

Поповская Евгения Александровна
магистрант
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
E-mail: murzina.ea8@gmail.com

Научный руководитель
Тропина Жанна Николаевна
доцент Департамента финансовых рынков и банков
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
E-mail: tropina_zanna@inbox.ru

Эволюция и современное состояние рынка облигаций федерального займа

Аннотация: Статья посвящена вопросам развития рынка государственных облигаций, специфике функционирования новых видов облигаций федерального займа.

Ключевые слова: облигации, государственные долговые ценные бумаги, облигации федерального займа, облигации с амортизацией долга, постоянный купон, переменный купон, фиксированный купон.

Evolution and Current State of the Bond Market Federal Loan

Abstract: the Article is devoted to the development of the government bond market, the specifics of the functioning of new types of Federal loan bonds.

Key words: bonds, government debt securities, Federal loan bonds, debt amortization bonds, permanent coupon, variable coupon, fixed coupon.

Государственные ценные бумаги весьма значимы как для экономик с развитыми, так и с развивающимися рынками.

Облигации федерального займа (ОФЗ) – это государственные долговые ценные бумаги Российской Федерации, которые выпускаются Министерством финансов РФ для покрытия дефицита федерального бюджета.

Первый выпуск ОФЗ в истории России состоялся в 1995 году. Первый выпуск ОФЗ был с переменным купоном [1]. Годом позднее начали выпускаться облигации федерального займа с постоянным купоном (ОФЗ-ПД). Позднее появился еще один вид ОФЗ – ОФЗ с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФК). С 2002 года начался выпуск облигаций с амортизацией долга (ОФЗ-АД). В последние пять лет появились еще три новых вида ОФЗ: с индексацией номинала (ОФЗ-ИН), бескупонные облигации (БОФЗ) и «народные» ОФЗ (ОФЗ-Н).

В период с 2000 г. ОФЗ становятся главным способом привлечения финансирования в федеральный бюджет. После кризиса 2008-2009 годов объем привлеченных при помощи ОФЗ средств начинает быстро расти. За последние восемь лет объем внутреннего долга России по ОФЗ увеличился более чем в 3 раза.

Дата	Показатель	БОФЗ	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-АД	ОФЗ-ИН	ОФЗ-Н	Размер внутр.го с. долга по ОФЗ
01.01.2012	Сумма, млрд.руб.	-	-	1823,7	1079,58	-	-	2903,28
	Вес,%	-	-	62,82	37,18	-	-	100,00
01.01.2013	Сумма, млрд.руб.	-	-	2248,15	1048,58	-	-	3296,73
	Вес,%	-	-	68,19	31,81	-	-	100,00
01.01.2014	Сумма, млрд.руб.	-	-	2688,85	1045,98	-	-	3734,83
	Вес,%	-	-	71,99	28,01	-	-	100,00
01.01.2015	Сумма, млрд.руб.	103,58	1000,00	2551,03	1038,56	-	-	4693,17
	Вес,%	2,21	21,31	54,36	22,13	-	-	100,00
01.01.2016	Сумма, млрд.руб.	-	1347,26	2710,35	791,17	141,77	-	4990,55
	Вес,%	-	27,00	54,31	15,85	2,84	-	100,00

01.01.2017	Сумма, млрд.руб.	-	1737,99	3051,10	680,06	163,63	-	5632,78
	Вес, %	-	30,85	54,17	12,07	2,90	-	100,00
01.01.2018	Сумма, млрд.руб.	-	1748,44	4283,62	538,84	168,79	39,16	6778,85
	Вес, %	-	25,79	63,19	7,95	2,49	0,58	100,00
01.01.2019	Сумма, млрд.руб.	-	1731,78	4929,43	416,87	253,45	55,63	7749,47
	Вес, %	-	22,34	63,60	5,38	3,26	0,72	100,00
01.01.2020	Сумма, млрд.руб.	-	1731,85	6474,75	345,03	371,25	64,22	9331,4
	Вес, %	-	18,56	69,39	3,7	3,97	0,69	100,00

Таблица 1. Структура задолженности по ОФЗ¹

Проанализируем структуру государственного долга за последние восемь лет с 2012 по 2020 год (Таблица 1).

До 2015 года основная доля в структуре долга по ОФЗ принадлежала облигациям с постоянным купоном ОФЗ-ПД: с 2012 по 2014 она выросла с 62,82 до 71,99 %. Однако с 2015 года доля ОФЗ-ПД начинает резко сокращаться: с 71,99% в 2014 до 54,36% в 2015. Вместе с тем появляется новый вид облигаций ОФЗ-ПК, - облигаций с переменным купоном.

Интерес к выпуску ОФЗ-ПК был обусловлен сокращением спроса на ОФЗ-ПД со стороны инвесторов-нерезидентов что было связано с ослаблением курса рубля к доллару и евро, санкций со стороны стран ЕС и США, а также снижения кредитного рейтинга России.

Затем в 2016 г. доля ОФЗ с постоянным купоном (ОФЗ-ПД) в составе внутреннего долга государства по ОФЗ продолжала снижаться: за год снижение составило 0,17 п.п. до 54,2 %. За 2017 г. доля ОФЗ-ПД выросла на 8,83 п.п. до 63,19 % (объем эмиссии ОФЗ-ПД по сравнению с 2016 г. увеличился на 774 млрд. руб., или на 113 %, до 1458 млрд. руб.). Причинами послужили следующие факторы: проведение операций обмена неликвидных выпусков ОФЗ-АД на ОФЗ с постоянным купоном (ОФЗ-ПД), растущий спрос

¹ Составлена по данным Министерства финансов РФ

иностранных инвесторов на ОФЗ-ПД, который был связан со снижением ключевой ставки Банка России, стабилизация экономики, ожидания продолжения смягчения Банком России денежно-кредитной политики и улучшение прогноза международными рейтинговыми агентствами Standard&Poor's и Fitch кредитного рейтинга Российской Федерации.

Что касается еще одной тенденции на рынке ОФЗ в период 2014–2015 гг., это было возобновление эмиссии ОФЗ-ПК в конце 2014 г. ввиду решения Министерства финансов РФ использовать выпуски ОФЗ-ПК на развитие банковской системы РФ. Совокупный объем выпуска облигаций по номинальной стоимости составил 2 трлн. руб., из которых 1 трлн. руб. облигаций был направлен в «Агентство по страхованию вкладов» как имущественный взнос. Остальные облигации на сумму 1 трлн. руб. были размещены по закрытой подписке. Как результат, доля ОФЗ-ПК в составе государственного внутреннего долга по ОФЗ в 2015 г. составила 21,3 %. Стоит также отметить, что по ОФЗ-ПК выпуска 2015 г. изменилась методика определения ставки купонного дохода: ее начали устанавливать на основе ставки РУОНИА²[4]. Ввиду нового порядка определения ставки купонного дохода выпуск ОФЗ-ПК в целом был правильным решением. В изменившихся экономических и политических условиях, когда наблюдалась повышенная волатильность процентных ставок ввиду введения санкций, снижение доверия инвесторов к кредитоспособности российской экономики, существенное падение кредитного рейтинга Российской Федерации и снижение курса рубля к доллару и евро, ОФЗ-ПК имели преимущество в виде меньшей волатильности цен и большей защищенности от процентного риска при инвестировании в сравнении с ОФЗ-ПД. Такое решение обеспечило привлекательность инструмента для инвесторов. Помимо этого расходы по ОФЗ-ПД могли быть выше из-за постоянной процентной ставки, что привело бы к падению спроса на них.

²Ставка RUONIA — это индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка «овернайт» российского межбанковского рынка, которая отражает оценку стоимости необеспеченного заимствования банков с минимальным кредитным риском (URL: https://www.cbr.ru/hd_base/ruonia/).

Эмиссия ОФЗ-ПК к концу 2015 г. обусловила повышение их доли до 27% в составе государственного внутреннего долга по ОФЗ, в 2016 г. — до 31 %. Совокупный объем выпуска ОФЗ-ПК за два года увеличился с 347 до 391 млрд. руб. Позднее в 2017 г. доля ОФЗ-ПК снизилась на 5 п.п. до 25,8 % ввиду сокращения объемов эмиссии ОФЗ-ПК до 210,5 млрд. руб. и увеличения объема выпуска ОФЗ-ПД. Такое изменение объяснялось относительной экономической стабильностью.

При более детальном рассмотрении рынка ОФЗ было установлено, что с 2012 г. Министерство финансов РФ не проводило эмиссию облигаций федерального займа с амортизацией долга, а также с 2015 г. начало производить обменные операции неликвидных ОФЗ-АД на ОФЗ с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). В результате чего количество ОФЗ-АД в составе задолженности по ОФЗ снизилось с 37 до 8 %. Снижению части ОФЗ-АД в составе задолженности по ОФЗ также способствовало падение спроса на ОФЗ-АД у пенсионных фондов из-за замораживания пенсионных накоплений в 2014–2016 гг. и рост спроса у иностранных инвесторов на ОФЗ иных видов — ОФЗ-ПК и ОФЗ-ПД [2].

Потребность в обменных операциях была вызвана ростом расходов на обслуживание ОФЗ-АД. После того, как произошли обменные операции на ОФЗ-ПД, это позволило уменьшить затраты на обслуживание внутреннего долга по ОФЗ на 67 млрд. руб. В результате обмена ОФЗ-АД были погашены на сумму 199 млрд. руб., а государственный внутренний долг по ОФЗ-ПД вырос на 156 млрд. руб. Такие операции Министерство финансов РФ продолжило производить до 2017 г. В 2016 г. для повышения ликвидности рынка ОФЗ был произведен обмен 8-ми выпусков ОФЗ-АД на сумму 64 млрд. руб. на 3 выпуска ОФЗ-ПД общей номинальной стоимостью 55 млрд. руб. В итоге государственный внутренний долг сократился на 7 млрд. руб. Годом позднее в 2017 г. Министерство финансов Российской Федерации обменяло 7 выпусков ОФЗ-АД общей стоимостью 57 млрд. руб. на 5 выпусков ОФЗ-ПД на сумму 55 млрд. руб. Это привело к уменьшению государственного внутреннего долга

Российской Федерации на 3,2 млрд. руб. В результате всех проведенных обменных операций расходы, связанные с обслуживанием государственного внутреннего долга в 2017 г., сократились на 18,8 млрд. руб. Но несмотря на это, долг по ОФЗ-АД составляет значительную часть задолженности по ОФЗ— почти 8 % и 7,5 % — в государственном внутреннем долге Российской Федерации.

В 2015 г. появился еще один новый вид облигаций ОФЗ-ИН – ОФЗ с индексируемым купоном. Держатели ОФЗ-ИН получают номинальную стоимость облигации, проиндексированной на рост индекса потребительских цен, при погашении. Это позволяет держателям ОФЗ-ИН снижать риск резкого скачка инфляции. Такие облигации стали привлекательны для инвесторов ввиду нестабильности национальной валюты и беспокойной геополитической обстановки [8; 9].

Основная причина появления нового вида ОФЗ – нестабильный курс рубля и потребность государства в дополнительных средствах инвесторов-нерезидентов в виде заимствований в ОФЗ.

Выпуск ОФЗ-ИН вызвал повышенный интерес у инвесторов: совокупный спрос на облигации (185 млрд. руб.) превысил почти в 3 раза совокупное предложение (71,14 млрд. руб.). В итоге при размещении ОФЗ-ИН удалось привлечь 18 % от совокупного объема средств [4]. В составе государственного внутреннего долга Российской Федерации по ОФЗ доля ОФЗ-ИН к концу 2015 г. составляла 2,8 %.

Еще одна отличительная черта рынка государственных облигаций РФ в 2012-2018 годах – это рост участия инвесторов- нерезидентов. В январе 2018 года доля нерезидентов достигла максимума – 33%. Доля иностранных инвесторов в ОФЗ тоже выросла с 2012 года до 20% (Рисунок 2). Причиной этому стала возможность осуществлять расчеты по ОФЗ путем использования счетов международных депозитарно-клиринговых систем Euroclear и Clearstream. [5].



Рисунок 2. Динамика объема ОФЗ у нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД³

Значительная доля нерезидентов в составе внутреннего государственного долга Российской Федерации может привести к риску негативных последствий для рынка ОФЗ при ухудшении экономической ситуации или новых санкциях.

В 2014 г. произошло снижение доли нерезидентов на рынке ОФЗ – она уменьшилась до 18,7 % , а с марта 2015 г. вновь начала расти. Причины такого изменения предпочтений инвесторов – изменение кредитных рейтингов России, укрепление курса национальной валюты, растущие цены на нефть и снижение ключевой ставки Банка России, которое стало следствием стабилизации инфляции. Все это привело тому, что рыночная цена ОФЗ упала, что в свою очередь повлекло рост доходности по государственным ценным бумагам. Все эти факторы сделали ОФЗ привлекательными для нерезидентов. Стоит также отметить, что иностранные инвесторы преимущественно инвестировали в долгосрочные бумаги, что связано с ростом предложения «длинных» выпусков.

Многие аналитики сходятся во мнении, что значительная доля нерезидентов - держателей ОФЗ может нести определенные риски, так как при ухудшении экономической ситуации в Российской Федерации именно эта ка-

³ Источник: Обзор рисков финансовых рынков № 2 (40), Февраль 2020, Информационно-аналитический материал ЦБ

тегория инвесторов может массово начать продавать ОФЗ, что приведет к падению спроса на ОФЗ и, как следствие, дополнительной нагрузке на бюджет [5]. В этой связи активность иностранных инвесторов на рынке ОФЗ постоянно отслеживается Министерством финансов РФ и Банком России. Рост или снижение риска, связанного с увеличением числа иностранных инвесторов на рынке ОФЗ, зависит от типа иностранных инвесторов: если преобладает число инвесторов-спекулянтов, риски увеличиваются. Тем не менее, важно отметить, что среди нерезидентов – держателей государственных облигаций ОФЗ преобладает доля долгосрочных инвесторов в виде крупных инвестиционных и пенсионных фондов, поэтому такой риск считается высоким.

В 2017 году появился еще один вид ОФЗ – так называемые «народные» облигации, ОФЗ-н. Это нерыночные облигации, у которых номинальная стоимость равна одной тысяче рублей. Минимальная стоимость приобретаемых облигаций — 30 тысяч рублей, максимальная — 15 миллионов рублей. Целью выпуска такого вида облигаций было развитие внутреннего долгового рынка России, привлечение населения к долгосрочным вложениям. Доля ОФЗ-н в структуре государственного внутреннего долга по ОФЗ совсем низкая — 0,69 %.

Изменения на рынке государственных облигаций в последнее время касаются роста объемов эмиссии, изменения видов ОФЗ, привлечения граждан к инвестициям в облигации. Заметно, что Министерство финансов РФ рассматривает ОФЗ как основной инструмент управления внутренним долгом страны.

В 2020 году ожидается выпуск облигаций федеральных займов, которые будут номинированы в юанях. Аргументами выбора валюты КНР являются высокий потенциал юаня как возможной новой резервной валюты, емкость долгового рынка Китая, а также перспективы растущей экономики Китая. ОФЗ, номинированные в юанях, планировалось выпустить еще в 2016 году, однако на тот момент размещение не было проведено ввиду внутренней политики Китая в отношении инвестиционной деятельности за рубежом. Главная цель

выпуска ОФЗ в юанях – это привлечение новой категории инвесторов на российский долговой рынок.

Развитие рынка государственных облигаций РФ зависит от многих факторов, но больше всего от темпов роста экономики государства, которые определяют объем государственных внутренних заимствований, а также от состояния долгового рынка и интереса инвесторов к ОФЗ.

Список источников

1. Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс] : URL: <https://www.cbr.ru/> (дата обращения: 23.11.2019).
2. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016-2018 годов. - URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/44188/onrfr_2016-18.pdf (дата обращения: 23.11.2019).
3. Официальный сайт ПАО Московская биржа [Электронный ресурс] : URL: <http://www.moex.com/> (дата обращения: 23.11.2019).
4. Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс] : URL: <https://www.cbr.ru/> (дата обращения: 23.11.2019).
5. Боровский В.Н., Новикова И. С. Государственные облигации Российской Федерации.// Science Time. 2016. №12 (36). С.70-76.
6. Дубовик И.В. Государственные облигации для населения: значение и перспективы.// Известия Байкальского университета. 2017. Т.27. №1. С.59-63.
7. Мухарева Е.А. Государственные облигации РФ: динамика и прогноз.// Форум молодых ученых. 2019. №6(34). С.803-806.
8. Тропина Ж.Н. Повышение экономической активности населения как способ преодоления демографического дисбаланса. Сборник. Моделирование демографического развития и социально-экономическая эффективность реализации демографической политики России. Материалы международной научно-практической конференции. Финансовый университет при

Правительстве Российской Федерации, Институт социально-экономических исследований РАН. 2015. С. 334-338

9.Тропина Ж.Н. Перспективы развития розничного инвестирования на облигационном рынке.//Контентус. 2018 №8

10. Тропина Ж.Н.Защита прав инвесторов на рынке облигаций. //Контентус. 2018 №8

11.Тропина Ж.Н. Кредитные рейтинги корпоративных облигаций. E-Scio. 2018. №7(22). С.44-49.

12.Тропина Ж.Н. Использование облигаций в инвестиционном страховании жизни.// E-Scio. 2018. №6(21). С.144-149.

13. Ягодин Д.В. Государственные и муниципальные облигации как источник финансирования инновационных проектов и программ.// Вестник научных конференций. 2017. №8-1 (24). С.135-136.

.