



УДК 65.012.3

Развитие внутреннего рынка государственного долга России: факторы формирования, перспективы изменения

Е. В. Огурцова, И. В. Комков

Огурцова Елена Вячеславовна, кандидат экономических наук, доцент, заведующий кафедрой экономической теории и национальной экономики, Саратовский национально исследовательский государственный университет имени Н. Г. Чернышевского, tirolmen@yandex.ru

Комков Иван Викторович, магистр кафедры экономической теории и национальной экономики, Саратовский национальный исследовательский государственный университет имени Н. Г. Чернышевского, ivan_komkov@mail.ru

Введение. Статья посвящена анализу факторов формирования внутреннего долга Российской Федерации, перспектив развития внутреннего рынка государственных заимствований. Актуальность вопроса, связанного с внутренним долгом страны, усиливается сложной геополитической обстановкой, сложившейся вокруг России. В результате роста политической напряженности по отношению к российской экономике были введены ограничения доступа к внешним источникам финансирования. В этих условиях актуализируется вопрос развития внутреннего рынка государственного долга РФ. **Теоретический анализ.** В статье проанализированы основные факторы увеличения объемов внутренних заимствований, а именно: «майские указы» президента, низкая эффективность их реализации и санкции США и ЕС, которые ограничивают доступ к внешним ресурсам. **Эмпирический анализ.** Проведен анализ перспективного спроса на государственные облигации в качестве основного инструмента государственного заимствования на внутреннем рынке среди крупнейших держателей облигаций федерального займа – банков и нерезидентов. **Результаты.** В ходе изучения причин наращивания внутреннего долга выявлена проблема ограниченности спроса на государственные облигации. Предложены меры по исправлению этой ситуации.

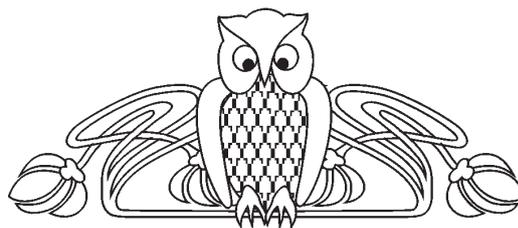
Ключевые слова: внутренний долг, облигации федерального займа, бюджетный дефицит, эффективность бюджетной политики.

DOI: <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2019-19-3-246-256>

Введение

В современных условиях финансовая система является определенным индикатором состояния всей экономики. Вместе с тем финансовая система страны – это и ключевой экономический регулятор, воздействие которого на национальную экономику может ускорить или замедлить ее развитие.

Определить состояние экономики страны, качественные его изменения, вектор данных



изменений возможно с помощью различных параметров и характеристик. Финансовый климат государства, его проблемы и перспективы оцениваются, в первую очередь, состоянием государственного бюджета, размером его дефицита/профицита, его динамикой, а также собственно величиной государственного долга – агрегированной характеристикой этого дефицита.

Теоретический анализ

Российское законодательство делит государственный долг на внешний и внутренний. Согласно ст. 6 Бюджетного кодекса Российской Федерации, внутренним государственным долгом являются долговые обязательства, возникающие в валюте Российской Федерации, а также обязательства субъектов Федерации и муниципальных образований перед РФ, возникающие в иностранной валюте в рамках использования целевых иностранных кредитов (заимствований) [1]

Исследованием проблем государственного долга занимаются многие отечественные ученые. В работах А. Вавилова, Г. Трофимова, Б. Хейфец, А. Илларионова представлены особенности стабилизации государственного долга России. Управление государственным долгом исследуется в трудах А. Попковой, А. Улюкаева, М. Куликова, К. Астапова, Ю. Воронина. Динамика госдолга России анализируется в статьях А. Смирнова, А. Миронова и М. Гордиенко. Вопросы прогнозирования государственного долга рассматривают Е. Брюхов и Т. Осечкин. Особенностью данных исследований стало установление корреляции динамики государственного долга и динамики развития отечественной экономики, что позволило: спрогнозировать в среднесрочном периоде (2013–2017 гг.) объемы внутреннего и внешнего долга, построив тренды временных рядов; сформулировать подход к построению стабилизационной политики.

Текущий этап экономического развития характеризуется стремительным ростом внутреннего долга РФ, как в абсолютном выражении, так и в сравнении с медленнее растущим ВВП (рис. 1).

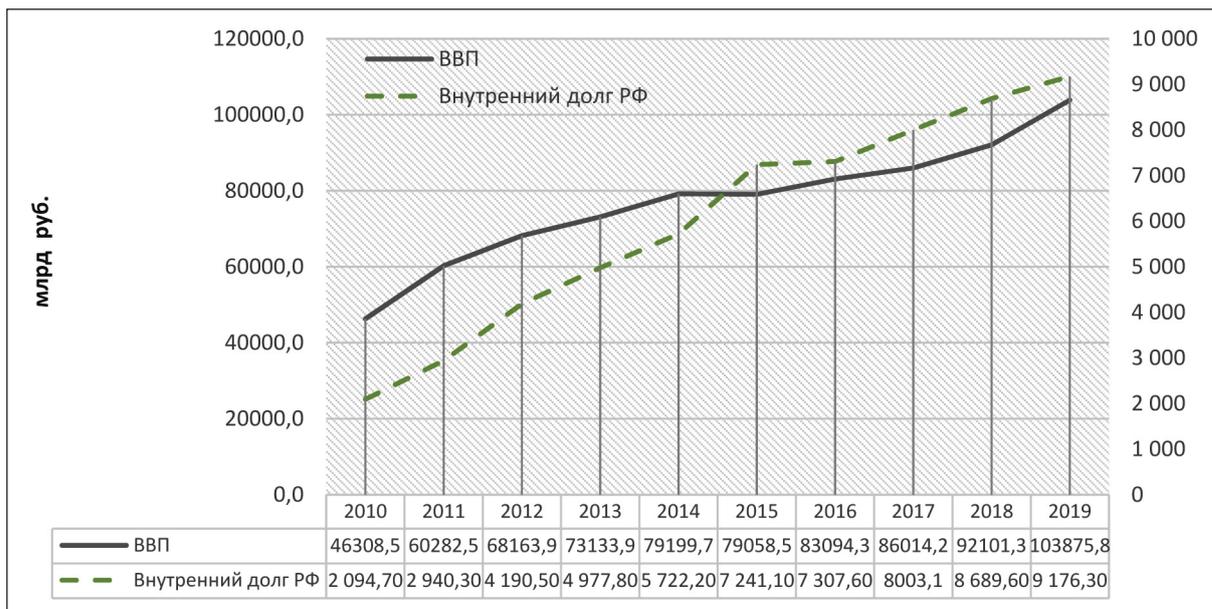


Рис. 1. Сопоставление роста ВВП и внутреннего долга РФ [2]

Fig. 1. Comparison of GDP growth and the Russian Federation's internal debt [2]

По состоянию на март 2019 г. внутренний долг РФ уже превышает 9 трлн руб. При этом только за последние пять лет он вырос более чем в 2 раза. Очевидно, что такие серьезные изменения в долговой политике России оказывают сильное влияние на экономику страны в целом. Для понимания процессов, происходящих в структуре долга Российской Федерации, важно определить основные причины этих изменений.

В первую очередь, рост долгового финансирования в новейшей истории России объясняется тем, что национальный долговой рынок является одним из основных источников финансирования дефицита федерального бюджета. Бюджетный дефицит и государственный долг пересекаются в момент выпуска займов для покрытия дефицита и при последующем нарастании долговых обязательств, когда процентные платежи увеличивают бюджетный дефицит будущих периодов.

Правительству приходится ежегодно занимать на внутреннем рынке свыше одного триллиона рублей. Законом контролируется, чтобы эта сумма не превышала суммарного годового объема налоговых поступлений и других доходов. Однако быстрый рост долга, как отмечают специалисты, уже в 2019 г. может привести к тому, что эти цифры не только сравниваются, но и изымаемые на погашение госдолга средства на 4,2% превзойдут налоговые поступления в казну. Также Минфин в прогнозах на 2019 г. ожидает рост государственного долга на 20% по отношению к внутреннему валовому продукту и более чем на 5% выросшие расходы по обслуживанию долга [2].

Привлекаемые средства, пополняя бюджет, распределяются на финансирование различных целей и задач, стоящих перед правительством. Однако постоянно растущая динамика привлекаемых, в основном на внутреннем рынке, заемных средств вызывает некоторое опасение. Для того чтобы оценить оправданность растущей такими темпами долговой нагрузки, необходимо проанализировать главные, по нашему мнению, причины этих изменений.

Один из основных факторов, определяющих динамику внутренних заимствований Российского государства, – санкционные ограничения, накладываемые США и ЕС на российскую экономику.

Ключевые санкции, оказавшие влияние на экономику РФ:

- ограничение доступа ряду российских банковских организаций к дешевым зарубежным займам;
- запрет иностранным банкам на финансирование определенных российских компаний и приобретение их продукции (пример: Роснефть и Газпромнефть);
- запрет для большинства стран ЕС инвестировать в российские компании и приобретать их акции;
- ограничение оборота ценных бумаг российских компаний и приобретения ценных бумаг иностранных компаний юридическими и физическими лицами Российской Федерации.

Результат этих ограничений и санкций выражается в следующих последствиях:



– рост процентных ставок по кредитам (как результат повышения Центральным банком ключевой ставки с целью снижения темпов падения рубля);

– поддержка компаний из федерального бюджета, что способствовало ускорению темпов инфляции и росту цен;

– повышение цен на продукцию компаний, привлекающих иностранный капитал. Примерами могут выступать следующие организации: компания «Сириус», концерн «Алмаз-Антей», автомобильные заводы «ГАЗ» и «АвтоВАЗ» и др.;

– повышение пенсионного возраста, рост налога на добавленную стоимость, на недвижимость, на добычу полезных ископаемых, акцизов на алкогольную продукцию, табак и т.д. По мнению большинства экспертов-аналитиков, именно рост оттока капитала из страны стал основной причиной экономической нестабильности в России, начавшейся в 2014 г.;

– снижение рейтинга российских компаний на мировом рынке;

– отток иностранного капитала, который начался в марте 2014 г. и продолжается по сей день.

По объективным причинам вводимые с 2014 г. антироссийские санкции ограничили доступ России к рынку внешних займов. Внешний долг Российской Федерации со своего пикового значения в 732,7 млрд долл. в июле 2014 г. снизился до уровня 453,7 млрд долл. в начале 2019 г. За 2018 г. внешние займы сократились на 64,4 млрд долл., или на 12,4% [2]. По словам главы Центрального банка Российской Федерации Э. Набиуллиной, Российское государство будет активно погашать внешний долг и контролировать внешний долг российских компаний [3].

Внутренний долг РФ также не остался за пределами внимания западных политиков. В августе 2018 г. в конгрессе США обсуждался новый пакет санкций. На этот раз санкции должны ограничить нерезидентам доступ к российскому суверенному долгу. Санкционные риски моментально сказались на размещениях Минфина, которому удалось реализовать сравнительно скромные объемы облигаций федерального займа (ОФЗ) – 81 млрд руб. за месяц, что примерно в три раза меньше, чем за аналогичный период 2017 г. [2]. В условиях перманентной неопределенности относительно возможных санкций спрос на гособлигации остается нестабильным (рис. 2).



Рис. 2. Ежемесячные объемы размещения ОФЗ (фактические и запланированные на 2019 г.) [4]

Fig. 2. Monthly volumes of Russia's government bonds placement (actual and planned for 2019) [4]

Санкционные риски привели к тому, что присутствие иностранных инвесторов на рынке ОФЗ заметно сократилось. С марта 2018 г. доля принадлежащих им бумаг уменьшилась с 34,4 до 25,7%. В номинальном выражении объем сократился на 500 млрд руб. [5]. Отношение иностранных инвесторов к российскому долговому рынку остается

весьма осторожным. В связи с этим перспектива запланированных масштабных государственных заимствований вызывает вопросы.

Не менее значимым фактором, обуславливающим динамику внутренних заимствований Российского государства, является низкая эффективность бюджетных расходов.



В рейтинге эффективности бюджетных расходов, составленном экспертами Высшей школы экономики, Россия заняла 19-е место из 25-и стран с сопоставимой по размерам экономикой [5]. При построении рейтинга экспертами были проанализированы государственные расходы и макроэкономические показатели состояния экономики различных стран после глобального кризиса, охватывающие период с 2010 по 2015 г. Низкое место России в рейтинге авторы объясняют невысокими оценками результативности госуправления, показателями детской смертности и низкой продолжительности жизни. Позиции России ниже среднего и по индикаторам коррупции, независимости судебной системы, соблюдению прав собственности.

К сожалению, приходится признать, что уровень эффективности расходования бюджетных средств в России остается достаточно низким. До сих пор для руководителей финансово-экономических подразделений бюджетных учреждений основным результирующим показателем деятельности является уровень исполнения смет, т.е. в основном их оценка эффективности организации ограничивается сравнением «плана» и «факта». Таким образом, расходы заранее сориентированы в первую очередь на их 100%-ное исполнение, а не на достижение конкретного результата. Осуществляемые мероприятия по экономии и эффективности носят, как правило, условный характер, а любые траты всегда можно формально подвести под государственные или внутриведомственные целевые программы. Такой принцип работы дает почву для процветания коррупции и других вариантов нецелевого использования бюджетных средств. Это, в свою очередь, приводит к тому, что для выполнения государственных функций требуется значительно больший объем привлекаемых средств, чем необходимо на самом деле. Таким образом, коррупция и низкая эффективность бюджетных расходов напрямую связаны с ростом внутреннего долга.

Любое казенное, бюджетное или автономное учреждение, федеральное государственное унитарное предприятие, как и министерство, ведомство или служба в целом, подвергается многочисленному числу ежегодных проверок, сдает различные формы бухгалтерской, финансовой, статистической и другой отчетности. В 2017 г. Счетная палата выявила более 6,5 тыс. нарушений в расходовании бюджетных средств на 1,9 трлн руб. против 3,9 тыс. нарушений на 965 млн руб. в 2016 г. В 2017 г. Счетная палата вернула в бюджет 18,8 млрд руб. против 8,8 млрд руб. в 2016 г. При этом по большинству выявленных нарушений возврат средств в бюджет невозможен.

Наиболее часто встречающиеся виды нарушений приходится на осуществление государственных закупок (2,3 тыс. нарушений на 118,7 млрд руб.), формирование и исполнение бюджетов (почти 2 тыс. нарушений на 599 млрд руб.), ведение бухгалтерского учета, составление бюджетной отчетности (586 нарушений на 813,5 млрд руб.) [6].

Острой проблемой в бюджетной сфере России всегда была организация эффективного финансового регулирования. Особую актуальность имеют вопросы создания новых форм и методов финансового контроля. Финансирование учреждений с целью исполнения бюджетных заданий, а не на основе принятых смет предполагает новые подходы к контролю и смещение акцентов в контроле на вопросы выполнения конкретных задач.

Резюмируя вышесказанное, отметим, что недостаточность принимаемых мер, направленных на решение проблем в части использования бюджетных средств, является одной из главных причин низкой эффективности функционирования бюджетной системы. Это, в свою очередь, вынуждает правительство привлекать дополнительные ресурсы из внешних и внутренних источников, увеличивая тем самым размер государственного долга [7].

Значимое влияние на динамику внутренних заимствований Российского государства оказывают и институциональные факторы. Президент РФ Владимир Путин 7 мая 2018 г. подписал указ «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года». Первоочередными были определены следующие задачи: вхождение России в топ-5 крупнейших экономик мира, увеличение реальных доходов населения и повышение доступности ипотеки.

Согласно опубликованным правительством материалам, на реализацию поставленных целей в общей сложности потребуется 25,7 трлн руб. Наиболее дорогим станет национальный проект модернизации магистральной инфраструктуры – он обойдется в 6,35 трлн руб. (не учитывая стоимости энергетической части проекта). Безусловно, «майские указы» окажут серьезное влияние на структуру расходов бюджета в ближайшие шесть лет. Бюджетные расходы в 2019 и в 2020 гг. уже выросли на 10% по сравнению с предыдущими планами [8] (рис. 3).

Для таких ресурсоемких задач потребуются дополнительные источники финансирования. Частично увеличение расходов бюджета компенсируется увеличением налоговых доходов за счет повышения НДС с 18 до 20% в 2019 г. Однако

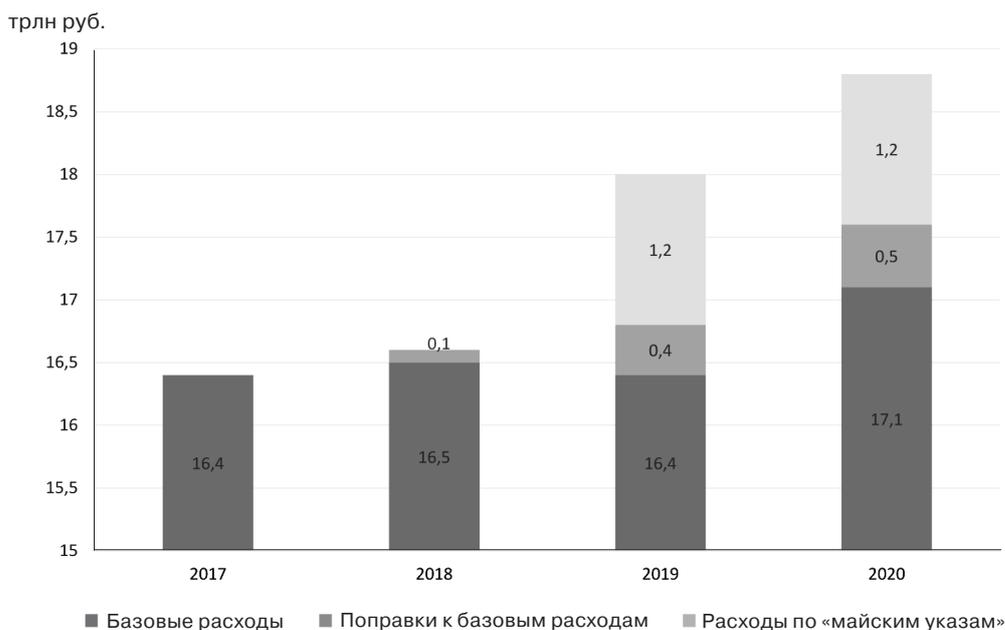


Рис. 3. Расходы федерального бюджета на 2018–2020 гг., расходы по «майским указам» и поправки к базовым расходам бюджета [9]

Fig. 3. The expenditures of the Federal budget in 2018–2020, the cost of the “May decrees” and amendments to the base budget expenditures [9]

еще более важным источником финансирования станет рост государственных займов – на 85% в 2019 г. и на 60% в 2020 г. относительно планируемого изначально, несмотря на то, что в 2019 г. бюджет посчитан профицитным [3]. Долг увеличится из-за того, что государство может потратить лишь часть нефтегазовых доходов. Согласно бюджетному правилу, доходы, полученные от продажи нефти по цене выше 40 долл. за баррель (этот уровень ежегодно индексируется на 2 п.п.), не расходуются, а направляются в Фонд национального благосостояния (ФНБ). Если не учитывать средства этого фонда, бюджет все еще остается дефицитным (2,7% ВВП в 2018 г. и 1,5% ВВП в 2019–2021 гг.) [9]. Наличие этого дефицита и объясняет необходимость государственных заимствований (рис. 4).

Невыполнение (в основном по причине новых санкций) программы заимствований в 2018 г. не представляет опасности для бюджета благодаря текущему профициту, но в более долгосрочной перспективе ситуация становится менее определенной. Возникает вопрос, насколько Минфин РФ будет способен привлечь заемные ресурсы, необходимые для покрытия запланированных возросших расходов, при сокращении присутствия иностранных инвесторов [10].

В проекте бюджета на 2019–2021 гг. заложено увеличение валовых объемов привлечения внутреннего государственного долга до 2,5 трлн

руб. Для сравнения, в 2017 г. Минфин разместил ОФЗ на 1,7 трлн руб., а в 2018 г. объем реализованных бумаг составил около 1 трлн руб. [2]. В ситуации сохранения неопределенности относительно дальнейших санкций и ограниченного спроса на российский суверенный долг министерство окажется перед выбором: размещать ОФЗ на менее выгодных условиях, т.е. под более высокий процент, или залезть в ФНБ для успешного финансирования всех инициатив в рамках «майских указов».

Кроме того, планы по размещению госдолга создают риски классического эффекта вытеснения, когда государство конкурирует за финансовые ресурсы с другими финансовыми институтами. Планируемые в 2019 г. чистые объемы государственного заимствования сравнимы с прогнозируемым Центробанком ростом корпоративного портфеля кредитов. При таких условиях увеличиваются риски роста рыночных процентных ставок кредитования. Это может оказать негативное влияние на экономику страны, учитывая, что в половине отраслей сегодня уровень рентабельности ниже средней ставки по кредиту.

Эмпирический анализ

Несмотря на растущую тенденцию, стоит признать относительно низкий уровень закредитованности нашей страны (13,2% соотношение

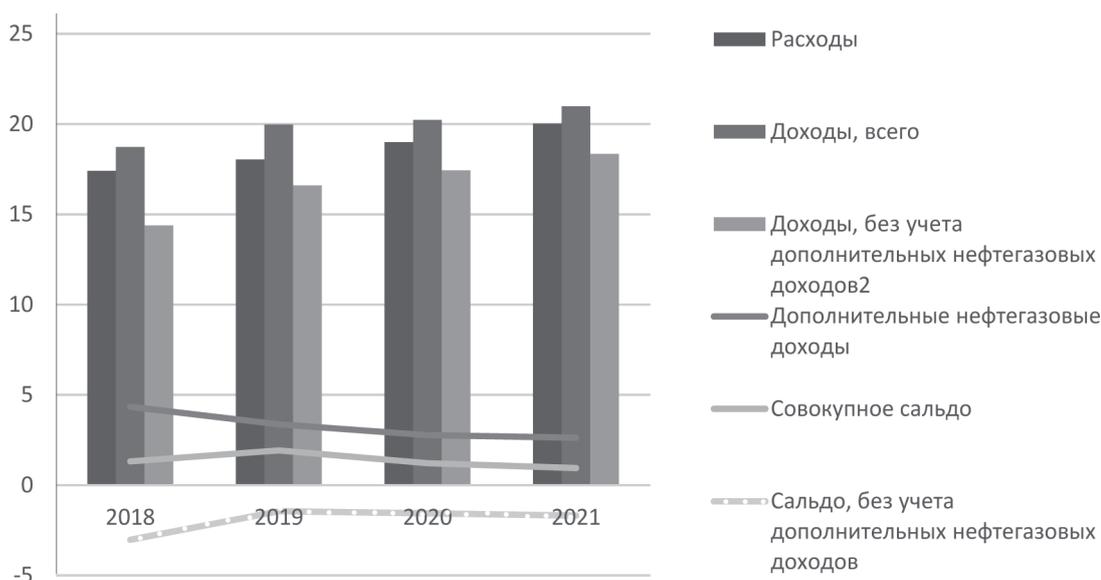


Рис. 4. Доходы и расходы федерального бюджета в 2018–2021 гг., трлн руб. [11]
 Fig. 4. Revenues and expenditures of the Federal budget in 2018–2021, billion rubles [11]

государственного долга/ВВП по состоянию на 2018 г.) и достаточно сбалансированную структуру долговых обязательств [9]. В условиях пересмотра кредитного рейтинга в сторону улучшения и объективно низкой вероятности повторения дефолта имеет смысл проанализировать рынок внутреннего долга Российской Федерации с точки зрения возможности привлечения необходимого объема средств для финансирования всех запланированных проектов. Учитывая текущую конъюнктуру, реализация Минфином планов по привлечению рекордных 2,4 трлн руб. [2] ежегодно у многих вызывает сомнения. Для оценки реалистичности этих планов необходимо проанализировать структуру основных групп инвесторов, оценить перспективы увеличения спроса со стороны каждой из этих групп, основываясь на статистических сопоставлениях и качественных выводах.

Структура основных инвесторов в ОФЗ (по состоянию на 01.07.2018) представлена на рис. 5. По данным диаграммы можно определить, что главными держателями внутреннего долга РФ являются российские банки и нерезиденты.

Облигации федерального займа нужны банкам, в первую очередь, для обеспечения необходимого уровня ликвидности своих активов и реализации краткосрочных консервативных стратегий инвестирования. Поэтому в отличие от нерезидентов, которые предпочитают покупать ОФЗ сроком от трех до десяти лет, российские банки предпочитают более короткие бумаги – сроком до трех лет. Доля ценных бумаг в струк-

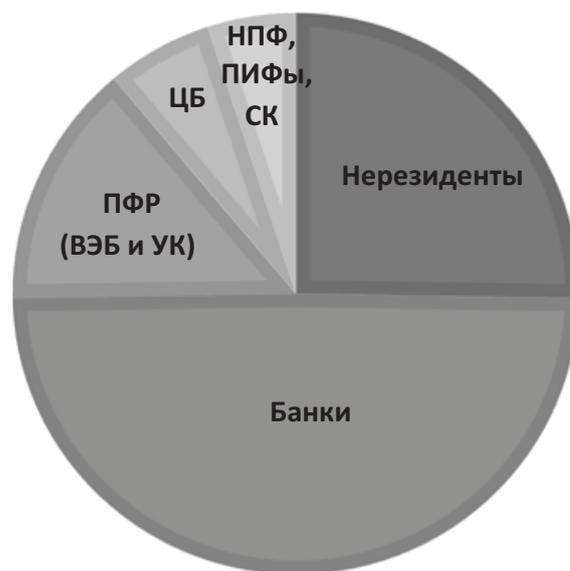


Рис. 5. Основные группы инвесторов на рынке ОФЗ (на 01.07.2018 г.) [2]

Fig. 5. Main groups of investors in the Russia's government debt market (as of July 1, 2018) [2]

туре активов российских банков не превышает 15%, при этом доля ОФЗ меньше 5%. Последние 10 лет этот показатель находился в диапазоне 3–4%. На 1 января 2019 г. он составлял 3,3% [4].

Оценивая заинтересованность банков в ОФЗ в будущем, определяем спрос банков «инерционным», т.е. зависящим только от роста банковского сектора. Долю вложений в ОФЗ в активах банков



в этих расчетах считаем неизменным показателем. Таким образом, учитывая, что в настоящий момент активы банковского сектора составляют примерно 97% ВВП, получаем, что чистый рост активов на 10% неизбежно приведет к расширению банковского спроса на ОФЗ на 0,3–0,4% ВВП, эквивалентным объему ОФЗ на 300–400 млрд руб. в год.

Следующий шаг заключается в определении прогнозных значений темпов роста банковского сектора на ближайшие три года. В 2018 г. объем активов банков вырос на 10,4%, или на 8,9 трлн руб. [12]. При этом суммарный объем активов, находящихся на балансе банков, по итогам года составил 94,1 трлн руб. В 2019–2021 гг. в целом по экономике ожидаются довольно низкие темпы роста. Ноябрьский прогноз Минэкономразвития РФ в базовом сценарии предполагает увеличение банковских активов в ближайшие три года в среднем на 7–9%. В этом сценарии, как указывалось выше, инерционный спрос со стороны банков позволит расширить вложения в ОФЗ не более чем на 0,4% ВВП.

Естественно, доля ОФЗ в структуре банковских активов не обязательно должна оставаться на текущем уровне. Она может увеличиться при ухудшении качества кредитного портфеля, что, впрочем, не вполне соответствует прогнозам о переходе к позитивной фазе экономического цикла. Либо доля ОФЗ изменится при осложнении ситуации с ликвидностью – чего трудно ожидать, поскольку последнее время речь идет, скорее, о ее избытке. Остается фактор возможного роста реальных ставок по ОФЗ – отметим, что текущие ставки (на уровне 8%, по индексу доходности Cbonds-GBI RU YTM) уже превышают 2,5% в реальном выражении [13]. Следовательно, с учетом объемных потребностей в привлечении заимствований по ОФЗ в ближайшие три года вряд ли возможно значительное снижение доходности облигаций.

Для того чтобы оценить перспективы спроса нерезидентов на рынке ОФЗ, необходимо изучить поведение иностранных участников в предыдущие годы. Рассмотрим данные по доле нерезидентов на рынке ОФЗ и по динамике номинального объема их вложений (рис. 6).

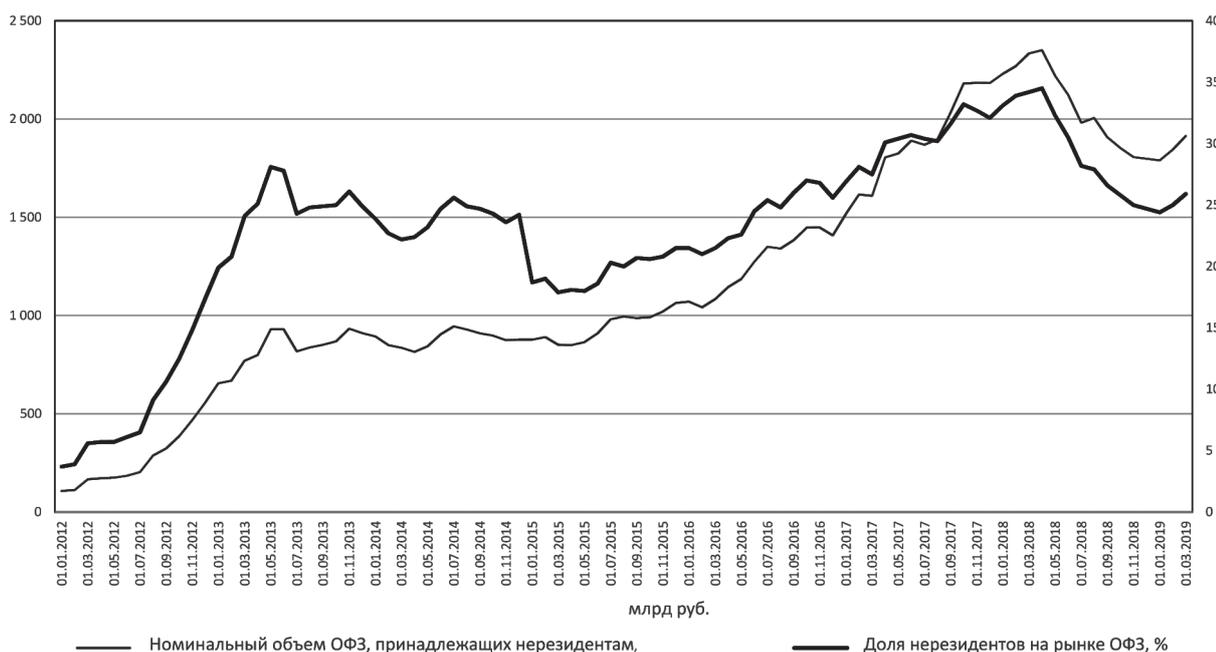


Рис. 6. Динамика объема вложений и доли нерезидентов в ОФЗ [12]

Fig. 6. Dynamics of volume of investments and share of non-residents in Russia's government bonds [12]

График демонстрирует бурный рост доли нерезидентов в 2012 – начале 2013 г., который был вызван институциональной реформой либерализации рынка ОФЗ; с середины 2013 г. по конец 2014 г. эта доля принципиально не менялась. В начале 2015 г. она существенно снизилась, однако, как показывает динамика номинального объема,

иностранцы не распродавали данный актив. Снижение доли произошло ввиду прочих обстоятельств, в первую очередь из-за появления антикризисного пакета ОФЗ на 1 трлн руб. [2]. С середины 2015 г. и доля, и номинальный объем ОФЗ на руках у нерезидентов уверенно росли до апреля 2018 г., когда возник риск санкций со



стороны США. Кроме того, повышение ставки Федеральной резервной системы, нестабильная ситуация в мировой экономике, торговые войны между США и Китаем и кризис в Турции привели к оттоку капитала из экономик развивающихся стран, в том числе и России, в направлении более надежных активов. Впервые можно было наблюдать массовую распродажу ОФЗ иностранными участниками рынка. В 2018 г. доля нерезидентов во внутреннем долге снизилась почти на 30% [2]. В 2019 г. ситуация стала меняться в лучшую сторону, инвесторы возвращаются в Россию на фоне повышения суверенного рейтинга от основных международных агентств (S&P, Moody's и Fitch), высоких цен на

нефть и смягчения риторики США и ЕС касательно новых пакетов санкций против России.

Главная причина роста популярности вложений нерезидентов в российские рублевые облигации заключается в привлекательной реальной доходности этих ценных бумаг в условиях умеренных рисков. Помимо этого, важным фактором роста привлекательности ОФЗ стала девальвация рубля в 2014 г., которая увеличила покупательную способность иностранных инвестиционных фондов, включивших в свой портфель рублевые активы [4].

Сравним два графика: индексную доходность ОФЗ (Cbonds-GBI RU YTM) и уровень инфляции на конец года с 2012 г. (рис. 7).

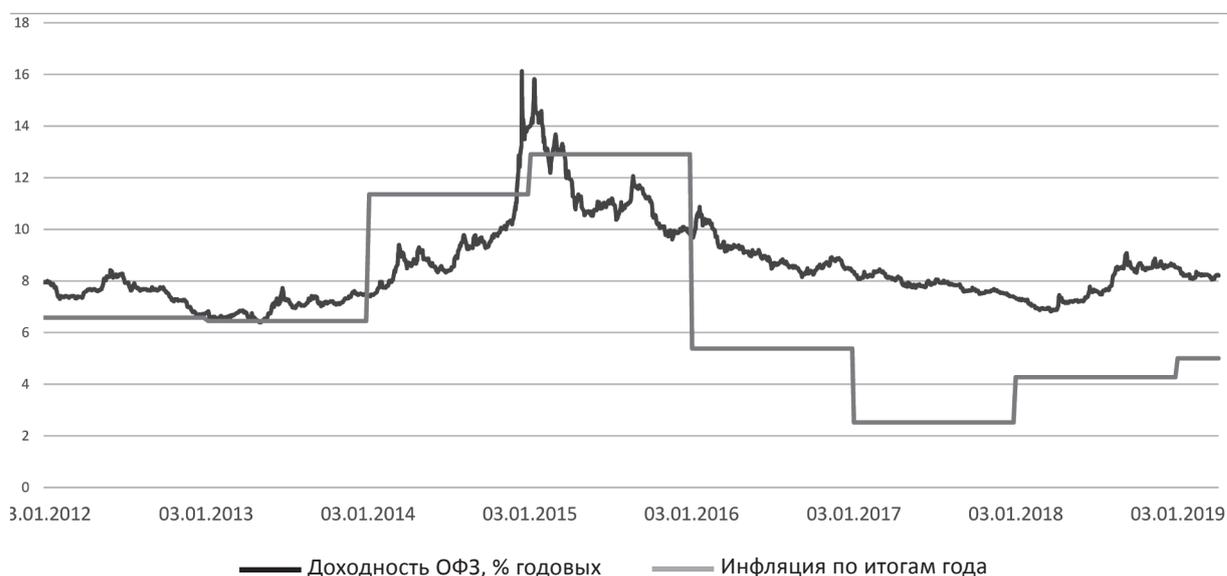


Рис. 7. Доходность ОФЗ (Cbonds-GBI RU YTM) в сравнении с официальной инфляцией по итогам года [2, 12]

Fig. 7. The yields of Russia's government bonds (Cbonds-GBI RU YTM) in comparison with inflation rate by the end of the year [2, 12]

При сравнении графиков можно заметить, что с конца 2016 г. реальные ставки по ОФЗ превышали 2%, что для рынка государственных облигаций можно назвать существенной премией. Такая ситуация стала возможной из-за того, что годовая накопленная инфляция под влиянием шока конца 2014 г. в 2015 г. не в полной мере отражала ожидаемую инфляцию, важный показатель, определяющий размер реальных ставок. При этом относительно высокая ключевая ставка Банка России сохранила привлекательные доходности по ОФЗ, которые создали повышенный спрос на российский внутренний долг в 2016–2017 гг.

Очевидно, потенциальные инвесторы-нерезиденты также сопоставляют уровень доходно-

сти по ОФЗ с альтернативными возможностями вложений. В роли главного бенчмарка выступают условно безрисковые активы – американские казначейские облигации. На начало 2019 г. доходность к погашению UST 10Y составляла 2,5%, а пятилетних бумаг UST 5Y – 2,3% при инфляции доллара 2,1% по итогам 2018 г., т.е. показатели доходности остаются очень невысокими в реальном выражении [14].

Для нерезидентов, инвестирующих валютные ресурсы в рублевые активы, важнейшее значение имеют курсовые риски. Несколько лет назад, после шоковой девальвации в конце 2014 г. и в условиях падения цен на нефть до многолетнего минимума, риски дальнейшей девальвации рубля были на низком уровне. Однако в 2018 г.



курс рубля снижался даже при стремительно растущих ценах на нефть. Несмотря на то, что в 2019 г. Минэкономразвития РФ ожидает падение рубля не больше, чем на 2–3%, предыдущий год показал, что курс национальной валюты крайне чувствителен к внешнему политическому фону и все еще остается высоко волатильным.

Важнейшее влияние на спрос на ОФЗ нерезидентов будет оказывать также дальнейшая политика ФРС США касательно базовой ставки. В последние годы ставка стала расти и в начале 2019 г. временно зафиксировалась на уровне 2,25–2,5%, что, безусловно, стало одной из причин оттока капитала с развивающихся рынков, в том числе и из российской экономики. Судя по последним заявлениям ФРС, американский центральный банк планирует приостановить дальнейшее ее повышение, однако в долгосрочной перспективе постепенное увеличение ставки до 3% вполне возможно. Если это произойдет, то однозначно приведет к уходу ряда инвесторов из России.

Результаты

Подводя итоги, заметим, что в ходе проведенного анализа были определены три фактора положительной динамики внутреннего долга: «майские указы» президента, низкая эффективность их реализации и санкции США и ЕС, которые ограничивают доступ к внешним ресурсам заимствования. Относительно небольшой объем государственного долга России обуславливает хорошие 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. Наибольшую значимость в формировании спроса на ОФЗ исторически имели российские банки и нерезиденты. Существующие тенденции не позволяют прогнозировать высокие темпы роста банковских активов в ближайшие годы, а высокие санкционные риски являются барьером для иностранных инвестиций.

Тем не менее, дефицит бюджета и планы правительства определяют необходимость привлечения дополнительных средств. Учитывая текущую макроэкономическую ситуацию, рассчитывать возможно исключительно на внутренний рынок кредитования, который в определенной степени ограничен. В связи с этим возрастают риски того, что Минфину не удастся реализовать план по ежегодному размещению

ОФЗ более чем на 2 трлн руб. Конъюнктура рынка суверенного долга, вероятно, подтолкнет министерство к финансированию части инициатив «майских указов» за счет средств Фонда национального благосостояния, что де-факто эквивалентно некоторому смягчению бюджетного правила. При этом высока вероятность роста процентных ставок по заемным ресурсам. Альтернативным способом реализации поставленных задач мы видим развитие внутреннего рынка государственного долга РФ за счет создания и совершенствования условий и инструментов его функционирования.

Список литературы

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ (ред. от 27.12.2018). Доступ из справ.-правовой система «КонсультантПлюс».
2. Государственный внутренний долг Российской Федерации // Министерство финансов РФ : [сайт]. URL: https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/internal/ (дата обращения: 04.03.2019).
3. Результаты заседания Совета по стратегическому развитию и нацпроектам от 24 октября 2018 года // Президент России : [сайт]. URL: <http://kremlin.ru/events/president/news/58894> (дата обращения: 04.04.2019).
4. Статистика внешнего сектора // Центральный банк Российской Федерации : [сайт]. URL: http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=ITM_52410#CheckedItem (дата обращения: 04.03.2019).
5. Акиндинова Н. В., Чернявский А. В., Чепель А. А. Межстрановой анализ структуры и эффективности бюджетных расходов // *Вопр. экономики*. 2018. № 12. С. 5–27.
6. Риски бюджета : внутренний долг РФ вырос до рекорда. URL: <https://www.vestifinance.ru/articles/96653> (дата обращения: 22.03.2019).
7. Кривошапка Ю. Миллиарды на вынос : Внешний долг России сокращается рекордными темпами. URL: <http://rg.ru/2016/01/20/gosdolg.html> (дата обращения: 10.04.2019).
8. Почему российской экономике не поможет увеличение госдолга. URL: https://finance.rambler.ru/markets/41261453/?utm_content=rfinance&utm_medium=read_more&utm_source=copylink (дата обращения: 10.04.2019).
9. Бюджет для граждан. К Федеральному закону о федеральном бюджете на 2018 год и на плановый период 2019 и 2020 годов. М., 2017. URL: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/12/main/BDG_2018_FINAL.pdf (дата обращения: 04.03.2019).
10. Михненко Е. В. Облигации федерального займа : сущность, особенности, доходность // *Современные научные исследования : актуальные вопросы, достижения и инновации* : материалы Междунар.



- (заочной) науч.-практ. конф. Нефтекамск, 2017. С. 112–115.
11. Обзор ситуации в банковском секторе в декабре и прогноз на 2019 год. URL: <http://www.riarating.ru/banks/20190130/630116326.html> (дата обращения: 14.04.2019).
 12. Группа индексов : Основной индекс государственных облигаций Мос Биржи – RGBI. URL: http://ru.cbonds.info/indexes/indexdetail/?group_id=121 (дата обращения: 25.03.2019).
 13. Влияние санкций на экономику России // Бизнес Клуб Онлайн : [сайт]. URL: <http://biznesklubonline.com/stati/556/> (дата обращения: 14.03.2019).
 14. Bureau of Labor Statistics // United States Department Labor. Site. URL: <https://www.bls.gov/news.release/cpi.toc.htm> (дата обращения: 04.03.2019).

Образец для цитирования:

Огурцова Е. В., Комков И. В. Развитие внутреннего рынка государственного долга России: факторы формирования, перспективы изменения // Изв. Саратов. ун-та. Нов. сер. Сер. Экономика. Управление. Право. 2019. Т. 19, вып. 3. С. 246–256. DOI: <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2019-19-3-246-256>

Russia's Internal Debt Market Development: Formation Factors, Prospects of Change

E. V. Ogurtsova, I. V. Komkov

Elena V. Ogurtsova, <https://orcid.org/0000-0002-8751-7138>, Saratov State University, 83 Astrakhanskaya St., Saratov 410012, Russia, tirolmen@yandex.ru

Ivan V. Komkov, <https://orcid.org/0000-0002-8546-7739>, Saratov State University, 83 Astrakhanskaya St., Saratov 410012, Russia, ivan_komkov@mail.ru

Introduction. The article is devoted to the Russian Federation's internal debt formation factors analysis, to the development prospects of internal borrowings market. The urgency of the issue related to the internal debt of our country is in the difficult geopolitical situation that has developed around Russia. Due to political tension, our country was partially limited from external sources of funding. Under these conditions, the most urgent now is the question of the Russian Federation's internal debt, its current state and the prospects for its further increase. **Theoretical analysis.** The article analyzes three main factors of increasing the volume of domestic borrowing, namely: the president's "May decrees", low efficiency of their implementation and sanctions imposed by the US and the EU, which restrict access to external resources. **Empirical analysis.** An analysis was made concerning the prospects for government bonds demand, as the main instrument of government borrowing at the domestic market, among the largest holders of government bonds: banks and non-residents. **Results.** In the course of studying the causes of increasing domestic debt, the problem of limited demand for government bonds was revealed. At the end of the article, measures were proposed to remedy this situation.

Keywords: domestic debt, federal bonds, sanctions, budget deficit, banking, foreign investors, budget policy effectiveness.

References

1. Budget Code of the Russian Federation of 31.07.1998 no. 145-FZ (an edition of 27.12.2018). *АТП «Consultant»* [electronic resource] (in Russian).
2. Public internal debt of the Russian Federation. *Ministry of Finance of the Russian Federation*. Site. Available at: https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/internal/ (accessed 4 March 2019) (in Russian).
3. Results of the meeting of the Council for Strategic Development and National Projects of October 24, 2018. *Prezident Rossii* (President of Russia. Site). Available at: <http://kremlin.ru/events/president/news/58894> (accessed 4 April 2019) (in Russian).
4. External sector statistics. *Tsentral'nyi bank Rossiiskoi Federatsii* (Central Bank of the Russian Federation. Site). Available at: http://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=svs&ch=ITM_52410#CheckedItem (accessed 4 March 2019) (in Russian).
5. Akindinova N. V., Chernyavsky A. V., Chepel A. A. Cross-Country Analysis of the Structure and Efficiency of Budget Expenditures. *Voprosy Ekonomiki*, 2018, no. 12, pp. 5–27 (in Russian).
6. *Riski byudzheta: vnutreniy dolg Rossii vyros do recorda* (Budget risks: Russia's domestic debt rose to a record). Available at: <https://www.vestifinance.ru/articles/96653> (accessed 22 March 2019) (in Russian).
7. Krivoshapko Yu. *Milliardy na vyнос: Vneshniy dolg Rossii sokraschaetsia rekordnymi tempami* (Billions to go: Russia's foreign debt is shrinking at a record pace). Available at: <http://rg.ru/2016/01/20/gosdolg.html> (accessed 10 April 2019) (in Russian).
8. *Pochemu rossiiskoi ekonomike ne pomozhet uvelichenie gosdolga* (Why the Russian economy will not help the increase in public debt). Available at: https://finance.rambler.ru/markets/41261453/?utm_content=rfinance&utm_medium=read_more&utm_source=copylink (accessed 10 April 2019) (in Russian).
9. *Byudzhet dlya grazhdan. K Federal'nomu zakonu o federal'nom byudzhete na 2018 god i na planovyy period 2019 i 2020 godov* (Budget for citizens. To the Federal Law on the Federal Budget for 2018 and for the planning period of 2019 and 2020). Moscow, 2017. Available at: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/12/main/BDG_2018_FINAL.pdf (accessed 4 March 2019) (in Russian).



10. Mihnenko E. V. Federal loan bonds: essence, features, profitability. In: *Sovremennye nauchnye issledovaniya: aktual'nye voprosy, dostizheniya i innovatsii* [Modern scientific research: topical issues, achievements and innovations. Materials of the Int. (correspondence) sci. and pract. conf.]. Neftekamsk, 2017, pp. 112–115 (in Russian).
11. *Obzor situatsii v bankovskom sektore v dekabre i prognoz na 2019 god* (Review of the situation in the banking sector in December and forecast for 2019). Available at: <http://www.riarating.ru/banks/20190130/630116326.html> (accessed 14 April 2019) (in Russian).
12. *Gruppa indeksov: Osnovnoi indeks gosudarstvennykh obligatsiy Mos Birzhy – RGBI* (Index group: The main index of government bonds of Mos Exchange – RGBI). Available at: http://ru.cbonds.info/indexes/indexdetail/?group_id=121 (accessed 25 March 2019) (in Russian).
13. The impact of sanctions on the Russian economy. *Biznes Klub Online. Site*. Available at: <http://biznesklubonline.com/stati/556/> (accessed 14 March 2019) (in Russian).
14. Bureau of Labor Statistics. *United States Department Labor. Site*. Available at: <https://www.bls.gov/news.release/cpi.toc.htm> (accessed 4 March 2019).

Cite this article as:

Ogurtsova E. V., Komkov I. V. Russia's Internal Debt Market Development: Formation Factors, Prospects of Change. *Izv. Saratov Univ. (N. S.), Ser. Economics. Management. Law*, 2019, vol. 19, iss. 3, pp. 246–256 (in Russian). DOI: <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2019-19-3-246-256>
