07	0,44	11,2	125,6
Объем торгов долговыми обязательствами Правительства РФ и ЦБ РФ (ММВБ), млрд долл. США / Volume of trades in debt obligations of the Government of the Russian Federation and the Central Bank of Russia (MICEX), USD bln	58,4	216,0	70,0	4,5	12,5	453,8
Объем торгов долговыми обязательствами субъектов Российской Федерации и муниципальных образований (ММВБ), млрд долл. США / Volume of trades in debt obligations of the constituent entities of the Russian Federation and municipalities (MICEX), USD bln	н/д	н/д	0,1	0,0	5,4	22,4

Источник / Source: Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. – Москва: Geleos Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. – С. 88, 94. – ISBN 978–5–412–00252–1С / Mirkin Y.M. Russia's financial future: extremes, booms, systemic risks. Moscow: GELEOS Publishing House; Capital Trade Company, 2011. P. 88, 94.

\* Исторический максимум 6 октября 1997 г. / Historical high of October 6, 1997.

периода в бюджете накапливался значительный излишек средств благодаря незапланированному профициту федерального бюджета и средствам, получаемым от продажи государственных облигаций. Значительная часть этого избытка оставалась на счетах бюджета и частично направлялась на приобретение иностранной валюты. Таким образом, заемные средства фактически не тратились [13].

Подобная политика приводила к дополнительно изъятию ликвидности и сдерживанию совокупного спроса. Кроме того, расходы на обслуживание займов, как правило, называются платой за развитие долгового рынка. Однако следует учитывать динамику долговой нагрузки. Согласно динамическому бюджетному ограничению Правительства РФ рост

долга относительно ВВП будет тем выше, чем больше разрыв (спред) между реальной ставкой процента и темпами прироста ВВП. В условиях уменьшения темпов экономического роста и повышения стоимости обслуживания долга задолженность Правительства РФ будет нарастать [14].

Данные по России за 1996–2019 гг. свидетельствуют о том, что резкое снижение отношения внутреннего долга к ВВП происходило с 1997 г., когда разрыв между реальной ставкой процента и темпами прироста выпуска уменьшился. В период 1999–2008 гг. спред был отрицательным вследствие снижения реальной ставки процента и повышения темпов роста ВВП (см. рисунок). В 2009–2013 гг. соотношение внутреннего долга к ВВП увеличилось.

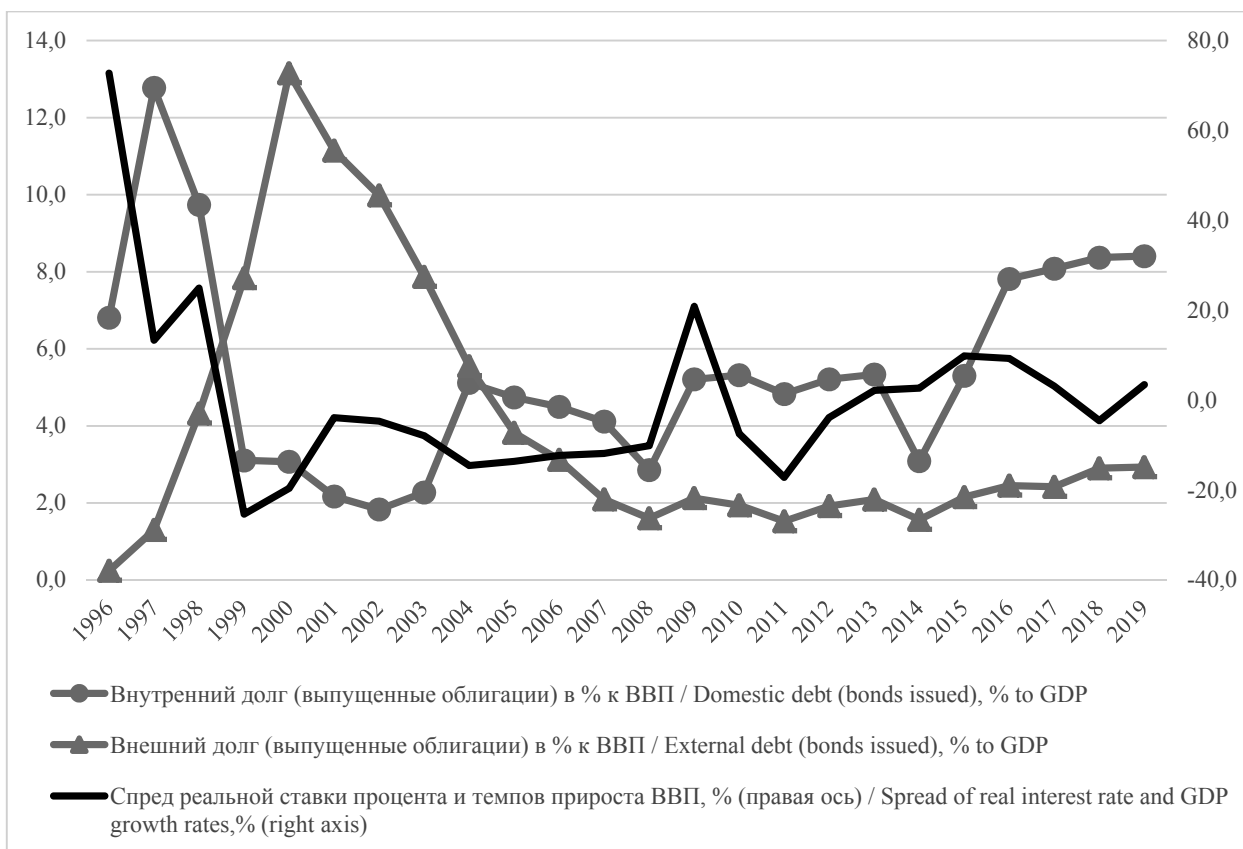


Рис. / Fig. Динамика показателей государственного долга в 1996–2019 гг. / Dynamics of public debt indicators in 1996–2019

Источник / Source: The World Bank data: Официальный сайт. URL: <https://data.worldbank.org>; FRED. Economic data: Официальный сайт. URL: <https://fred.stlouisfed.org/tags/series?t=debt%3Bgdg%3Brussia> (дата обращения: 15.02.2021).

В 2008–2009 гг. образовавшийся дефицит федерального бюджета в основном покрывался за счет Стабилизационного фонда, который в дальнейшем разделился на Резервный фонд и Фонд национального благосостояния.

После кризиса 2008 г. Правительство РФ поставило задачу развития внутреннего рынка заимствований. Предполагалось, что резервные средства, образовавшиеся благодаря избыточным нефтегазовым доходам, простимулируют частных инвесторов к повышению спроса на государственные облигации. Целью политики государственных заимствований в ситуации, при которой дефицит покрывался за счет Резервного фонда, было обеспечение государственных облигаций устойчивым спросом. Инвесторы должны были привыкнуть к наличию надежного финансового инструмента в виде государственных ценных бумаг, что обуславливало рост спроса на них и, как следствие, уменьшение стоимости размещения государственных облигаций [13].

Период 2000–2008 гг. характеризовался постоянным уменьшением уровня внешнего долга к ВВП. Но после 2009 г. его уровень стабилизировался и равнялся в пределах 2,0% ВВП. После 2014 г. начинается рост как внутреннего, так и внешнего долга относительно ВВП (см. рисунок).

Как следует из рисунка, за периодом наращивания внутреннего долга в 2010–2013 гг. последовал отрезок времени существенного увеличения заимствований на внутреннем рынке начиная с 2016 г. К 2019 г. объем внутренних заимствований на финансовом рынке достиг 8,4% к ВВП, приблизившись к уровню 1998 г.

С 2013 г. спред реальной ставки процента и темпов прироста выпуска стал положительным (за исключением 2018 г.), несмотря на снижение ставок денежного рынка. Данная ситуация была обусловлена уменьшением темпов экономического роста и темпов инфляции. В 2003–2008 гг. и в 2010–2011 гг. реальные ставки оставались отрицательными.

ми в силу высокой инфляции. Кроме того, в 2000-е гг. до кризиса 2008 г. российская экономика росла в среднем на 7,0% ежегодно.

Снижение темпов инфляции даже при низких номинальных процентных ставках привело к увеличению реальных ставок. На фоне слабых темпов роста ВВП это означало повышение стоимости заимствований для Правительства РФ.

Вместе с тем увеличение объема заимствований на финансовом рынке сопряжено с расширением инструментария государственных заимствований. Минфин России выпустил за последние годы несколько принципиально новых видов облигаций с целью привлечения широкого круга инвесторов, в том числе населения.

В частности, с 2015 г. выпускаются облигации с индексированным номиналом (далее — ОФЗ-ИН). Индексация производится в соответствии с индексом потребительских цен (далее — ИПЦ), который рассчитывается Росстатом. По облигациям выплачиваются постоянные купоны. Согласно приказу Минфина России от 22.05.2015 № 80н облигации выпускаются на средне- и долгосрочный период.

В 2017 г. Минфин России утвердил приказом от 15.03.2017 № 38н Условия эмиссии и обращения облигаций для физических лиц (далее — ОФЗ-Н), которые являются именными с купонным доходом. Владельцами облигаций могут быть совершеннолетние граждане Российской Федерации, а также кредитные организации и специализированные финансовые организации, которые вправе осуществлять агентские функции по размещению, выкупу, обслуживанию и погашению выпусков ОФЗ-Н в рамках агентского соглашения. Таким образом, ОФЗ-Н не обращаются на рынке и служат исключительно для целей привлечения сбережений населения на среднесрочный период (от одного года до пяти лет).

Тем не менее основной объем торгов облигациями федерального займа приходится на традиционные инструменты — облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (далее — ОФЗ-ПК), которые начали выпускаться с 1998 г. С 2016 по 2019 г. их доля в общем объеме выпущенных ОФЗ (по номиналу) выросла с 54,2 до 72,7% (табл. 3).

Почти в два раза увеличился удельный вес выпущенных ОФЗ-ИН, хотя их доля остается незначительной в общем объеме — 4,2% (табл. 3).

Увеличение доли ОФЗ-ПД происходило при заметном падении удельного веса ОФЗ-ПК, купонный доход по которым согласно приказу Минфина России

от 22.12.2000 № 112н может зависеть от доходности ОФЗ-ПД и других видов государственных ценных бумаг и (или) величины процентных ставок, уровня инфляции и значений других индикаторов финансового рынка. Как правило, ставка купона по ОФЗ-ПК рассчитывается исходя из ставки *Ruonia*<sup>5</sup>, т.е. ставки, наиболее близкой к ключевой ставке ЦБ РФ. Подобные облигации также называют флоутерами<sup>4</sup>. Их привлекательность для инвесторов состоит в защите от высокой волатильности. Тем не менее их доля уменьшилась с 30,8 в 2016 г. до 19,3% в 2019 г. по причине того, что облигации с постоянным купонным доходом являются наименее рискованными [15].

После кризиса 2008 г., несмотря на наращивание объемов размещения, эталонность выпусков снизилась. Минфин России неоднократно терпел неудачу при проведении аукционов, что способствовало понижению ликвидности и повышению рисков потерь от нерегулярного размещения [15].

По итогам 2020 г. дефицит федерального бюджета составил 4099,4 млрд руб. (3,8% ВВП)<sup>5</sup>. Еще в I квартале 2020 г. дополнительные нефтегазовые доходы поступали на формирование Фонда национального благосостояния (далее — ФНБ) согласно действующему бюджетному правилу. Но во II квартале 2020 г. расчетная цена нефти сорта «Юралс» упала ниже цены отсека, и Минфин России перестал осуществлять закупку валюты для пополнения ФНБ. При этом по состоянию на 1 января 2021 г. объем ФНБ составлял 13545,7 млрд руб. (11,7% к ВВП), или 183,4 млрд долл. США. В первом полугодии 2020 г. для компенсации недополученных нефтегазовых доходов федерального бюджета на внутреннем валютном рынке со счетов Минфина России было продано валюты на сумму 925,9 млрд руб.<sup>6</sup> Согласно данным Федерального казначейства за счет размещения государственного долга (за вычетом погашения ценных бумаг) в 2020 г.

<sup>5</sup> Ставка *Ruonia* (Ruble OverNight Index Average) — индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка «овернайт» российского межбанковского рынка, которая отражает оценку стоимости необеспеченного заимствования банков с минимальным кредитным риском.

<sup>4</sup> Флоутер (от англ. floater — буквально плавающая шельфовая структура) — это облигация с плавающим купоном, т.е. класс защитных инвестиционных инструментов, предоставляющих страховку от повышенной волатильности процентных ставок.

<sup>5</sup> Сайт Федерального казначейства. Отчет об исполнении консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов на 1 января 2021 г. URL: <http://www.roskazna.ru>.

<sup>6</sup> Сайт ЦБ РФ. URL: <http://www.cbr.ru>.



Таблица 3 / Table 3

Объем и состав государственных ценных бумаг в обращении в 2016–2019 гг. /  
Volume and types of government securities in circulation in 2016–2019

Наименование / Name	2016	2017	2018	2019
Объем государственных ценных бумаг (ОФЗ) в обращении по номиналу, млрд руб. / The volume of government securities (OFZ) in circulation at par, billion rubles	5611,4	6719,1	7250,5	8894,2
в том числе / including:				
ОФЗ-ПД	3039,1	4271,6	4867,4	6464,1
ОФЗ-АД	670,5	538,8	416,9	345
ОФЗ-АД-ПК	9,6	1	–	–
ОФЗ-ПК	1728,7	1739,2	1712,8	1713,9
ОФЗ-ИН	163,6	168,5	253,4	371,2
Объем государственных ценных бумаг (ОФЗ) в обращении по номиналу, % / The volume of government securities (OFZ) in circulation at par, %	100,0	100,0	100,0	100,0
в том числе / including:				
ОФЗ-ПД	54,2	63,6	67,1	72,7
ОФЗ-АД	11,9	8,0	5,7	3,9
ОФЗ-АД-ПК	0,2	0,0	–	–
ОФЗ-ПК	30,8	25,9	23,6	19,3
ОФЗ-ИН	2,9	2,5	3,5	4,2

Источник / Source: Россия в цифрах – 2020: Статистический ежегодник. – Москва: Росстат, 2020. / Russia in figures – 2020: Statistical yearbook. Moscow: Rosstat, 2020. URL: <http://www.gks.ru/>

федеральный бюджет получил 4600,6 млрд руб.<sup>7</sup> Таким образом, в 2020 г. заимствование на рынке государственного долга стало основным источником финансирования дефицита федерального бюджета, вызванного обвалом цен на нефть и экономическим спадом из-за мер, принятых в целях борьбы с коронавирусной инфекцией.

Ожидаемое участниками рынка снижение ключевой ставки ЦБ РФ в условиях кризиса повлияло на рост доходности государственных долговых бумаг,

<sup>7</sup> Сайт Федерального казначейства. Отчет об исполнении консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов на 1 января 2021 г. URL: <http://www.roskazna.ru>.

что позволило восстановить спрос на облигации в условиях кризиса марта-апреля 2020 г. В условиях низких процентных ставок долговое финансирование дефицита бюджета служит альтернативой использованию накопленных резервов. Однако, как следует из рисунка, несмотря на низкие номинальные ставки, реальная ставка процента обгоняет темпы роста экономики, что ухудшит возможности обслуживания задолженности в будущем.

В контексте развития финансовой инфраструктуры российского рынка следует заметить, что в 2020 г. первичное размещение ОФЗ способствовало существенному росту рынка облигаций. Если в 2019 г. совокупный объем первичного размещения составил

11 402 млрд руб., из которых около 18,0% приходилось на ОФЗ, то по итогам 2020 г. объем вырос до 14 709 млрд руб., или на 29,0%. Объем первичного размещения ОФЗ составил 5309 млрд руб. (36,1%), т.е. увеличился в два раза по сравнению с предыдущим годом. Более чем в два раза вырос также объем размещения облигаций субъектов Российской Федерации и муниципальных облигаций, хотя их доля остается незначительной и составляет около 0,2%<sup>8</sup>.

Таким образом, целенаправленная долговая политика, которая проводилась Минфином России в последние годы, позволила использовать потенциал финансового рынка для финансирования дефицита бюджета в кризисный 2020 г.

## ВЫВОДЫ

1. Рынок государственного долга является одним из основных сегментов фондового рынка Рос-

<sup>8</sup> Сайт Московской биржи. Рынок облигаций: итоги 2020. URL: <https://www.moex.com>.

сии. Его состояние и перспективы развития оказывают непосредственное влияние на состояние финансовой инфраструктуры.

2. ОФЗ остаются привлекательным инструментом для широкого круга инвестиционных задач. Эффективное управление эмиссией ОФЗ поддерживает спрос инвесторов без формирования дополнительных рисков, что способствует совершенствованию финансовой инфраструктуры.

3. Развитие рынка ОФЗ должно происходить при согласованной политике ЦБ РФ и Минфина России. С одной стороны, эмиссия облигаций должна носить регулярный характер, с другой стороны, регуляторы должны способствовать снижению волатильности на рынке государственного долга и контролировать темпы роста расходов на обслуживание выпускаемого долга. В противном случае нестабильность рынка государственного долга будет угрожать устойчивости всей инфраструктуры финансового рынка России.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Шумпетер Й.А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия. — Москва: Эксмо, 2008. — 864 с. — ISBN 978-5-699-19290-8.
2. Goldsmith R. W. Financial structure and development. — New Haven: Yale University Press, 1969. — ISBN 978-0-300-011807.
3. Law S. H., Singh N. Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking and Finance*, 2014;(41):36-44. — DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.12.020
4. Kindleberger C. The formation of financial centers: a study in comparative economic history. Princeton Studies in International Finance, No. 36, Princeton University Press, 1974.
5. Arrow K. J., Mordecai K. Public Investment, The rate of return, and optimal fiscal policy. The Johns Hopkins Press, Baltimore and London, 1970. — ISBN 0801811244.
6. Barro R. J. Government spending in a simple model of endogenous growth. *Journal of Political Economy*, 1990;(98):103-125.
7. Holtz-Eakin D. Public-Sector Capital and the Productivity Puzzle. *Review of Economics and Statistics*, 1994;(76):12-21. — DOI: 10.2307/2109822
8. Лялин В.А. Становление и развитие российского рынка облигаций // Проблемы современной экономики, — 2014. — 49. — № 1. — С. 131-134.
9. Дробышевский С. Анализ рынка ГКО на основе изучения временной структуры процентных ставок: Научные труды ИЭПП. Выпуск № 17Р. — Москва: ИЭПП, 1999. — 264 с. — ISBN 5-93255-016-3.
10. Мухаметшин Т. Ф. Современная инфраструктура российского рынка ценных бумаг: Научно-практический комментарий законодательства. — Москва: Юстицинформ, 2016. — 330 с. — ISBN 978-5-7205-1246-0.
11. Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. — Москва: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. — 480 с. — ISBN 978-5-412-00252-1.
12. Дробышевский С.М., Луговой О.В., Астафьева Е.В., Буркова Н.Ю. Моделирование временной структуры процентных ставок по российским государственным облигациям в 2000–2008 гг. Научные труды / Ин-т экономики переходного периода; № 130Р. — Москва: ИЭПП, 2009. — 112 с. — ISBN 978-5-93255-280-03.
13. Букина И. С. Парадоксы финансовой политики в Российской Федерации // Федерализм, — 2014. — Т. 74. — № 2. — С. 25-34.

14. Fischer S., Easterly W. The Economics of the Government Budget Constraint. *The World Bank Research Observer*, 1990;5(2):127–142. — DOI:10.1093/wbro/5.2.127
15. Алехин Б.И. Размещение государственных облигаций сквозь призму микроструктуры рынка // Финансовый журнал, — 2018, — Т. 46. — № 6. — С. 95–108. — DOI: 10.31107/2075–1990–2018–6–95–108

## REFERENCES

1. Schumpeter J.A. Economic development theory. Capitalism, socialism and democracy. Moscow: Eksmo; 2008. 864 p. (In Russ.).
2. Goldsmith R. W. Financial structure and development. New Haven: Yale University Press; 1969.
3. Law S. H., Singh N. Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking and Finance*. 2014;(41):36–44. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.12.020
4. Kindleberger C. The formation of financial centers: a study in comparative economic history. Princeton Studies in International Finance, No. 36. Princeton University Press; 1974.
5. Arrow K. J., Mordecai K. Public investment, the rate of return, and optimal fiscal policy. The Johns Hopkins Press, Baltimore and London; 1970.
6. Barro R. J. Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth. *Journal of Political Economy*. 1990;(98):103–125.
7. Holtz-Eakin D. Public-sector capital and the productivity puzzle. *Review of Economics and Statistics*, 1994;(76):12–21. DOI: 10.2307/2109822
8. Lyalin V. A. Formation and development of the Russian bond market. *Problemy sovremennoj ekonomiki = Problems of the modern economy*. 2014;49(1):131–134. (In Russ.).
9. Drobyshevsky S. Analysis of the GKO market based on the study of the temporary structure of interest rates: Scientific works of the IET. Issue No. 17R. Moscow: IET; 1999. 264 p. (In Russ.).
10. Mukhametshin T. F. Modern infrastructure of the Russian securities market: Scientific and practical commentary on legislation. Moscow: Yustitsinform; 2016. 330 p. (In Russ.).
11. Mirkin Y. M. Russia's financial future: extremes, booms, systemic risks. Moscow: GELEOS Publishing House; Capital Trade Company; 2011, 480 p. (In Russ.).
12. Drobyshevsky S. M., Lugovoy O. V., Astafieva E. V., Burkova N. Yu. Modeling the time structure of interest rates on Russian government bonds in 2000–2008. Scientific works / Institute of the economy in transition; No. 130R. Moscow: IET; 2009. 112 p. (In Russ.).
13. Bukina I. S. The paradoxes of financial policy in the Russian Federation. *Federalism*. 2014;74(2):25–34. (In Russ.).
14. Fischer S., Easterly W. The Economics of the Government Budget Constraint. *The World Bank Research Observer*. 1990;5(2):127–142. DOI: 10.1093/wbro/5.2.127
15. Alekhin B. I. Placement of government bonds through the prism of the market microstructure. *Finansovy zhurnal = Financial Journal*. 2018;46(6):95–108. (In Russ.). DOI: 10.31107/2075–1990–2018–6–95–108

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

**Ирина Сергеевна Букина** — кандидат экономических наук, доцент Департамента экономической теории, Финансовый университет, Москва, Россия  
isbukina@fa.ru

## ABOUT THE AUTHOR

**Irina S Bukina** — Cand. Sci. (Econ.), Prof. Department of Economic Theory, Financial University, Moscow, Russia  
isbukina@fa.ru

*Статья поступила 10.03.2021; принята к публикации 12.05.2021.*

*Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.*

*The article was received 10.03.2021; accepted for publication 12.05.2021.*

*The author read and approved the final version of the manuscript.*