

УДК 33 DOI: 10.14451/2.195.98

Структура и динамика рынка государственных облигаций в российской экономике

© 2024 **Матерова Елена Сергеевна**

Кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономической теории. Самарский государственный экономический университет.

E-mail: Nedlen63@yandex.ru

© 2024 **Любименко Константин Валерьевич**

Магистрант, 2 курс. Самарский государственный экономический университет.

E-mail: Mario136a@yandex.ru

© 2024 **Ружанская Наталья Вячеславовна**

Кандидат экономических наук, доцент, заведующий кафедрой экономики и управления. Коми республиканская академия государственной службы и управления (КРАГСИУ).

E-mail: natasharug@mail.ru

Ключевые слова:

финансовый рынок, облигации федерального займа, государственные долговые ценные бумаги.

На данный момент, согласно сложившейся мировой практике, а также и в случае России, государственные ценные бумаги представлены преимущественно государственными облигациями.

Рынок облигаций в России занимает примерно 14% ВВП, это сравнительно небольшие цифры. Как отмечено экспертами, это происходит по причине достаточно высоких процентных ставок, что снижает привлекательность долговых отношений и снижает частоту их возникновения.

Если конкретизировать направления, на которые идут средства, полученные от эмиссии государственных облигаций, то среди них можно выделить следующие: регулирование параметров финансового рынка наподобие объема денежной массы, ценовое регулирование и меры по сдерживанию инфляции, управлению платежным балансом и экономической активностью и т.д. Выпуск государственных облигаций также играет большую роль в процессе получения средств и дальнейшего их расхода на такие задачи, как инвестпроекты государства, осуществление государственных программ в тех или иных направлениях вроде сооружения жилых и промышленных объектов, осуществления программ социального обеспечения, развития тех или иных объектов инфраструктуры, а также стимуляции развития национальных финансовых институтов.

На сегодняшний день рынок государственных облигаций представляет собой один из ключевых сегментов национального финансового рынка. Основная часть государственных облигаций в России представлена облигациями федерального займа (ОФЗ), которые в основном приобретаются российскими банками для осуществления рефинансирования.

В БК РФ указано, что Правительство РФ устанавливает максимальный объем выпуска государственных ценных бумаг. Этот объем равен верхнему пределу государственного долга.

Предельный размер внешних займов определяется в Программе государственных внешних заимствований РФ в Приложении к Федеральному бюджету РФ на каждый финансовый год. Размещение осуществляется в форме открытой или закрытой подписки с привлечением агентов по размещению (организаторов). Потенциальными приобретателями являются физические и юридические лица, резиденты и нерезиденты Российской Федерации.

Объем находящихся в обращении государственных облигаций, номинал которых указан в валюте РФ, представлен в таблице 1.

Подробнее динамика в процентном выражении описана в таблице 2.

По итогам 2023 года совокупный объем государственных облигаций на внутреннем рынке России составил 20112,36 млрд руб. (табл. 1). За период 2019–2023 гг. он увеличился на 10780,96 млрд руб. или на 115%.

Наибольший прирост объема наблюдается с 2020 по 2021 гг. (на 50,63%). Данное увеличение обусловлено кризисом пандемийного периода и временным общеэкономическим спадом. В условиях кризиса марта–апреля 2020 года участники рынка ожидали снижения ключевой процентной ставки Банка России, что привело к росту доходности государственных облигаций. Это сделало облигации более привлекательными для инвесторов, восстановив спрос на них. Банк России снижал ключевую процентную

ставку несколько раз, уменьшив ее с 6% до 4,25%. Низкие процентные ставки позволили финансировать возросший государственный дефицит за счет выпуска облигаций взамен использования резервов из Фонда национального благосостояния (далее – ФНБ), которые влекли бы за собой траты при конвертации валюты. План по размещению ОФЗ на 2020 год был увеличен более чем вдвое, с запланированных 2,3 трлн руб до 5 трлн руб. Также на фоне низких макроэкономических показателей и повышенной волатильности, связанных с пандемийным кризисом, средний размер премий к ставке RUONIA при размещении ОФЗ–ПК за 2020 год оказался на уровне 3,8 б.п. В марте и апреле размер запрашиваемой участниками премии достиг уровня исторического максимума – 13 б.п. В связи с этим, за год было несколько несостоявшихся аукционов ОФЗ. Тем не менее, объем размещений за год был высок, в III квартале года план был перевыполнен на 23,8%, и за октябрь был размещен рекордный месячный объем на сумму по номиналу 1502 млрд рублей, также наблюдался высокий спрос инвесторов на ОФЗ с переменным купоном.

В 2021 году российский рынок был относительно устойчив, несмотря на рост инфляции. Рынок процентных ставок сохранил стабильность, а риски для финансового сектора в России остались минимальными. Отсутствие существенного влияния ограничения уровня иностранных инвесторов объясняется присутствием на рынке ОФЗ локальных инвесторов, спрос которых компенсировал снижение участия нерезидентов. Годовой план Минфина по размещению был скорректирован и снижен. По итогам прошедших аукционов с начала года размещений исполнено на 95,00%, а суммарный объем размещения составил 2636,4 млрд руб. по номинальной стоимости, что в два раза ниже объема по итогам 2020 года. Уменьшение объемов заимствований стало возможным благодаря значительному росту как доходов от нефтегазового сектора, так и доходов из других источников в Федеральном бюджете, что привело к возникновению профицита к концу ноября 2021 года. На фоне увеличения инфляции

Таблица 1. Объём государственных долговых ценных бумаг в обращении в абсолютном выражении по видам, млрд руб.

Вид государственных долговых ценных бумаг в обращении	На 01.01.2020	На 01.01.2021	На 01.01.2022	На 01.01.2023	На 01.01.2024
ОФЗ-ПД	6474,75	8102,225	9812,69	9794,85	10944,69
ОФЗ-АД	345,033	282,628	209,256	165,992	122,731
ОФЗ-ПК	1 713,85	4 709,27	4 709,27	6 896,85	7724,796
ОФЗ-ИН	371,248	574,835	763,072	1 025,05	1171,172
ОФЗ-н	64,224	39,937	39,161	22,15	13,57
ГСО-ППС	230,3	215,3	94,4	94,4	94,4
ГСО-ФПС	132	132	132	80	41
Итого	9331,402	14056,193	15759,851	18079,29	20112,359

Таблица 2. Динамика государственных долговых ценных бумаг в обращении по видам, %.

Вид государственных долговых ценных бумаг в обращении	Темп прироста			
	01.01. 2021/ 01.01. 2020	01.01. 2022/ 01.01. 2021	01.01. 2023/ 01.01. 2022	01.01. 2024/ 01.01. 2023
ОФЗ-ПД	25,14%	21,11%	-0,18%	11,74%
ОФЗ-АД	-18,09%	-25,96%	-20,68%	-26,06%
ОФЗ-ПК	174,78%	0,00%	46,45%	12,00%
ОФЗ-ИН	54,84%	32,75%	34,33%	14,25%
ОФЗ-н	-37,82%	-1,94%	-43,44%	-38,74%
ГСО-ППС	-6,51%	-56,15%	0,00%	0,00%
ГСО-ФПС	0,00%	0,00%	-39,39%	-48,75%
Итого	50,63%	12,12%	14,72%	11,25%

и доходности государственных облигаций США на российском рынке ОФЗ наблюдался значительный рост доходности.

В течение большей части 2023 года рыночная ситуация в области национальных облигаций была определяема преимущественно негативными внутренними факторами. К таким факторам относились рост темпов инфляции, инфляционные ожидания, жесткая денежно-кредитная политика Банка России и ослабление национальной валюты. Повышение процентных ставок наблюдалось практически на всех мировых рынках. Ключевая ставка Банка России выросла с 7,5% до 16% во второй половине года. В результате влияния всех вышеперечисленных факторов цены на ОФЗ снизились к концу года на 2–3% до 12–13%, что привело к увеличению доходности на всей кривой от 470–530 базисных пунктов

до 155–180 б.п. (с увеличением сроков обращения). Кривая доходности приобрела инверсную форму, поскольку краткосрочные ставки росли быстрее, чем долгосрочные. Дефицит бюджета в 2023 году финансировался в основном за счет внутренних заимствований, которые составили 1750,4 млрд рублей. На погашение гособлигаций в рублях было выделено 764,4 млрд рублей. Правительство также получило право превысить верхний предел госдолга на 1 000 млрд рублей для замещения средств ФНБ. По итогам состоявшихся в 2023 г. аукционов объем размещения гособлигаций составил порядка 2845,6 млрд руб., обеспечив на 90,3% выполнение плана привлечения на рынке ОФЗ в 2023 году.

Приоритет в видах облигаций для выпуска направился в сторону ОФЗ-ПД, ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПК, что показывает наибольший прирост выпуска

Таблица 3. Структура рынка государственных облигаций по видам.

Вид государственных облигаций	На 01.01.2020	На 01.01.2021	На 01.01.2022	На 01.01.2023	На 01.01.2024
ОФЗ-ПД	69,39%	57,64%	62,26%	54,18%	54,42%
ОФЗ-АД	3,70%	2,01%	1,33%	0,92%	0,61%
ОФЗ-ПК	18,37%	33,50%	29,88%	38,15%	38,41%
ОФЗ-ИН	3,98%	4,09%	4,84%	5,67%	5,82%
ОФЗ-н	0,69%	0,28%	0,25%	0,12%	0,07%
ГСО-ППС	2,47%	1,53%	0,60%	0,52%	0,47%
ГСО-ФПС	1,41%	0,94%	0,84%	0,44%	0,20%

Таблица 4. Задолженность по внешним облигационным займам, млн долларов США.

Объем валютного государств облигационного долга РФ	На 01.01.2020	На 01.01.2021	На 01.01.2022	На 01.01.2023	На 01.01.2024
Государственные внешние облигационные займы (ОВОЗ) РФ	40660,7	38257,7	39066	36242,6	33049
Задолженность по ОВГВЗ	2,7	2,7	–	–	–

данных видов.

Рассмотрим долю облигаций каждого вида в общем объеме рынка государственных облигаций (табл. 3).

Наибольшую долю на рынке занимают ОФЗ-ПД (более 50% за каждый год). Второе место по величине имеют ОФЗ-ПК, меньше доля у ОФЗ с индексируемым номиналом. Так как доход у ОФЗ-ПД доход зафиксирован, они являются инструментами, с помощью которых Правительство РФ снижает цену заёмных средств в условиях нестабильности рынков и ускорении темпов инфляции.

За 2020 год доля облигаций ОФЗ-ПК значительно возросла, что привело к увеличению доли защитных инструментов в совокупности (ОФЗ-ПК с переменным купоном и ОФЗ-ИН с индексируемым номиналом) до 37,6% от общего объема внутреннего государственного долга, выраженного в гособлигациях. Этот показатель значительно превышает безопасный уровень в 25%, установленный Минфином России в основных направлениях государственной долговой политики на 2017–2019 годы, что свидетельствует о повышении процентного риска для федераль-

ного бюджета. В связи с этим, по рекомендации Счётной Палаты, в 2021 году Минфин снизил объем размещений облигаций с переменным купоном и размещал ОФЗ-ПД и ОФЗ-ИН. Доля ОФЗ-н постепенно уменьшилась на 0,67% до 0,07% за счет ежегодного полного и частичного погашения размещенных выпусков, последний выпуск был размещен в 2022 году.

Что касается внешнего государственного долга РФ, выраженного в долговых ценных бумагах, то по данным Минфина, он представлен еврооблигациями ОВОЗ и частично ОВГВЗ (табл. 4).

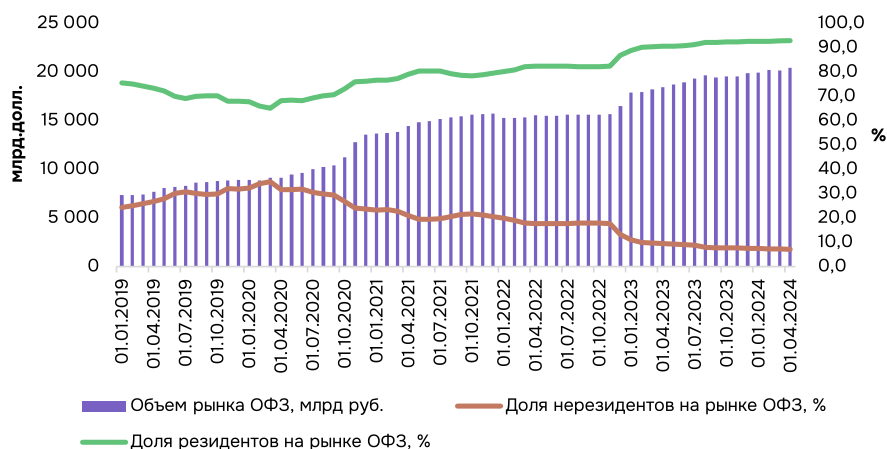
Динамика валютного государственного долга представлена в таблице 5.

На сегодняшний день валютные облигационные займы представлены исключительно в виде внешних облигационных займов, составляющих 99,9% от общего объема. Помимо ОВОЗ погашается остаток долга по внутренним государственным облигационным займам (ОВГВЗ), не подвергшегося новации.

До обострения геополитического конфликта на российском рынке ОФЗ большая часть инвестиций была сосредоточена у относительно

Таблица 5. Динамика задолженности по внешним облигационным займам.

Вид государственных долговых ценных бумаг в обращении	Темп прироста			
	01.01.2021/ 01.01.2020	01.01.2022/ 01.01.2021	01.01.2023/ 01.01.2022	01.01.2024/ 01.01.2023
Государственные внешние облигационные займы (ОВОЗ) РФ	-5,91%	2,11%	-7,23%	-8,81%

**Рис. 1.** Структура инвестиций в объеме выпусков облигаций федерального заимствования.

небольшого числа инвесторов. Согласно информации от Банка России, полученной в центральной депозитарии, крупнейший держатель ОФЗ владел 17,7% всего объема рынка, а 10 крупнейших участников владели 51,1% бумаг рынка. По оценкам исследователей Газпромбанка, доля около 50% на рынке ОФЗ принадлежит банкам-резидентам. Резидентам в совокупности принадлежало более 83% от общего объема вложений. Среди нерезидентов наибольшая часть инвестиций принадлежала инвесторам из Великобритании и США, составляя по 6,9% от общего объема вложений в ОФЗ (сумма вложений по номинальной стоимости составляет 947 и 944 млрд рублей соответственно). В 2020 году основными покупателями государственных облигаций стали государственные банки. Доля нерезидентов и дочерних иностранных организаций на рынке снизилась к концу года: если в январе они составляли 32,3% покупателей ОФЗ, то в декабре – 21,3%.

Из обзоров финансового риска от Банка России можно выявить, что основными покупателями на рынке ОФЗ являются системно значимые банки,

роль которых важна в периоды нестабильности (март 2020, период оттока иностранного капитала во втором полугодии 2020, 2022 год и др.). Банки приобретают государственные облигации с целью соблюдения требований по ликвидности, управления ею и по ряду других причин.

Доля участия иностранных инвесторов на российском рынке гособлигаций определяется мировыми экономическими тенденциями и мягким характером денежно-кредитной политики. Эти факторы способствуют повышению спроса иностранных инвесторов на ОФЗ в рамках операций по carry trade в связи с ростом доходности при инвестировании в ОФЗ. Однако высокая концентрация спекулятивных инвесторов среди нерезидентов может представлять определенные риски волатильности рынка ОФЗ. Так, по состоянию на начало 2019 года нерезиденты владели 24,4% объема ОФЗ и к 2020 году их доля увеличилась до 32,2%. Рост доли иностранных инвесторов происходил в связи с повышением привлекательности ОФЗ в использовании стратегии carry trade благодаря укреплению курса рубля, снижению ставки ЦБ в течение года

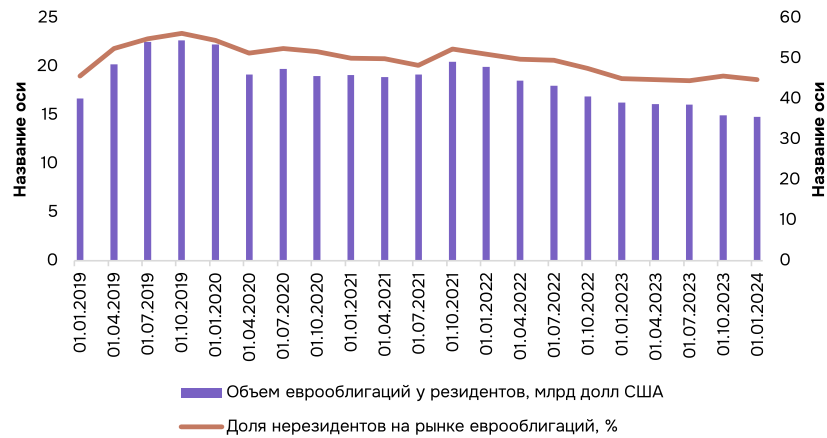


Рис. 2. Доля инвестиций нерезидентов в объеме выпусков еврооблигаций.

с 7,75% до 6,25% и одновременному снижению ставки ФРС США до 1,5%. Рост также связан со спросом со стороны инвесторов из Венесуэлы. Динамика доли инвестиций по статусу резидентства на рынке ОФЗ представлена в рисунке 1. За 2020 год доля владельцев-нерезидентов ОФЗ уменьшилась с 32,2 до 23,7% за 2020 год в связи с неактивным участием нерезидентов в новых размещениях ОФЗ на первичном рынке облигаций федеральных займов.

После начала специальной военной операции в 2022 году на мировом фондовом рынке произошло разделение из-за инфраструктурного риска: российский рынок был отделен от мирового, и прекратилось взаимодействие западных депозитариев (Euroclear и Clearstream) с российским рынком. Доля нерезидентов в общем объеме инвестиций снизилась. В первой половине года на продажу активов иностранными владельцами стояли ограничения. 15 августа Московская биржа допустила к торгам клиентов – нерезидентов из стран, не являющихся недружественными, а также нерезидентов, конечные бенефициары которых – российские юридические и физические лица, к биржевым торгам облигациями. Согласно данным на май 2022 года, общий объем инвестиций резидентов США в российские облигации (включая еврооблигации) сократился с уровня 13–16 миллиардов долларов в среднем за предыдущие годы до 4,4 миллиарда долларов (что по примерным оценкам соответствует

приблизительно 200–300 миллиардам рублей в ОФЗ). Однако, скорее всего, это связано со значительными дисконтами на внешнем рынке. Основными иностранными держателями, которые можно идентифицировать, являются резиденты недружественных стран. Неидентифицированные юрисдикции составляют 13% от общего объема инвестиций. Доля нерезидентов из дружественных юрисдикций в объеме инвестиций в ОФЗ не превышает 10–15%, что составляет от 0,3 до 0,45 триллионов рублей.

Динамика доли инвестиций иностранных инвесторов в объеме еврооблигаций России представлена на рисунке 2.

Введенный запрет со стороны США в апреле 2021 года, который действует на американские компании (он не коснулся физических лиц и, возможно, американских хедж-фондов, зарегистрированных за пределами США), не распространяется на вторичный рынок, где обычно происходили сделки по покупке российских гособлигаций. Для российских еврооблигаций с 2018 года также действует аналогичный запрет, который еще более широк из-за ограничений в расчетах в долларах при выпусках. В результате новые займы осуществляются в евро (до 2022 года) или в других валютах.

Анализ рынка государственных облигаций в России показал, что государство регулярно размещает на рынке разнообразные облигации с раз-

личными сроками обращения и условиями погашения. Эти параметры отражают стратегию государства по управлению государственным облигационным долгом и его погашению в течение определенного периода времени. За рассматриваемый период Россия не раз столкнулась

с разнохарактерными по своей природе кризисными явлениями. Главным образом, значительно уменьшилось участие иностранных инвесторов на рынке, но рынку оказали поддержку локальные участники, к которым относятся, прежде всего, крупнейшие банки-резиденты РФ.

Библиографический список

1. Министерство финансов Российской Федерации. – URL: <https://minfin.gov.ru> (дата обр. 19.09.2024).
2. Мокеева Н. Н., Седунова Е. А. Инвестиции населения: облигации федерального займа и депозиты // Наука России: Цели и задачи : сборник научных трудов по материалам XXIII международной научной конференции, Екатеринбург, 10 октября 2020 года. – Екатеринбург : Л-Журнал, 2020. – С. 35–37.
3. Обзор рисков финансовых рынков / Банк России. – 2024. – URL: https://cbr.ru/analytics/finstab/orfr/#a_50194 (дата обр. 19.09.2024).
4. Петрова И. А. Иностранные инвесторы на российском рынке облигаций федеральных займов // Имущественные отношения в РФ. – 2020. – 11 (230). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/inostrannye-investory-na-rossiyskom-rynke-obligatsiy-federalnyh-zaymov> (дата обр. 29.05.2024).
5. Специальный обзор долгового рынка / Брокерская компания «Регион». – 2024. – URL: <https://region.broker/research> (дата обр. 10.09.2024).
6. Счетная палата Российской Федерации. – URL: <https://ach.gov.ru> (дата обр. 19.09.2024).
7. Титов И. А. Анализ факторов и тенденций развития рынка государственных облигаций в России // Тенденции развития науки и образования. – 2021. – № 80–2. – С. 43–45.
8. Харченко Л. П. Облигации как инструмент проведения денежно-кредитной политики // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2021. – 6(132). – С. 41–46.