

УДК 33 DOI: 10.14451/2.196.78

# Особенности российской и мировой практики облигационного финансирования государственного бюджета

© 2024 **Ненашев Артем Александрович**

Магистрант. Самарский государственный экономический университет.

E-mail: Nenashev02@mail.ru

© 2024 **Матерова Елена Сергеевна**

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

E-mail: Nedlen63@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:** дефицит бюджета, государственные облигации, государственный заем.

Российский рынок государственных облигаций эволюционирует, вдохновляясь международным опытом. Сравнение с США, Великобританией и Швейцарией показывает схожесть нормативно-правовой базы, процессов, связанных с размещением облигаций и разновидностей обращающихся инструментов. Такая унификация обусловлена обменом опытом между этими странами.

На мировых рынках существует тип облигаций, у которых номинал индексируется в соответствии с уровнем инфляции. Эти облигации призваны защищать капитал инвестора от обесценивания в условиях высокой инфляции. Облигации с индексируемым номиналом доказали свою эффективность в странах, таких как США и Великобритания. Наибольший рынок с индексируемыми облигациями представляет собой рынок TIPS (Treasury Inflation-protected Securities) в США с рыночной капитализацией 2 триллиона долларов на 2024 год. Внебиржевой рынок представлен облигациями iBonds

(сберегательные облигации). В Великобритании выпускаются Index-linked Gilts (ILGs), основанные на индексе потребительских цен (RPI). По аналогии с зарубежными индексируемыми облигациями в 2015 году Министерство финансов РФ ввело новый вид облигаций – ОФЗ с индексируемым номиналом. Их главная особенность относительно других ОФЗ заключается в корректировке номинальной стоимости облигации в соответствии с индексом потребительских цен на товары и услуги в России, предоставляемым Росстатом. Так как в России сегмент обращающихся ОФЗ-ИН невелик и российский

финансовый рынок находится под ограничением, применяется адаптированный зарубежный подход к оценке, заключающийся в определении спреда между доходностью ОФЗ-ИН и доходностью других безрисковых активов с учетом сезонности инфляции и временного лага при индексации. С помощью этой методики можно оценить средний ожидаемый темп инфляции (без сезонности), который заложен в текущую цену облигации. Для этого определяется темп роста цен, при котором приведенная стоимость будущих денежных потоков от облигации равна ее текущей рыночной стоимости (с учетом накопленного купонного дохода). Важно отметить, что для ОФЗ-ИН купонные выплаты и накопленный купонный доход определяются условиями выпуска и обращения.

В некоторых других странах или международных союзах также возможна эмиссия облигаций в качестве источника целевого финансирования, не относящегося к покрытию дефицита бюджета. При этом в законодательстве могут существовать ограничения по целям эмиссии.

Во время спада экономики в России, вызванного массовым заражением коронавирусной инфекцией и карантинными мерами, группа российских экономистов (С. Алексашенко, О. Вьюгин, Е. Гурвич, В. Иноземцев, К. Сонин) в апреле 2020 года предложила Банку России принять меры по поддержке экономики России путем проведения операции «количественного смягчения». Этот механизм предполагает увеличение денежной массы через покупку Центральным банком государственных облигаций. Такая методика периодически используется ФРС США, начиная с 1932 года, также она была использована как один из инструментов вливания денег после ипотечного кризиса 2008 года и во время кризиса пандемии COVID-19. Предложение российских экономистов ЦБ РФ было обосновано тем, что в условиях сокращения налоговых доходов, поступающих в бюджет государства, дополнительная денежная эмиссия через бюджетный канал со стороны Банка России была крайне необходима. Согласно предложенной программе Банк России мог бы временно выкупить часть

внутреннего государственного облигационного долга через прямые покупки на вторичном рынке или через операции РЕПО с банками до окончания острой фазы кризиса, а они могли бы использовать ОФЗ в качестве залога по операциям рефинансирования кредитов в ЦБ РФ. По мнению экономистов, реализация Банком России количественного смягчения не приведет к инфляции и угрозе макроэкономической стабильности, учитывая низкий уровень государственного долга в России. Однако Центробанк ограничился традиционными инструментами денежно-кредитной политики. Хотя, согласно статье 22 Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» Банк России может приобретать государственные ценные бумаги при их первичном размещении, в случае если это предусмотрено федеральным законом о федеральном бюджете, такой возможности ему до сих пор не было предоставлено. Имевший место дефицит государственного бюджета ковидного периода покрывался за счет средств ФНБ.

Однако, несмотря на консервативный характер ведения денежно-кредитной политики, условия, в которых оказалась Россия после начала СВО в 2022 году, вынуждают ее власти подстраиваться под новый уклад и находить пути решения проблем, связанных с ограничениями доступа на рынки Европы и США.

Исходя из анализа доходов и расходов федерального бюджета за период 2020–2026 годов, можно выделить следующие главные причины образования дефицита федерального бюджета: увеличение расходов в области социальной политики, национальной безопасности и для решения общегосударственных вопросов.

1. Резкое увеличение расходов на экономику и социальную сферу в 2020–2021 годах было вызвано необходимостью поддержать экономику и население в условиях кризиса, вызванного пандемией COVID-19 и санкционным давлением со стороны стран Евросоюза.
2. Значительное увеличение объема и доли государственных расходов, начиная с 2022, на

обеспечение национальной обороны, национальной безопасности и правоохранительной деятельности, связано с подготовкой и проведением специальной военной операции в Украине, а также частичной мобилизацией.

3. Также в 2022 году наблюдалось существенное увеличение государственных расходов на решение общегосударственных задач, вероятно, в связи с институциональным расколом России и стран Запада.

При возникновении бюджетных дефицитов подобного рода главным и неоднозначным вопросом становится выбор способа его сбалансирования. Принятие решения о том, каким образом финансировать дефицит государственного бюджета, не является простым. И понимание факторов, влияющих на выбор конкретного инструмента финансирования, особенно в контексте рынка ценных бумаг имеет большое значение.

По рисунку 1 возможно визуально оценить величину каждого источника покрытия дефицита федерального бюджета РФ. Таким образом, приходим к заключению, что базовыми источниками обеспечения недостатка средств являются именно «чистые средства», которые поступают от продажи государственных облигаций РФ в национальной и иностранной валюте, курсовой разницы при девальвации рубля, вырученном в процессе размена иностранной валюты в доходах бюджета, также в незначительной доле иные внутренние источники поддерживают сбалансирование бюджета, а также средства, направляемые из ФНБ для покрытия дефицита бюджета.

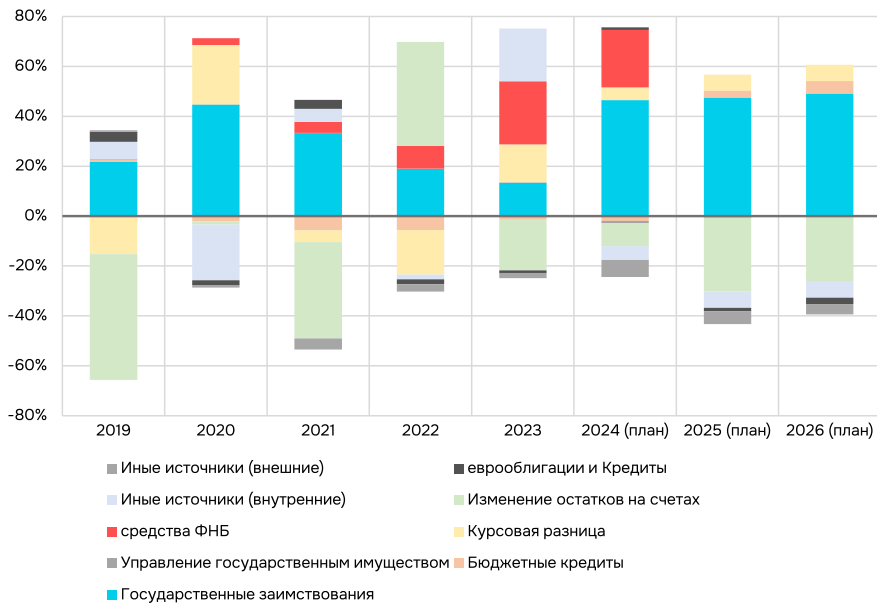
Можно сказать, что на практике в России уже сложилась комбинированная модель сбалансирования бюджета, сочетающая использование государственных заимствований и формирования финансовых резервов в ФНБ (табл. 1). Она работает таким образом, что при высоких ценах на нефть государство может накапливать средства и избегать заимствований, а при падении цен — использовать резервы и привлекать дополнительные заемные средства. Эта модель защищает резервы от истощения и обеспечива-

ет финансовый сектор надежными и ликвидными активами в виде государственных ценных бумаг.

Однако достоверно оценить объем средств, направляемых из резерва в бюджет достаточно сложно. В официальных документах размер средств ФНБ, используемых для финансирования дефицита бюджета в рамках структуры источников не выделяется. Данные о суммах указываются в публичных заявлениях представителей органов власти, постановлений Правительства, в рамках Заключений Счетной Палаты на законопроекты бюджета. Помимо этого, доходы от вложений средств ФНБ в ценные бумаги, депозиты и прочее также поступают в федеральный бюджет, что тоже играет свою роль в его финансировании.

В планах правительства на ближайший период отмечается дальнейшее уменьшение зависимости бюджета от доходов, полученных от нефтегазовых отраслей, с целью достижения уровня 32–35% от общих доходов и также по отношению к ВВП до 5,3%. Такой курс развития экономической системы России является обоснованным в новых условиях. Однако в период с 2024 по 2026 год планируется дефицит в федеральном бюджете, и единственным существенным альтернативным источником дохода для его покрытия планируется сделать размещение ОФЗ. Возникает вопрос о реальности исполнения этих планов и возможности беспрепятственного сокращения добычи и экспорта нефти и газа в дальние зарубежные страны при значительной волатильности цен на данные ресурсы по сравнению с 2022 годом.

Во всяком случае, роль облигационного финансирования дефицита бюджета весьма очевидна. Минфин активно размещает ОФЗ и использует их в качестве инструмента покрытия дефицита. Сегодня выпуск облигаций становится выгодным способом привлечения дополнительных средств. К преимуществам использования данного инструмента относится то, что облигации размещаются среди множества инвесторов, что снижает зависимость эмитента от одного кредитора и упрощает процесс рефинансирова-



**Рис. 1.** Структура источников финансирования дефицита бюджета в долях, %.

**Таблица 1.** Доля государственных займов (ОФЗ) и средств ФНБ в общем объеме ИФДБ.

Категория	2019 (профи- цит)	2020	2021 (профи- цит)	2022	2023	2024 (план)	2025 (план)	2026 (план)
1	2	3	4	5	6	7	8	9
ОФЗ	44,00%	45,00%	54,00%	32,00%	19,00%	51,00%	68,00%	66,00%
средства ФНБ	–	3,00%	7,00%	16,00%	32,00%	25,00%	0,00%	0,00%

ния в случае необходимости. Государство устанавливает наиболее выгодный срок погашения и ставку выплачиваемого купона, а также номинал облигации выплачивает лишь на момент погашения (кроме ОФЗ-АД, которые не имеют достаточно крупной доли в обращении), что позволяет регулировать погашение госдолга без высокой нагрузки на бюджет.

Уровень долговой нагрузки на бюджет, согласно его анализу, не критически высок, и затраты на обслуживание государственного долга не приносят существенный ущерб, соответственно, органы власти могут позволить себе такой способ финансирования дефицита. Учитывая тот факт, что в нынешних условиях российские госкомпании и банки с долей государственного участия попали в санкционные списки США и ЕС, а им по-прежнему нужно получать доходы с умеренными рисками, они главным образом обращаются к вложениям в государственные

облигации.

Обращение облигаций на вторичном рынке также позволяет управлять стоимостью заемных средств и реализовывать меры по регулированию ликвидности через операции на рынке. Выпуск облигаций позволяет государству привлекать инвестиции от более широкого круга инвесторов, что может снизить стоимость заемных средств по сравнению с векселями или банковскими кредитами. К тому же, государство обеспечивает кредиты имуществом, находящимся в его собственности. Другими словами, к преимуществам использования государственных займов также относится то, что на имуществе государства это не отражается.

Преобладание элемента облигационного финансирования в объеме долговых источников также можно объяснить тем, что согласно Постановлению Правительства РФ от 30.04.2020 г.

№ 619 и Постановлению Правительства РФ от 28 мая 2022 г. № 976, для поддержки регионов субъекты РФ полностью освободились от выплат по бюджетным кредитам в 2020 и 2022 годах. В 2023–2024 годах им разрешается погашать по 5% от суммы задолженности ежегодно, а с 2025 по 2029 год разрешено выплачивать долг по кредитам равными долями. Соответственно, за рассматриваемый в данном исследовании период кредиты в рамках бюджетной системы не приносили высокие доходы, позволяющие значительно покрывать дефицит федерального бюджета.

В исследованиях ученых выявлено, что выпуск облигаций является нейтральным для инфляции в краткосрочной перспективе, но в долгосрочной перспективе он может оказывать повышающее давление на нее. На практике Минфин продает крупные объемы ОФЗ государственным банкам, которые берут кредиты под залог купленных ОФЗ у Центрального банка через операции РЕПО. До 2022 года банки покупали ОФЗ преимущественно за счёт собственных резервов, хранившихся на депозитах в ЦБ РФ или его облигациях. В целом, такой механизм выгоден банкам, которые получают выигреш в разнице ставок кредита и купонной доходности. По сути, происходит эмиссия денежных средств, поскольку вновь созданные рубли используются для покупки государственного долга. Однако влияние на инфляцию вряд ли значительно, так как операции РЕПО по сумме намного меньше объема депозитов в банках. Вероятно, эта практика будет продолжена вплоть до 2025 года.

В отличие от развитых стран, которые часто следуют подобной практике финансирования дефицита собственного бюджета и чьи валюты являются резервными, например, доллар США, и соответственно, которые быстро расходятся по миру, все выпущенные рубли в России останутся внутри страны, увеличивая денежную массу и приводя к девальвации национальной валюты.

Помимо этого, критики отмечают, что государственные расходы, финансируемые за счет долга, в значительной степени компенсируются

вытесняющим эффектом долгового финансирования для частных инвестиций. Вытесняющий эффект для частных инвестиций проявляется различными способами. Было отмечено, что государственные заемные средства для финансирования дефицита бюджета приведут к увеличению спроса на кредитные средства, что вызовет повышение процентной ставки. Повышение процентной ставки приведет к сокращению частных инвестиций. Таким образом, рост государственных расходов, финансируемых за счет долга, вытесняет частные инвестиции. Теоретически, также и снижение цен на нефть способствует росту инфляции, и в таком случае Банку России приходится повышать процентные ставки. Вместе с увеличением предложения ОФЗ это приводит к повышению доходности облигаций и снижению цен на них. Но так на практике происходит не всегда. В начале 2020 года цены на нефть резко упали, а ЦБ РФ, стремясь поддержать спрос в условиях пандемии, все же снизил ключевую ставку до 4,25%, что является рекордно низким уровнем после 2013 года.

Сколько ресурсов должно быть мобилизовано за счет заимствования и создания денег правительством, зависит от того, используются ли полученные таким образом средства в производственных целях, которые обеспечивают более высокий рост ВВП. На наш взгляд, в такой развивающейся экономике, как российская, необходимо соблюдать тонкий баланс между объемом ресурсов, которые необходимо привлекать за счет налогообложения, заимствований (долгового финансирования) и вновь создаваемых денег.

Можно сделать вывод, что правительство РФ главным образом применяет ОФЗ для покрытия дефицита бюджета благодаря тому, что они имеют спрос со стороны инвесторов, это позволяет Минфину диверсифицировать купонные ставки и сроки погашения долга, а также дополнительно влиять на экономику и объем ликвидности. Главным недостатком современного механизма облигационного финансирования дефицита бюджета является эффект вытеснения рынка частных размещений, а также риск увеличения денежной массы, а следовательно, роста темпа инфляции.

**Библиографический список**

1. Антюхов А. Ю., Гусева И. А. Роль и перспективы развития замещающих облигаций на фондовом рынке России // КиберЛенинка [сайт].. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rol-i-perspektivy-razvitiya-zameschayuschih-obligatsiy-na-fondovom-rynke-rossii> (дата обр. 29.09.2024).
2. Бурлачков В. К. Координация бюджетной и денежно-кредитной политики: опыт ведущих стран и его использование в России // Вестник РЭА им. Г. В. Плеханова.. — 2021.. — № 10.. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/koordinatsiya-byudzhetnoy-i-denezhno-kreditnoy-politiki-opyt-veduschih-stran-i-ego-ispolzovanie-v-rossii> (дата обр. 29.09.2024).
3. Демильханова Б. А., Сулейманов А. А. Индексы облигаций федерального займа и ключевая ставка Банка России: оценка взаимосвязей // Актуальные исследования и разработки в области социально-экономических и технических наук : Материалы III Международной научно-практической конференции, Чистополь, 29 апреля 2022 года.. — Казань : Научно-исследовательский и образовательный центр, 2022.. — С. 86–91.
4. Дурманов И. И., Кирова И. В. Современное состояние государственного долга России: аналитический обзор // Экономика и бизнес: теория и практика.. — 2022.. — № 1–1.. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sovremennoe-sostoyanie-gosudarstvennogo-dolga-rossii-analiticheskiy-obzor> (дата обр. 29.09.2024).
5. Зарехин А. Н. Облигации федерального займа как инструмент российского рынка ценных бумаг // Фундаментальные и прикладные исследования в науке и образовании : Международная научно-практическая конференция (Волгоград, 2 июня 2023 года).. — Уфа : Omega Science, 2023.. — С. 104–109.. — URL: <https://os-russia.com/SBORNIKI/KON-503.pdf#page=104> (дата обр. 01.09.2024).
6. Колбасина А. А., Купрюхин А. А. Виды, доходность и риски облигаций федерального займа // Роль и значение науки в обществе и ее влияние на инновационное развитие : Международная научно-практическая конференция 07 июля 2022 г. (Таганрог).. — Уфа : Omega Science, 2022.. — С. 93–96.. — URL: <https://os-russia.com/SBORNIKI/KON-444.pdf#page=93> (дата обр. 01.09.2024).
7. Корсун А. А., Барсуков М. В. Анализ динамики внутреннего долга РФ, сформированного за счет выпуска долговых государственных ценных бумаг // Политика, экономика и инновации.. — 2021.. — 3 (26).. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-dinamiki-vnutrennego-dolga-rf-sformirovannogo-za-schet-vypuska-dolgovykh-gosudarstvennykh-tsennykh-bumag> (дата обр. 29.09.2024).
8. Кузнецова И. В., Черкашина Т. А. Современные тенденции развития российского рынка государственных облигаций // Научный вектор : сборник научных трудов. Выпуск 7.. — Ростов-на-Дону : Ростовский государственный экономический университет, 2021.. — С. 209–213.
9. Сущностные характеристики рынка государственных ценных бумаг: зарубежная и отечественная практика / Л. И. Бестужева [и др.] // Экономика, управление и право: новые траектории развития : Сборник научных статей по итогам национальной научно-практической конференции, Волгоград, 14 апреля 2022 года.. — Волгоград : Волгоградский институт экономики, социологии и права, 2022.. — С. 13–17.
10. Тищенко Т. В. Подходы к управлению государственными внешними заимствованиями: международный опыт // Вестник Института экономики Российской академии наук.. — 2019.. — № 6.. — С. 139–151.