

## Перспективы спроса на российский внутренний долг

### Аннотация

Настоящая работа имеет целью анализ рынка внутреннего долга Российской Федерации с точки зрения возможностей привлечения средств для финансирования дефицита государственного бюджета на трехлетнем горизонте при ориентировочной потребности в них в объеме 1,0–1,2 % ВВП в год (в терминах чистых заимствований). При этом используется подход, связанный с обзором и характеристикой основных групп инвесторов, оценкой перспектив расширения спроса со стороны каждой из них, на основе статистических сопоставлений и качественных выводов. Основными инвесторами в российский внутренний госдолг являются российские банки, нерезиденты, а также институциональные инвесторы. Анализ показывает, что спрос со стороны банков ограничен в условиях неоднозначной ситуации в банковском секторе; спрос со стороны институциональных инвесторов сдерживается заморозкой накопительной части пенсионной системы. Для полной реализации бюджетных проектировок по привлечению заимствований, возможно, потребуются ценовое стимулирование, не исключено также нерыночное размещение долга в ограниченном объеме.

### Ключевые слова:

государственный долг, источники финансирования, ОФЗ, формирование спроса, база инвесторов, институциональные инвесторы

JEL: H63, H74

Стратегия финансирования дефицита, обозначенная в «Основных направлениях бюджетной политики на 2017 год и на плановый период 2018 и 2019 годов», указывает на вынужденное снижение роли суверенных фондов и формулирует принцип приоритетности (в ближайшее трехлетие) внутренних заимствований. Напомним, что принятый Закон о госбюджете на 2017–2019 гг. предполагает уровни дефицита в 3,2 % ВВП, 2,2 % ВВП и 1,2 % ВВП соответственно, в условиях прогнозируемого исчерпания Резервного фонда к концу 2017 г. Вместе с тем сформулирован и принцип ограниченного (из-за стремления избежать курсовых рисков) использования внешних заимствований, с их ориентацией в первую очередь на поддержание ликвидности рынка суверенных еврооблигаций<sup>1</sup>.

В 2017 г. объем чистых внутренних заимствований должен превысить 1 трлн руб., что заметно превосходит показатель ежегодных чистых заимствований на внутреннем рынке не только в 2016 г. (500 млрд руб.), но и все последние годы (если исключить антикризисный 1 трлн руб. облигаций федерального займа (ОФЗ), выпущенных в конце 2014 г., и пакет ОФЗ объемом 295 млрд руб., выпущенный в 2011 г. для санации Банка Москвы). С учетом предстоящих погашений, объем валового привлечения внутреннего долга в 2017 г. должен примерно в полтора раза увеличиться по сравнению с 2016 г. (табл. 1).

<sup>1</sup> Напомним, что в соответствии с Бюджетным кодексом РФ к внутреннему долгу Российской Федерации относятся обязательства, выраженные в национальной валюте, в т. ч. рублевые еврооблигации, а к внешнему долгу — обязательства в иностранной валюте. Этот подход, принятый и в настоящей статье, отличается от методологии платежного баланса (используемой Банком России), в соответствии с которой внешним долгом является долг перед нерезидентами.

Таблица 1

**Характеристики внутреннего долга  
по Закону о федеральном бюджете на 2017–2019 гг.**

Внутренний долг в ГЦБ	2016 (оцен.)	2017	2018	2019
Чистые привлечения млрд руб. % ВВП	500 0,6	1050 1,2	1050 1,1	1050 1,0
Валовые привлечения млрд руб. % ВВП	1200 1,4	1879 2,2	1581 1,7	1659 1,7
Внутренний долг на конец периода, % ВВП	7,4	8,3	9,0	9,5

Источник: Закон № 415-ФЗ от 19.12.2016 «О федеральном бюджете на 2017 год и на плановый период 2018 и 2019 годов».

В то же время опыт предыдущего десятилетия в наращивании внутреннего долга не вполне достаточен в новых условиях, поскольку в 2006–2015 гг. потребности в долговом финансировании дефицита бюджета (в те годы, когда не складывался профицит в результате роста нефтяных цен) существенно сглаживались за счет использования Резервного фонда.

Таблица 2

**Балансовые характеристики бюджета  
и показатели внутреннего долга в 2006–2015 гг.**

	Внутренний долг в ГЦБ на конец года, млрд руб.	Внутренний долг в ГЦБ на конец года, % ВВП	Баланс федерального бюджета, % ВВП	Чистое привлечение внутр. долга*, % ВВП
2006	1034	3,8	7,4	0,7
2007	1254	3,8	5,4	0,7
2008	1427	3,5	4,1	0,4
2009	1843	4,7	-6,0	1,1
2010	2468	5,5	-3,9	1,4
2011	3553	6,5	0,8	2,0 (1,5)
2012	4071	6,5	-0,1	0,8
2013	4432	6,6	-1,2	0,5
2014	5476	7,0	-1,1	1,3 (0,1)
2015	5573	6,9	-3,1	0,1

Примечание: \* в 2011 и 2014 гг. в скобках приведены показатели за вычетом объемных антикризисных пакетов ОФЗ, не относившихся к финансированию бюджетного дефицита (2011 г. — санация Банка Москвы, 2014 г. — взнос в АСВ на докапитализацию банков).

Источник: Минфин России.

Из табл. 2 видно, что только в кризисные 2009–2011 гг. объем чистых внутренних заимствований составлял 1,0–1,5 % ВВП, в прочие годы этот показатель имел заметно меньший относительный объем. Напомним, что в 2009–2011 гг. резко возросшая роль внутреннего госдолга побудила правительство провести срочные меры по модернизации рынка государственного долга: совершенствование инфраструктуры рынка, повышение ликвидности, расширение базы инвесторов, создание условий, более способствующих конкуренции различных инвесторских групп [1]. В частности, важным шагом явилось создание в 2012 г. центрального депозитария, благодаря чему впоследствии крупнейшие иностранные депозитарии Euroclear и Clearstream получили доступ к российскому рынку ценных бумаг, а иностранные компании и фонды — широкие возможности для инвестирования на этом рынке.

С точки зрения методологии «Диагностического механизма по развитию рынков облигаций в национальной валюте» [2], который был разработан в 2013 г. МВФ, Всемирным банком, ЕБРР и ОЭСР по поручению «Большой двадцатки», Россия существенно продвинулась в реформировании внутреннего рынка облигаций, в целом перейдя к стадии построения развитого облигационного рынка.

После досрочного погашения внешнего долга перед Парижским клубом в 2006 г. внутренний государственный долг России постепенно стал преобладать над внешним; оценочно на 1 января 2017 г. они составляли (с учетом гарантий) 9,3 % ВВП и 3,8 % ВВП соответственно. Впрочем, отношение внешнего долга к ВВП может оказаться обманчивым: в конце 2014 — начале 2015 г. этот показатель возрос почти вдвое в результате девальвации. Напомним, в 1998 г. шок оказался гораздо более тяжелым, когда внешний долг после обвала рубля увеличился с 31 до 117 % ВВП.

Наступающий новый период с высокой ролью внутреннего долга в бюджетном процессе, в условиях не самой благоприятной конъюнктуры по ценам на нефть и при внутренних проблемах с активизацией экономического роста, также требует особенно серьезного внимания к долговой политике.

Настоящая работа имеет целью анализ рынка российского внутреннего долга с точки зрения возможностей привлечения средств для финансирования дефицита государственного бюджета на трехлетнем горизонте при ориентировочной потребности в них в объеме 1,0–1,2 % ВВП в год (в терминах чистых заимствований). При этом используется подход, связанный с обзором и характеристикой основных групп инвесторов, оценкой перспектив расширения спроса со стороны каждой из них на основе статистических сопоставлений и качественных выводов.

## **СТРУКТУРА ИНВЕСТОРОВ ВНУТРЕННЕГО ГОСДОЛГА — ОБЩИЕ НАБЛЮДЕНИЯ И ВЫВОДЫ**

Следует отметить, что, к сожалению, такой важный официальный документ, как «Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации» на трехлетний период, был опубликован пока только дважды, в конце 2011 г. и в конце 2012 г.; в последние годы среднесрочной долговой стратегии посвящается только краткая глава «Основных направлений бюджетной политики». Отчасти это оправдывается низким уровнем госдолга (около 14 % ВВП, что весьма мало по международным сопоставлениям) и, как следствие, сниженной остротой долговых проблем. Однако напомним, что в 2013 г., во время председательства в «Группе двадцати», Россия инициировала пересмотр «Руководящих принципов управления государственным долгом» (МВФ и Всемирного банка), одним из положений которого является публикация среднесрочной долговой стратегии<sup>2</sup>.

Регулярная отчетность или официальная аналитика по структуре российского внутреннего долга по группам держателей (инвесторов) также не публикуется даже на ежегодной основе и в укрупненном представлении. Правда, ряд отдельных показателей, позволяющих примерно восстановить данную структуру, доступны в отчетности, прежде всего Центрального банка РФ и Министерства финансов РФ. Так, ЦБ РФ публикует «Объем вложений и долю нерезидентов на рынке ОФЗ», «Вложения банков в рублевые государственные ценные бумаги РФ», «Ключевые показатели некредитных финансовых организаций, в т. ч. вложения в облигации РФ». В дополнение к этому Минфин России раскрывает структуру госдолга по инструментам, а Внешэкономбанк (далее — ВЭБ) отчитывается по чистой стоимости своих активов и их структуре. Исследование подобных разрозненных данных

---

<sup>2</sup> Revised Guidelines for Public Debt Management. IMF-World Bank, Apr. 2014. Раздел «Прозрачность и отчетность», п. 2.2 «Публичная доступность информации по отчетности о стратегии управления госдолгом и долговыми операциях».

иногда наталкивается на трудности. Так, в статистике по укрупненной структуре держателей ОФЗ, которую Банк России перестал публиковать с осени 2014 г., ВЭБ (без специального примечания) объединялся с прочими кредитными организациями, что вряд ли методологически оправдано.

С точки зрения анализа спроса различных групп инвесторов российского внутреннего долга имеет смысл исключить небольшую часть долга, выраженную в облигациях внутренних облигационных займов (ОВОЗ) (рублевые еврооблигации, размещенные отдельным выпуском в 2011 г., до либерализации рынка ОФЗ для нерезидентов), а также и заведомо нерыночные государственные сберегательные облигации (ГСО). Принципиально важным является анализ спроса на основной тип облигаций внутреннего долга — ОФЗ, формирующие его более чем на 90 %.

В апрельской публикации 2015 г. С. Моисеев, директор Департамента финансовой стабильности Банка России, отметил три основные группы инвесторов на рынке ОФЗ:

- 1) банки, которые выступают якорными инвесторами и используют ОФЗ как высоколиквидный актив, помогающий выполнять нормативы ликвидности;
- 2) госсектор, куда относится АСВ, получившее в форме ОФЗ 1 трлн руб. на докапитализацию банков, а также Пенсионный фонд России и Внешэкономбанк;
- 3) нерезиденты, представленные преимущественно суверенными и частными фондами [3].

Удельный же вес прочих инвесторов, в частности страховщиков и негосударственных пенсионных фондов, относительно невелик (менее 5 % рынка ОФЗ).

На наш взгляд, предпочтительнее отнести Пенсионный фонд и ВЭБ как его главную управляющую компанию в группу институциональных инвесторов (как и страховщиков, НПФ и ПИФы), поскольку возможности их вложений в ОФЗ определяются большей частью общеэкономическими факторами — объемом пенсионных средств и статусом пенсионной реформы, а не отдельными политическими решениями, такими как антикризисные взносы государства в АСВ.

Относительная величина основных групп инвесторов в ОФЗ (по состоянию на середину 2016 г.) представлена на рис. 1, где также видно, что основными держателями ОФЗ являются банки и нерезиденты. Заметная доля рынка принадлежит также ПФР (ВЭБ и УК).

Рисунок 1

**Основные группы инвесторов на рынке ОФЗ (на 1 июля 2016 г.)**

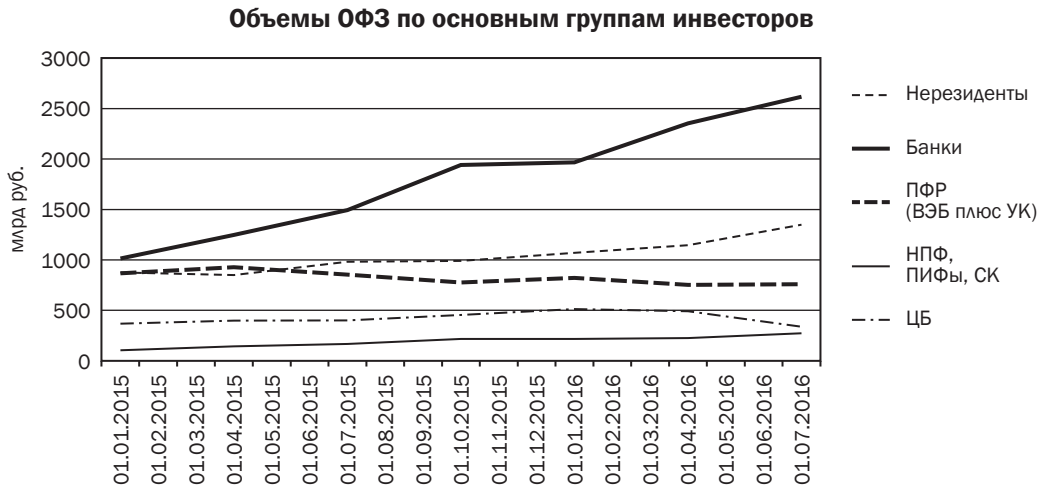


Источник: Банк России.

При рассмотрении динамики вложений в ОФЗ основных групп инвесторов (представленной на рис. 2) заметен стремительный рост ОФЗ на балансе банков с 2015 г., хотя он в большой мере был обусловлен распределением антикризисного пакета ОФЗ из АСВ в банковскую систему. Напомним, что его объем первоначально составлял 1 трлн руб., из которых 162 млрд руб. были впоследствии переданы в целях докапитализации госкомпаниям ОАК,

ГТАК и ПАО «Россети». Данный антикризисный пакет оказал существенное воздействие на структуру держателей ОФЗ с 2015 г., сначала сократив долю банков за счет АСВ, а затем заметно ее повысив по сравнению с предкризисным уровнем.

Рисунок 2



Источник: Банк России.

В целом динамика номинального объема ОФЗ на балансе коммерческих банков даже за вычетом антикризисного пакета в последние два года была восходящей. Намечалась также тенденция возрастания номинального объема рублевого долга РФ на счетах нерезидентов. Объем ОФЗ на счетах НПФ, страховых компаний и ПИФов остается относительно небольшим, однако последние два года устойчиво рос. В то же время объем пенсионных средств ПФР, вложенных в ОФЗ, в последние два года постепенно снижался.

### ПЕРСПЕКТИВЫ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ КАК ИНВЕСТОРА В ОФЗ

Российские банки приобретают ОФЗ большей частью в рамках управления ликвидностью и реализации краткосрочных стратегий инвестирования. В то время как нерезиденты предпочитают вкладываться в ОФЗ сроком от трех до десяти лет, российские кредитные организации предпочитают диапазон до трех лет. В структуре активов российских банков доля ценных бумаг не превосходит 15 %, при этом доля ОФЗ — не более 5 % (фактически последние семь лет она находилась в диапазоне 3–4 %). На 1 ноября 2016 г. данный показатель составлял 3,2 %.

Назовем «инерционным» спрос банков на ОФЗ, обусловленный только общим ростом банковской системы, т. е. при неизменной доле вложений ОФЗ в активах банков. При заданном процентном росте банковских активов<sup>3</sup> такой сценарий дает аналогичный процентный рост вложений в ОФЗ. В частности, учитывая, что в настоящее время активы банковской системы составляют округленно 97 % ВВП, получается, что годовой рост активов на 10 % соответствует расширению банковского спроса на чистое вложение в ОФЗ на 0,3–0,4 % ВВП.

На какие темпы роста банковского сектора можно рассчитывать в ближайшее трехлетие? В течение 2010–2014 гг. активы банковской системы росли в номинальном выражении на 13–22 % в год, в 2015 г. рост снизился до 7 %, что (особенно принимая во внимание роль переоценки валютной составляющей) близко к кризисному показателю

<sup>3</sup> В номинальном рублевом выражении.

2009 г. (5 %). Основные причины этого торможения — в падении инвестиционной активности и спроса на деньги, а также в более осторожной кредитной политике банков.

В 2016 г. тенденция торможения в банковском секторе продолжилась и усугубилась. По данным на 1 декабря, с начала 2016 г. активы упали на 3,2 %, кредиты нефинансовым предприятиям — на 5,6 %, хотя кредиты физлицам на 1,0 % выросли. Уровень проблемных и безнадежных ссуд поднялся до 9,8 % (на 1 ноября) по сравнению с 8,3 % на начало 2016 г. Рост доли «плохих» кредитов, в частности, означает большее резервирование на возможные потери и ужесточение требований к заемщикам по новым кредитам.

В то же время положительным фактором выступает существенное снижение потребительской инфляции в 2016 г., до 5,4 % по сравнению с 9,8 % в 2015 г., и дальнейшее планируемое понижение ИПЦ до 4,0 %, что должно удешевить привлечение пассивов, в частности позволит банкам понизить ставки по депозитам. Другая позитивная тенденция 2016 г. — постепенное улучшение показателей по банковской прибыли: рентабельность активов (ROA) за десять месяцев возросла с 0,3 до 0,9 %, рентабельность капитала (ROE) — с 2,3 до 7,9 %.

Кроме того, в целом по экономике ожидается переход к положительным, но низким темпам роста (ноябрьский прогноз Минэкономразвития в базовом сценарии предполагает их увеличение с 0,6 % в 2017 г. до 2,1 % к 2019 г.).

Однако, суммируя вышеизложенное, упомянутые негативные факторы не позволяют делать слишком оптимистичные прогнозы о быстром восстановлении роста банковских активов (до наблюдавшихся в 2010–2014 гг.); более логичным выглядит предположение о постепенном переходе к положительному, но невысокому росту активов (в номинальном выражении) — до 10 % к 2019 г. В этом случае, как указывалось выше, инерционный спрос со стороны банков позволит расширить вложения в ОФЗ не более чем на 0,4 % ВВП.

Естественно, доля ОФЗ в банковских активах не обязана оставаться на одном уровне. Что могло бы увеличить эту долю? Либо ухудшение ситуации с качеством кредитов — но это не вполне соответствует прогнозам о переходе к позитивной фазе экономического цикла. Либо ухудшение ситуации с ликвидностью — чего трудно ожидать, поскольку последнее время речь идет скорее о ее избытке. Остается фактор относительно высоких ставок по ОФЗ — отметим, что текущие ставки (на уровне 8 %, по индексу доходности Cbonds-GBI RU YTM) уже превышают 2,5 % в реальном выражении. Значит, с учетом объемных потребностей в привлечении заимствований по ОФЗ в ближайшие три года вряд ли возможно значительное снижение ставок.

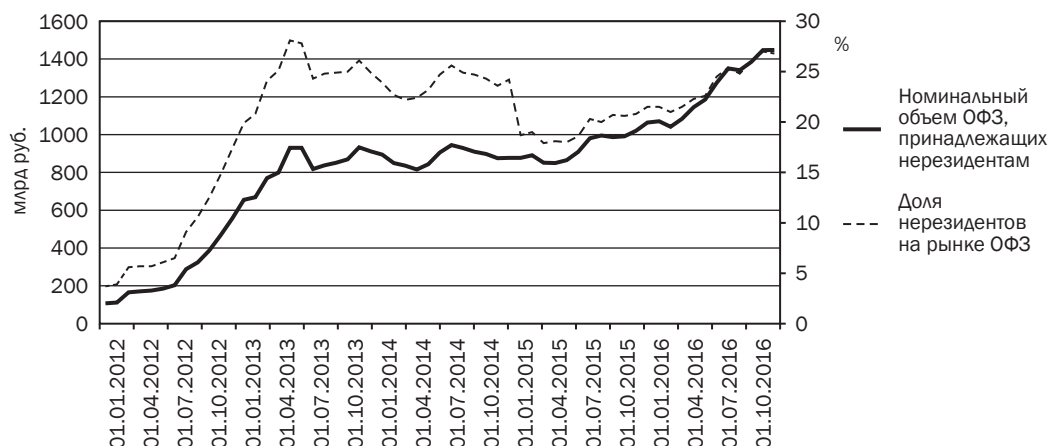
## **СПРОС НЕРЕЗИДЕНТОВ НА ОФЗ — ТЕНДЕНЦИИ И ПЕРСПЕКТИВЫ**

Рассмотрим данные по доле иностранных участников на рынке ОФЗ и по динамике номинального объема их вложений.

График показывает, что в 2012-м — начале 2013 г. доля нерезидентов резко выросла благодаря институциональной реформе — либерализации рынка ОФЗ; с середины 2013 г. по конец 2014 г. эта доля принципиально не менялась. В начале 2015 г. она упала, но, как показывает динамика номинального объема, не оттого, что иностранные инвесторы распродают данный актив, а ввиду прочих обстоятельств, прежде всего появления антикризисного пакета ОФЗ на 1 трлн руб. С середины 2015 г. и доля, и номинальный объем ОФЗ на руках у нерезидентов уверенно росли. Важным фактором здесь явилось то, что, несмотря на снижение в начале 2015 г. суверенного рейтинга РФ по обязательствам в иностранной валюте ниже инвестиционного уровня двумя из трех международных рейтинговых агентств (S&P и Moody's), Россия сохраняет инвестиционный уровень рейтинга по обязательствам в национальной валюте от двух агентств (S&P и Fitch), и даже без «негативного» прогноза.

Рисунок 3

**Динамика объема вложений и доли нерезидентов в ОФЗ**



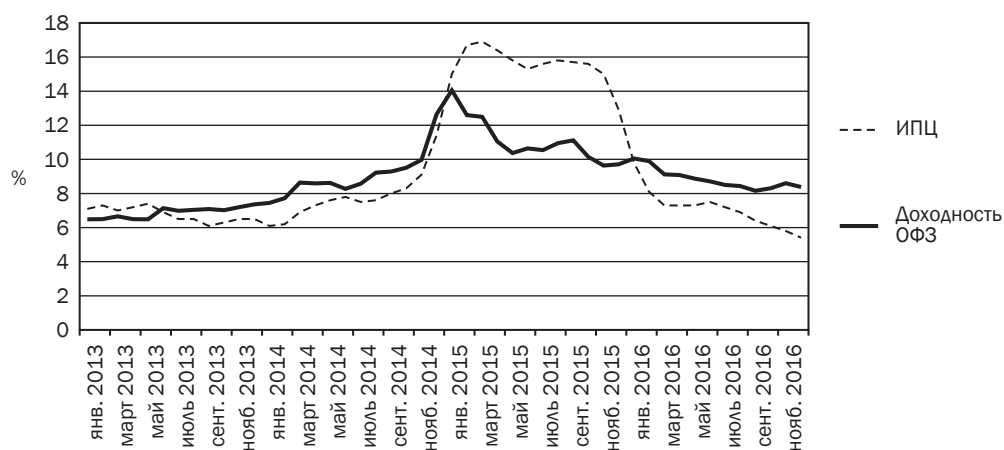
Источник: Банк России.

Причины роста рублевых вложений нерезидентов в ОФЗ связаны с привлекательной реальной доходностью по данным бумагам в условиях умеренных рисков. Также на их рост повлияла недавняя девальвация рубля, которая усилила покупательную способность иностранных инвестиционных фондов, включающих в свой портфель рублевые активы.

Сопоставим индексную доходность ОФЗ и уровень 12-месячной инфляции с 2013 г. (см. рис. 4). При интерпретации графика следует учесть, что годовая накопленная инфляция, ввиду влияния шока декабря 2014 г., в 2015 г. не вполне ясно иллюстрировала ожидаемую инфляцию, важную с точки зрения расчета реальных ставок. Уже за апрель-июль 2015 г. накопленная за четыре месяца инфляция была ниже соответствующих периодов 2013 и 2014 гг., что сформировало ожидания невысокой инфляции и положительной реальной доходности по ОФЗ. К концу 2016 г. реальные ставки по ОФЗ превышали 2 %.

Рисунок 4

**Доходность ОФЗ (Cbonds-GBI RU YTM) и ИПЦ (к соответствующему месяцу предыдущего года)**



Источник: Банк России, Cbonds.

Очевидно, потенциальные инвесторы-нерезиденты также сопоставляют уровень доходности по ОФЗ с альтернативными возможностями вложений. Прежде всего базовым внешним индикатором являются показатели условно безрисковых активов, таких как американские казначейские облигации. На начало января 2017 г. доходность к погашению UST 10Y составляла 2,5 %, а пятилетних бумаг UST 5Y — 1,9 % при инфляции доллара 2,1 % по итогам 2016 г., то есть показатели остаются очень невысокими в реальном выражении<sup>4</sup>.

Для нерезидентов, вкладывающих валютные ресурсы в рублевые активы, важны также курсовые риски. В настоящее время, после шоковой девальвации конца 2014 — начала 2015 г. и при снижении цен на нефть до многолетнего минимума, по-видимому, сложно ожидать заметной девальвации рубля. В 2016 г. рубль существенно укрепился по сравнению с началом года; в целом все известные прогнозы на 2017–2019 гг. (например, МЭР или консенсус-прогноз Центра развития) учитывают, что двукратная девальвация на рубеже 2014–2015 гг. обуславливает существенный эффект базы.

Другим важным моментом является вопрос о повышении базовой ставки ФРС США. В настоящее время ставка находится на низком уровне 0,5–0,75 %, общая стратегия ФРС предполагает ее постепенное повышение, однако оно происходит более медленными темпами, чем можно было ожидать. Наиболее вероятным прогнозом представляется очень постепенное повышение ставок ФРС. Причем, по заявлениям руководителей ФРС, в долгосрочной перспективе ставки должны находиться на относительно невысоком уровне, порядка 3 %.

Таким образом, логично сделать предположение о сохранении привлекательности для нерезидентов вложений в ОФЗ и продолжении тенденции роста этих вложений, наметившейся с середины 2015 г. Это могло бы позволить в 2017–2019 гг. осуществить чистое размещение ОФЗ среди нерезидентов в объеме до 0,4–0,5 % ВВП в год (как это было в 2016 г.).

### **СПРОС НА ОФЗ СО СТОРОНЫ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ**

По данным на 1 июля 2016 г. на институциональных инвесторов (ВЭБ и другие УК ПФР, НПФ, СК, ПИФы) приходилось около 18 % объема внутреннего госдолга РФ в ценных бумагах.

Структура спроса на ОФЗ со стороны институциональных инвесторов при этом сложилась следующая: около 70 % принадлежат ВЭБу (как ГУК ПФР), 15 % — НПФ, 10 % — страховым компаниям, остальные несколько процентов — прочим УК ПФР и ПИФам. Средства НПФ, вкладываемые в ОФЗ, в свою очередь более чем на 70 % состоят из переданных из ПФР пенсионных накоплений (остальное — собственные пенсионные резервы). Таким образом, более 80 % средств институциональных инвесторов, вкладываемых в госдолг, имеют источник в накопительной части пенсионной системы. Однако, как известно, в силу заморозки пенсионных накоплений, утвержденной правительством в 2014–2016 гг. и продлеваемой на 2017 г., этот источник не пополняется.

Напомним, что недавние стратегические документы, такие как «Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг.», указывали на нежелательность отказа от накопительной части пенсии. Аргументы касались источников спроса на государственные внутренние заимствования, привлекательности для иностранных инвесторов присутствия на рынке крупных местных игроков и наличия «пенсионных денег» как фактора стабильности рынка. Также и в итоговом экспертном докладе по «Стратегии-2020» [4] подчеркивалось, что, как показывает международный опыт,

---

<sup>4</sup> Доходности казначейских облигаций США приведены по данным агентства *Sbonds*, индекс потребительских цен в США — по данным Бюро статистики труда США ([www.bls.gov](http://www.bls.gov)).

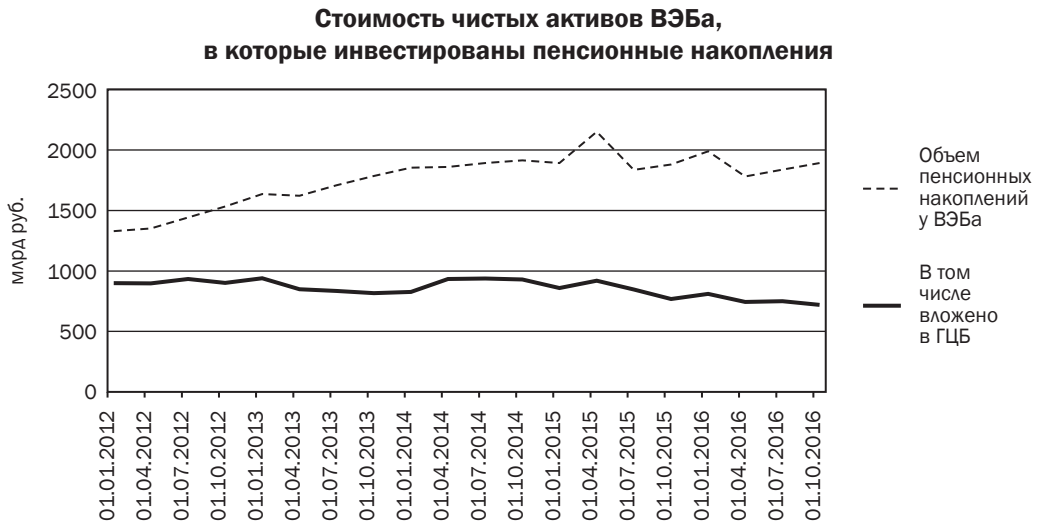


без внутренних инвесторов невозможно построить финансовый центр даже локального масштаба. А с учетом разной природы рисков распределительной и накопительной систем необходима их комбинация в целях устойчивости пенсионной системы.

Однако в последние годы, в условиях давления на бюджет, правительство сделало нелегкий выбор в пользу решения насущных бюджетных проблем за счет уступок в положениях экономической стратегии. Не только в отдаленной перспективе, но и в ближайшие годы это ограничит возможности размещения госдолга среди институциональных инвесторов (впрочем, в объеме кратно меньшем, чем замороженные и переданные в бюджет накопления).

На следующем графике изображена динамика объема пенсионных накоплений под управлением ВЭБа, а также динамика той их части, которая вложена в ОФЗ.

Рисунок 5



Источник: ВЭБ.

Можно констатировать, что вложения ВЭБа в ОФЗ с начала 2012 г. в номинальном выражении снизились, причем они не росли даже в 2012–2013 гг., когда общий объем пенсионных накоплений, переданных ВЭБу в управление, возрастал. Отчасти причиной снижения объема пенсионных накоплений банка, вложенных в ОФЗ, явилось некоторое снижение консервативности его инвестиционного портфеля, хотя и в настоящее время в ОФЗ инвестируется около 40 % объема управляемых ВЭБом пенсионных накоплений.

Другой причиной стала реформа НПФ. Напомним, что в соответствии с принятым в конце 2013 г. федеральным законом<sup>5</sup> все НПФ, осуществляющие деятельность в качестве страховщиков по обязательному пенсионному страхованию, должны были завершить реорганизацию в акционерные общества до 1 января 2016 г. Реорганизованные НПФ включались в систему гарантирования пенсионных накоплений. Указанные меры в последние годы повысили доверие к системе НПФ.

Кроме того, в декабре 2015 г. истек срок выбора гражданами варианта пенсионного обеспечения с отчислением в накопительную часть 6 % страхового взноса, что стимулировало активность населения. В результате, как сообщает Банк России, в 2015 г. из ПФР в НПФ было переведено 4,1 млн человек и количество застрахованных в НПФ превысило

<sup>5</sup> Федеральный закон от 28 декабря 2013 г. № 410-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон „О негосударственных пенсионных фондах“ и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

30 млн человек. При этом объем пенсионных накоплений НПФ по итогам 2015 г. вырос на 51 %, составив 1,7 трлн руб. сравнительно с 2,1 трлн руб. в ПФР.

Рисунок 6



Источник: Банк России.

Рис. 6 показывает также, что помимо пенсионных накоплений НПФ характеризовались в последние полтора года уверенным ростом резервов; вложения страховых компаний в ОФЗ также имели выраженный позитивный тренд. Впрочем, масштабы их инвестиций, как отмечалось, невелики.

В целом негативные и позитивные тенденции динамики вложений институциональных инвесторов в ОФЗ с 2015 г. примерно компенсировались, и суммарный объем их инвестиций в ОФЗ изменялся без явного тренда в диапазоне 1,0–1,1 трлн руб. Проведенный анализ позволяет сделать вывод об отсутствии заметных перспектив наращивания спроса на ОФЗ со стороны институциональных инвесторов в среднесрочном периоде.

### НЕРЫНОЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ ОФЗ

Сопоставим объем привлечения на аукционах с общим объемом привлечения внутреннего долга с 2010 года.

Таблица 3

**Структура размещения внутреннего долга в государственных ценных бумагах в 2010–2016 гг., млрд руб.**

	Чистые привл.	Погашения	Валов. привл.	Аукционы	Доля аукц., %	ВВП	Валов. привл./ ВВП, %	Нерын. привл./ ВВП, %
2010	624	257	881	516	59	45 166	2,0	0,8
2011*	700	292	991	817	82	54 586	1,8	0,3
2012	518	425	943	795	84	62 357	1,5	0,2
2013	368	463	831	817	98	66 689	1,2	0,0
2014*	43	316	359	158	44	77 893	0,5	0,3
2015	97	579	677	636	94	80 413	0,8	0,1
2016	518	569	1086	1028	95	82 815	1,3	0,1

Примечания: \* в отмеченные годы объемы привлечения заимствований приведены за вычетом антикризисных пакетов и облигаций ОВОЗ; ВВП за 2016 г. — ноябрьский прогноз Минэкономразвития. Источник: данные Минфина России, Сbonds, Росстата.

Источники данных табл. 3 таковы: чистые привлечения из статистики Минфина России по госдолгу, выраженному в ценных бумагах; объемы привлечения на аукционах и объемы погашений — по данным агентства Cbonds. В 2011 г. объем нерыночных привлечений рассчитан как валовые привлечения за исключением аукционов, выпуска ОФЗ в объеме 295 млрд руб. в связи с санацией Банка Москвы и без учета выпуска рублевых еврооблигаций в объеме 90 млрд руб. В 2014 г. из объема привлечений исключен антикризисный 1 трлн руб., а именно ОФЗ-ПК пяти выпусков 29006–29010, по 200 млрд руб. которых было передано в качестве взноса АСВ для целей докапитализации банковской системы.

С учетом естественных корректировок в 2011 и 2014 гг., по приведенным данным можно сделать интуитивно предсказуемый вывод о сокращении доли нерыночных заимствований при улучшении конъюнктуры и при постепенном восстановлении экономики после кризиса. В наиболее плохие годы, отраженные в таблице, 2010-й и 2014-й, доля нерыночных привлечений составляла около половины совокупных произведенных в рублевых облигациях заимствований. В спокойный 2013 г. доля нерыночных привлечений составила только 2 % от рублевых заимствований и менее 0,1 % по отношению к ВВП. Однако в сложный по конъюнктуре 2015 г. правительство избегало нерыночных привлечений, что отчасти объясняется необходимостью сгладить эффект вливания в экономику антикризисного пакета ОФЗ на 1 трлн руб.

В принципе, многие страны прибегают в кризисные периоды к использованию нерыночных источников для снижения давления на долговой рынок. В работе [5] отмечается, что это свойственно и долговой политике ведущих развитых стран, таких как США.

Среди видов нерыночных привлечений можно выделить следующие: 1) размещение ГСО; 2) покупка ОФЗ Центральным банком; 3) адресное размещение ОФЗ вне аукциона.

В настоящее время в обращении находятся ГСО двух видов: с фиксированной и постоянной процентной ставкой. Если ГСО с фиксированной ставкой с 2010 по 2016 г. оставались на невысоком постоянном уровне 132 млрд руб., то ГСО с постоянной ставкой в последние годы как размещались, так и погашались. Объемные размещения ГСО-ППС состоялись в 2011, 2012, 2014 гг., в то время как в 2015 г. сегмент ГСО только сокращался. В относительном измерении объем госдолга в ГСО составлял около 1,0 % ВВП в конце 2012 г., а к 2016 г. снизился до 0,5 % ВВП.

Рассмотрим также динамику объема портфеля гособлигаций на балансе Банка России по статье баланса «Активы. Долговые обязательства Российской Федерации». Валютная разбивка здесь не представлена, но исходя из отсутствия колебаний данной величины в период резкой девальвации конца 2014 — начала 2015 г., можно предположить, что данная статья формируется (почти исключительно) на основе рублевых гособлигаций.

В 2010–2014 гг. объем портфеля гособлигаций на балансе ЦБ РФ оставался в целом постоянным в номинальном выражении, на уровне около 350 млрд руб., и, значит, сокращался в относительном выражении (как доля ВВП). Во второй половине 2015 г. произошло наращивание данного актива до порядка 520 млрд руб., или 0,6 % ВВП, в 2016-м он сократился до 0,4 % ВВП (на 1 сентября — 328 млрд руб.).

В упомянутой публикации 2015 г. С. Моисеев отмечал, что в силу малой емкости рынка ОФЗ Банк России не может проводить масштабные операции с ОФЗ (подрывая тем самым его ликвидность и рыночные условия ценообразования) [3]. По сравнению, к примеру, с США, где рынок гособлигаций достигает 72 % ВВП, в России номинальная стоимость ОФЗ только около 7 % ВВП. Можно заметить в связи с этим, что если на балансе ФРС США имеется порядка 14 % ВВП казначейских облигаций, то, вероятно, небольшое постепенное увеличение пакета ОФЗ у Банка России до пропорциональной величины в 1 % ВВП не исказит рынок. Впрочем, Банк России по определению является независимым институтом и управляет своим портфелем ОФЗ, исходя прежде

всего из собственных задач, таких как обеспечение оптимального уровня ликвидности в банковской системе.

Что касается адресного размещения ОФЗ вне аукционов (не связанного с антикризисными мерами финансовой поддержки), наиболее заметным практическим примером относительно недавнего времени является реализация долговой политики в декабре 2010 г. Тогда на вторичных торгах во внесистемном режиме (адресные сделки) Минфин России доразместил семь выпусков ОФЗ-ПД. Объем данного экстренного нерыночного размещения в 137,5 млрд руб. соответствовал в декабре 2010 г. 0,3 % ВВП (при этом в том же месяце Банк России выкупил ОБР на 85 млрд руб.).

С точки зрения долговой стратегии нерыночные размещения не являются перспективным компонентом долга. В «Основных направлениях бюджетной политики на 2017–2019 годы» Минфин ориентируется на формирование тенденции к преобладанию эталонных выпусков ОФЗ с постоянными ставками купонного дохода и стандартными сроками погашения. Это касается не только подхода к размещению новых выпусков, но и дополнительных мер по повышению ликвидности обращающихся выпусков: как известно, в 2015 и 2016 гг. были проведены объемные (до 200 млрд руб.) операции по обмену неликвидных выпусков ОФЗ-АД. Такие операции предусмотрены и в Законе о федеральном бюджете на 2017–2019 гг.

Однако, понимая нежелательность (в стратегическом плане) нерыночных размещений, на основе результатов последних лет и проведенных сопоставлений все же можно сделать вывод о возможностях изыскания ресурсов для годового нерыночного привлечения госдолга в объеме порядка 0,3 % ВВП без заметных побочных последствий.

### ВЫВОДЫ

Низкий относительный объем государственного долга России обуславливает неплохие возможности использования источников долгового финансирования без существенного увеличения долгового бремени. Однако перспективы наращивания наиболее актуальной части долга — внутреннего — тесно связаны с емкостью спроса со стороны основных групп инвесторов, с перспективами его расширения. Проведенный анализ показывает наибольшую значимость в формировании спроса на ОФЗ таких групп, как российские банки и нерезиденты.

Существующие тенденции не позволяют прогнозировать высокие темпы роста банковских активов в ближайшие три года. С другой стороны, нет весомых оснований ожидать и сдвига в структуре банковских активов в пользу ОФЗ за счет факторов, отличных от ценовых. То есть «инерционный» спрос на ОФЗ со стороны кредитных организаций ограничен.

С середины 2015 г. наметилась тенденция роста вложений нерезидентов в ОФЗ на фоне привлекательной реальной доходности данного инструмента, обладающего, кроме того, инвестиционным уровнем рейтинга от двух из трех международных агентств. Можно ожидать, что повышенный спрос со стороны нерезидентов в 2017–2019 гг. на ОФЗ сохранится при неизменности базовых предпосылок (снижения рублевой инфляции, отсутствия существенных негативных ожиданий по курсу рубля, небыстрого повышения ставок ФРС и ЕЦБ).

В то же время расширение спроса со стороны еще одной группы — институциональных инвесторов — в трехлетней перспективе вряд ли возможно, прежде всего по той причине, что более 80 % их средств, вкладываемых в госдолг, имеют источник в накопительной части пенсионной системы, которая не пополняется.

В совокупности ожидаемое расширение спроса на ОФЗ со стороны данных трех основных групп инвесторов само по себе может оказаться недостаточным для привлечения чистых внутренних заимствований на целевом уровне 1,0–1,2 % ВВП ежегодно

в 2017–2019 гг. Однако для выполнения бюджетных проектировок могут быть использованы ценовые стимулы (т. е. сохранение относительно высоких ставок по ОФЗ при снижающейся инфляции) либо, в ограниченном объеме, нерыночные привлечения.

### Библиография

1. Афанасьев Я. М. Долговая политика России: новые тенденции // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал, 2011. № 4. С. 143–150.
2. Local Currency Bond Markets – A Diagnostic Framework [Электронный ресурс] / IMF, WB, EBRR, OECD, July 9, 2013. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/070913.pdf>.
3. Моисеев С. Почему Центробанк не экспериментирует на рынке госдолга [Электронный ресурс] / Forbes.ru. 14.04.2015. Режим доступа: <http://www.forbes.ru/finansy-column/regulirovanie/285711-pochemu-tsentrobank-ne-eksperimentiruet-na-rynke-gosdolga>.
4. Стратегия-2020: Новая модель роста — новая социальная политика. Итоговый доклад о результатах экспертной работы по актуальным проблемам социально-экономической стратегии России на период до 2020 года / Под науч. ред. В. А. Мау, Я. И. Кузьмина. РАНХиГС, НИУ ВШЭ. М.: Дело, 2013.
5. Филина С. Ю. Управление государственными заимствованиями: зарубежная практика // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 3. С. 89–97.

### Автор



**Беляков Игорь Вячеславович**, к. ф.-м. н., руководитель направления «Финансовые рынки» Экономической экспертной группы; ст. науч. сотр. Центра бюджетного анализа и прогнозирования, Научно-исследовательский финансовый институт (e-mail: [igor.belyakov@eeg.ru](mailto:igor.belyakov@eeg.ru))

---

**I. V. Belyakov**

## Prospects of Demand for Russia's Ruble-Denominated Debt

### Abstract

*The paper is focused on the analysis of the ruble-denominated debt of the Russian Federation in order to evaluate opportunities for federal budget deficit financing at the required level of 1,0–1,2 % GDP per year in 2017–2019 (in terms of net borrowing). Chosen approach helps to review and characterize the investor base of the ruble-denominated public debt in Russia and evaluate the prospects for the demand growth in each of the main investor groups on the basis of statistical comparisons and qualitative conclusions. The investor base of Russia's ruble-denominated public debt consists mainly of Russian commercial banks, non-residents and institutional investors. The analysis shows that demand of the banks is restricted due to the complex and controversial tendencies in the banking sector; the demand of the institutional investors is limited due to the consequences of the pension system reform. Therefore, it is probably that OFZ bond pricing incentives and non-market debt placement could be used for the complete implementation of the government's borrowing program.*

### Keywords:

public debt, funding sources, OFZ, demand generation, investor base, institutional investors

**JEL:** H61, H70, H71

**Belyakov Igor V.**, PhD (Physics and Mathematics), Head of Capital Markets Division, Economic Expert Group<sup>1</sup>; Senior Researcher at the Center for the Budgetary Analysis and Forecasting, Financial Research Institute<sup>2</sup> (e-mail: [igor.belyakov@eeg.ru](mailto:igor.belyakov@eeg.ru))

### Author's affiliation:

1 — Economic Expert Group, Moscow 109012, Russian Federation

2 — Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation