

УДК 336.767

ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ И СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ ФЕДЕРАЛЬНОГО ЗАЙМА В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

THE HISTORY OF DEVELOPMENT AND MODERN STATE OF THE MARKET OF FEDERAL LOAN BONDS IN THE RUSSIAN FEDERATION

В.В. ФРОЛОВА, к.э.н., доцент кафедры финансов и кредита,
Краснодарский филиал РЭУ им. Г.В. Плеханова
e-mail: nikelia@mail.com

М.С. МЕЛЬНИКОВА, магистрант кафедры финансов и кредита, Краснодарский филиал РЭУ
им. Г.В. Плеханова
e-mail: annaluckaya@mail.ru

*Frolova V., Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Finance and
Credit, Krasnodar branch of Plekhanov Russian University of Economics
e-mail: a.markushina@gmail.com*

*Melnikova M., Master of the Department of Finance and credit,
Krasnodar branch of Plekhanov Russian University of Economics
e-mail: layra-l@mail.ru*

Аннотация

В связи с текущей политико-экономической конъюнктурой, сложившейся в РФ, проблема инвестиций в национальную экономику стоит достаточно остро. ОФЗ в данной ситуации можно рассматривать не только как способ привлечения средств для государственных нужд, но и как инструмент, который может стимулировать новые тенденции развития фондового рынка РФ. В работе описываются разновидности ценных бумаг, используемых государством для обеспечения своих нужд, становление государственных заимствований в РФ, текущие проблемы фондового рынка РФ и риски населения при инвестировании в государственные облигации. Также изучены параметры облигаций федерального займа для населения (ОФЗ-н), выпущенных в апреле 2017 года, проведен сравнительный анализ условий ОФЗ-н с текущими условиями банковских вкладов для населения. Рассмотрена структура операций на российском рынке с ОФЗ в целом, а также в разрезе их держателей и видов. Обозначены проблемы и перспективы развития данного финансового инструмента государственных заимствований.

Abstract

In connection with the current political and economic conditions in Russia, the problem of investments in the national economy is quite acute. Federal loan bonds in this situation can be seen not only as a way of raising funds for the state needs, but also as a tool that can stimulate new trends of the stock market of the Russian Federation. The work describes the various types of securities used by the government to their needs, the establishment of state borrowings of the Russian Federation, current problems of the stock market of the Russian Federation and risks of the population while investing in government bonds. Also analyzed the parameters of federal loan bonds for the public, dated April 2017, compared the terms of federal loan bonds for the public with the current conditions of bank deposits for the population. Analyzed the structure of the operations on the Russian market with federal

loan bonds in general and in the context of their holders and types. Indicated the problems and prospects of development of this financial instrument of public borrowing.

Ключевые слова: *ОФЗ (облигации федерального займа), фондовый рынок, ценные бумаги, инвестиции*

Keywords: *federal loan bond, the stock market, securities, investment*

Посредством эмиссии ценных бумаг государство в современных экономических условиях может решать достаточно широкий круг задачи: регулирование денежной массы; регулирование инфляции; воздействие на валютный курс; обеспечение перелива капитала между секторами финансового рынка; покрытие дефицита государственного бюджета; покрытие кассовых разрывов в бюджете; привлечение денежных ресурсов для реализации крупных инвестиционных проектов и др. В связи с этим актуальность вопросов развития рынка облигаций федерального займа в настоящее время достаточно высока.

Кроме того, появление интереса к изучению проблем развития рынка ОФЗ в России обусловлено существующими экономическими условиями, в которых доступ РФ на международный рынок капитала ограничен, вследствие чего государство вынуждено ориентироваться на внутренних инвесторов.

Следует также отметить, что население РФ сегодня является неквалифицированным инвестором, сталкивающимся со значительными финансовыми рисками в процессе управления личными финансами. В данной ситуации ОФЗ можно рассматривать в качестве эффективного современного инструмента размещения личных сбережений населения с точки зрения получения оптимального дохода при низком уровне финансовых рисков.

Рассмотрим подробнее виды государственных заимствований и историю их развития.

В зависимости от цели выпуска различают следующие разновидности государственных ценных бумаг.

Долговые ценные бумаги, предназначенные для покрытия постоянного дефицита государственного бюджета, переходящего из года в год. Данные ценные бумаги, как правило, среднесрочные и долгосрочные.

Ценные бумаги для покрытия временных дефицитов бюджета (кассовых разрывов). Временный дефицит бюджета возникает обычно в конце-начале квартала в связи с тем, что расходы государства, с одной стороны, постоянны, а с другой стороны - налоги поступают неравномерно.

Целевые облигации, выпускаемые для реализации конкретных проектов. Например, в Великобритании выпускались транспортные облигации для формирования денежных ресурсов, необходимых для национализации транспорта. В Японии практикуются выпуски строительных

облигаций для реализации проектов по крупномасштабному строительству.

Ценные бумаги для покрытия предприятиями государственного долга. Такие ценные бумаги выпускались в РФ в 1994-1996 годах в виде казначейских обязательств. В условиях дефицита бюджета ими государство рассчитывалось за работы, выполненные по государственному заказу и финансируемые из федерального бюджета. Получив в качестве оплаты казначейские обязательства, предприятие продавало их на вторичном рынке. Покупатели могли рассчитаться этими бумагами по уплате налогов в бюджет.

Приватизационный чек – государственная ценная бумага, предназначенная для обмена на активы государственных предприятий, передаваемых в частные руки в процессе приватизации. Использовался в РФ как инструмент разгосударствления и передачи государственных и муниципальных предприятий в частную собственность. С января 1992 года по январь 1993 года были выпущены приватизационные чеки, имевшие номинал 10 000 рублей и ограниченный срок действия [1, с. 178].

Золотой сертификат РФ – это вид ценных бумаг, выпускавшихся в России в 1993-1994 годах для покрытия бюджетных расходов. Золотой сертификат выпускался в качестве долговых обязательств, гарантированных Правительством РФ, являлся одной из форм государственного внутреннего долга. Номинал сертификатов составлял 10 килограмм золота 0,9999 пробы. В целях повышения продаж предусматривалось дробление сертификата банками, но не менее 100 граммов золота. В качестве обеспечения золотых сертификатов Комитетом по драгоценным металлам и камням было депонировано 100 тонн золота 0,9999 пробы. Объем эмиссии золотых сертификатов в рублях по курсу Центрального банка РФ определялся исходя из цены золота на Лондонском рынке на дату начала выпуска сертификатов 27 сентября 1993 года. Золотые сертификаты, выпускаемые Министерством финансов РФ, являлись именными ценными бумагами. Гарантированная годовая доходность по сертификатам была на уровне 3-х месячной ставки ЛИБОР по долларам США плюс 3% годовых [1, с. 62].

Облигации Государственных Сберегательных Займов (ОГСЗ) выпускались Правительством РФ до 1998 года и предоставляли право на получение дохода выше уровня доходности по сравнению с другими видами государственных ценных бумаг. Начало выпуска – август 1995 года. Срок обращения облигаций составлял 1-2 года. Выпускались номиналом в 100 и 500 рублей. Форма существования – документарная. Эмитентом выступало Министерство финансов РФ. Форма владения – предъявительская. Форма выплаты дохода – купонная; купонный доход устанавливался на каждые последующие три месяца и выплачивался ежеквартально учреждениями Сбербанка РФ. Владельцами могли быть как юридические, так и физические лица; резиденты и нерезиденты. Первичное размещение ОГСЗ осуществлялось Министерством Финансов РФ в форме закрытых торгов. Отметим, что порядок обращения стимулировал развитие вто-

ричного рынка [1, с. 68]. Доход по ОГСЗ для физических лиц не облагался налогом.

В РФ широкое распространение получили также облигации федерального займа (ОФЗ) – рублевые облигации, выпускаемые Министерством финансов РФ. Данные облигации являются купонными (по ним предусмотрены процентные выплаты по купонам). По некоторым выпускам ОФЗ в определенные даты может предусматриваться частичное погашение номинала (амортизация долга). По срокам обращения ОФЗ делятся на краткосрочные, среднесрочные или долгосрочные. По типу купонных выплат ОФЗ могут быть с постоянным и переменным купонным доходом. А по номиналу ОФЗ бывают с амортизацией или индексацией номинала.

История ОФЗ началась в 90-х годах 20-го века, когда потребность во внутренних заимствованиях была особенно острой. В то время наряду с долгосрочными ОФЗ существовали ГКО (государственные краткосрочные облигации, или официально государственные краткосрочные бескупонные облигации РФ – государственные ценные бумаги, эмитентом которых выступало Министерство финансов РФ.) ГКО выпускались в виде именных дисконтных облигаций в бездокументарной форме (в виде записей на счетах учета). Генеральным агентом по обслуживанию выпусков ГКО выступал ЦБ РФ. Первый выпуск ГКО состоялся в 1993 году. ГКО выпускались на сроки от трех месяцев до года отдельными выпусками. Для каждого выпуска могли отдельно устанавливаться ограничения для потенциальных владельцев. Выпуск считался состоявшимся, если в процессе размещения было продано не менее 20% планируемых к выпуску ГКО. Непроданные ГКО могли быть размещены позднее. Также был возможен досрочный выкуп ГКО на вторичном рынке. Доход формировался как разница между ценой погашения (номиналом) и ценой покупки.

ГКО были более популярны у инвесторов, чем ОФЗ, вследствие значительно более высокой доходности (в отдельные периоды 1996-1998 годов она достигала 90-140% годовых). К 17 августа 1998 года был объявлен технический дефолт по ГКО, так как непрерывно занимая под все увеличивающиеся проценты, государство выстроило так называемую «финансовую пирамиду» ГКО, которая в итоге обрушилась. Таким образом, государство оказалось неспособно расплатиться по своим долгам, в том числе по выпущенным ОФЗ и ГКО. После экономического кризиса 1998 года вложения в ГКО обесценились в три раза в долларовом выражении, а все выплаты по казначейским обязательствам остановили до февраля 1999 года.

ОФЗ с переменным купоном начали выпускать в 1995 году, а после кризиса 1998 года выпуск был прекращен. Купон выплачивался один раз в полугодие. Значение купонной ставки менялось и определялось средней взвешенной доходностью по ГКО за последние четыре сессии торгов.

В 1998 году начали выпускаться ОФЗ с постоянным доходом. Купон выплачивался один раз в год и фиксировался на весь срок обращения.

ОФЗ с фиксированным доходом появились в 1999 году. Их выдавали владельцам ГКО и ОФЗ-ПК, замороженным в 1998 году в порядке новации. Срок обращения ОФЗ-ФД составлял 4-5 лет. Ежеквартально выплачивался купон. Ставка снижалась ежегодно, с 30% в первый год до 10% к погашению [1, с. 123].

В настоящее время ставки рынка ОФЗ бывают постоянными и переменными. Постоянные фиксированные ставки устанавливаются для каждого купонного периода каждого отдельного выпуска. Переменная ставка формируется с учетом официальных данных, характеризующих уровень инфляции. Ставка ОФЗ зависит в значительной мере от ключевой ставки ЦБ РФ. В процессе обращения ОФЗ происходит накопление купонной прибыли. По мере наступления срока выплаты по очередному купону стоимость облигации возрастает. Рыночная стоимость покупки облигаций постоянно находится в диапазоне номинальной и образуется в процессе торгов на бирже (выражаясь в процентах от номинальной). Точную цену определяет конъюнктура рынка, которая может быть и выше, и ниже номинальной стоимости облигации.

ОФЗ следует рассматривать не только как инструмент финансирования государственного бюджета, но и как рычаг развития фондового рынка в РФ в целом. Однако сегодня на пути развития фондового рынка в РФ есть ряд проблем.

Во-первых, значительное число инвесторов не осознает всех возможностей заключения сделок на фондовом рынке, что говорит об их некомпетентности. Следовательно, капитализация фондового рынка не может увеличиваться быстрыми темпами.

Во-вторых, законодательство не отражает все аспекты, касающиеся работы инвесторов и непосредственно самих участников биржи. Так возникает проблема, заключающаяся в наличии спекулятивного биржевого спроса.

В-третьих, имеет место низкий уровень управления финансовыми рисками в силу неактивного применения инструментов хеджирования.

В социально-экономических условиях, сложившихся в РФ в настоящее время, на фоне сокращения потока зарубежных инвестиций, государство ориентируется на внутренние источники заимствования, осуществляя их посредством ОФЗ. Активность физических лиц на рынке ОФЗ, как правило, имеет тенденцию к росту в условиях повышенной волатильности фондового рынка и на фоне ожидания снижения ключевой ставки и инфляции. Инвестирование на фондовом рынке сопряжено со значительными рисками, но инфраструктура рынка ОФЗ направлена на их снижение, что является еще одним фактором стимулирования развития данного сегмента.

Тем не менее, интерес к рынку ОФЗ в настоящее время наблюдается только у крупных частных инвесторов, имеющих счета от нескольких миллионов рублей. Основная же часть населения обладает низкой финансовой грамотностью, вследствие чего не осуществляет операции на рынке ОФЗ.

В основном доступ физических лиц на организованный российский рынок государственных ценных бумаг возможен только через брокеров (профессиональных участников рынка ценных бумаг, лицензируемых государством) и бюрократически сложен, так как связан с оформлением значительного количества документов.

К рискам для населения при инвестировании в рыночные ОФЗ относят:

- риск финансовых потерь от изменения цены, связанный с постоянно изменяющейся рыночной конъюнктурой;
- риск дефолта эмитента (кредитный риск);
- риски, связанные с неверной оценкой стоимости ОФЗ, со сложностью их структуры (ОФЗ-ПК, ОФЗ-ИН);
- операционный риск (риск ошибочного ввода заявок в случае самостоятельной торговли ОФЗ).

Однако вложения в ОФЗ являются одним из самых надежных видов инвестирования. Надежность банковских вкладов напрямую зависит от рейтинга банка. Гарантом же выплат по ОФЗ выступает государство. И, соответственно, рейтинг надежности этих облигаций равен кредитному рейтингу самого государства. Оно отвечает по своим обязательствам перед держателями государственного долга. Если государство перестает отвечать по своим обязательствам, то происходит дефолт. Но вероятность наступления дефолта в стране гораздо ниже, чем банкротства коммерческого банка.

Таким образом, страновой риск по операциям с ОФЗ имеет место, но его уровень на порядок ниже риска банкротства коммерческого банка.

Кроме того, в случае с депозитами Агентство по страхованию вкладов обеспечивает возмещение суммы в размере 1 400 000 рублей, тогда как Министерство финансов РФ гарантирует возврат суммы, инвестированной в ОФЗ в полном объеме.

В апреле 2017 года Министерство финансов РФ выпустило ОФЗ для населения, которые продаются через банки-агенты (в отделениях Сбербанка и филиалах ВТБ24 либо в личном кабинете через систему Интернет - банкинга). Именные облигации не будут обращаться на вторичном рынке, их нельзя продать другому человеку, но можно передать по наследству. Номинал одной облигации составил 1000 рублей, а минимальная номинальная стоимость облигаций, доступных для приобретения - 30 тыс. рублей. Всего можно приобрести до 15 млн. рублей в одном выпуске. Доходность бумаг будет возрастать в зависимости от срока владения. В первый год сохраняется номинал приобретенных облигаций, затем каждые полгода владельцу будет выплачиваться купон. Держатель облигации вправе предъявить облигации к досрочному выкупу: в первый год владения ему возвратятся только вложенные средства, а по истечении 12 месяцев владелец облигаций получает и начисленные за предшествующий период проценты [2].

Динамика доходности ОФЗ-н, выпущенных в апреле 2017 года, представлена на рис.1.

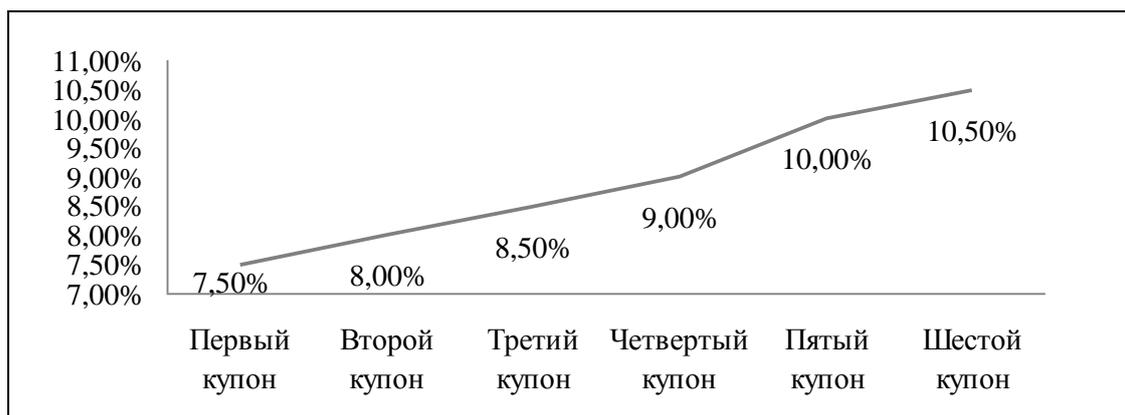


Рис. 1. Доходность ОФЗ-н 2017 года выпуска.

Отметим, что в России уже есть положительные примеры выпуска такого рода облигаций, например: в Томской области с 2002 года выпускаются облигации для жителей региона. Постоянный купонный доход в размере 10% годовых держатель облигации получает ежеквартально. Выкуп облигаций происходит по зафиксированной на день заключения договора о продаже цене с учетом накопленного купонного дохода (то есть, доход сохраняется при досрочном выкупе).

Инвесторы, осуществляющие консервативную политику управления портфелем активов, могут стать основными участниками операций с ОФЗ, однако в среде инвесторов конкуренцию этому инструменту составляют вклады в государственных или наиболее надежных негосударственных банках.

Сравним наиболее важные параметры ОФЗ и банковских вкладов в таблице 1.

По представленным данным можно сделать вывод о том, что преимуществом банковского вклада по сравнению с ОФЗ является более широкий выбор сроков вклада и периодичности выплат процентов, а также отсутствие комиссии банка при открытии или закрытии вклада.

Преимущества ОФЗ по сравнению с банковским вкладом заключаются в отсутствии потери дохода при досрочном выкупе ОФЗ после 12 месяцев, отсутствии налогообложения процентного дохода, превышающего ключевую ставку + 5 процентных пунктов, а также государственные гарантии возврата средств в полном объеме.

Таким образом, если инвестор прогнозирует значительные колебания экономической конъюнктуры в среднесрочной перспективе, или не имеет временно свободных средств в значительном объеме, то, вероятно, он предпочтет банковский вклад в надежных государственных или негосударственных банках. А в случае, если инвестор не сомневается в относительной стабильности развития экономики страны и не имеет потребности в среднесрочной перспективе в денежных средствах, то он выберет в качестве инструмента накопления и сбережения капитала

Сравнительная характеристика параметров ОФЗ и банковских вкладов в 2017г.

<i>Параметр</i>	<i>Вклад</i>	<i>ОФЗ</i>
Срок	3 или 6 месяцев, 1, 2 года и т.д.	от 1 года до 20 лет и т.д.
Периодичность выплат	ежемесячно, ежеквартально, каждое полугодие, ежегодно, в конце срока	каждое полугодие
Государственные гарантии возврата денег	до 1 400 000 рублей	в полном объеме
Процентные ставки	до 9,5%	до 10,5%
Средняя доходность	8%	9%
Налогообложение (НДФЛ)	35% (только если процентный доход превышает ключевую ставку + 5 процентных пунктов)	13% (только в случае продажи до истечения срока погашения)
Комиссия агента	отсутствует	от 0,5% до 1,5%
Выплаты при досрочном погашении	по ставке до востребования	до 12 месяцев номинальная стоимость, свыше 12 месяцев без потери дохода

На 25 мая 2017 года объем торгов на фондовом рынке составил 1 475,65 млрд. руб., из них 203 млрд. руб. приходится на обращение ОФЗ (13,8%) [4]. Структура участников операций с ОФЗ на российском рынке представлена на рисунке 2.

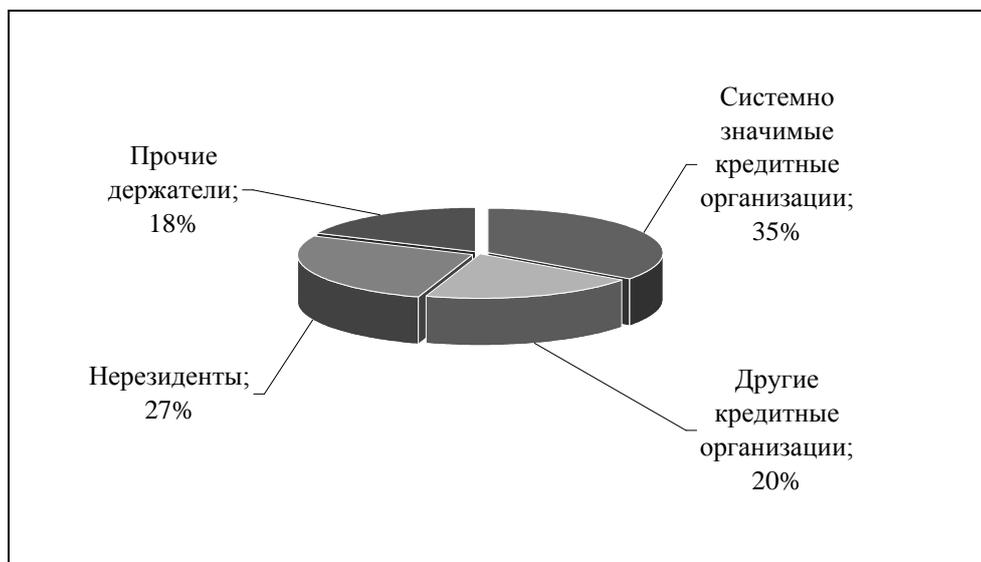


Рис.2. Усредненная структура участников операций с ОФЗ в апреле 2017 года.

Таким образом, основными участниками операций с ОФЗ являются кредитные организации (в основном, системно значимые) и нерезиденты, а доля населения РФ в операциях с ОФЗ

достаточно низкая.

В таблице 2 представлена структура обращающихся на российском рынке ОФЗ.

Таблица 2.

Усредненная структура ОФЗ российского рынка в апреле 2017 года.

Вид облигаций федерального займа	Доля, %
1. ОФЗ-ПД (с постоянным доходом)	52,25
2. ОФЗ-ПК (с переменным купонным доходом)	28,48
3. ОФЗ-АД (с амортизацией долга)	16,26
4. ОФЗ-ИН (с индексируемым номиналом)	3,00

Таким образом, инвесторы предпочитают минимизировать зависимость от изменений экономической ситуации в РФ, делая упор на вложения в ОФЗ с постоянным доходом.

Соотношение держателей обращающихся на рынке ОФЗ представлено на рисунке 3.

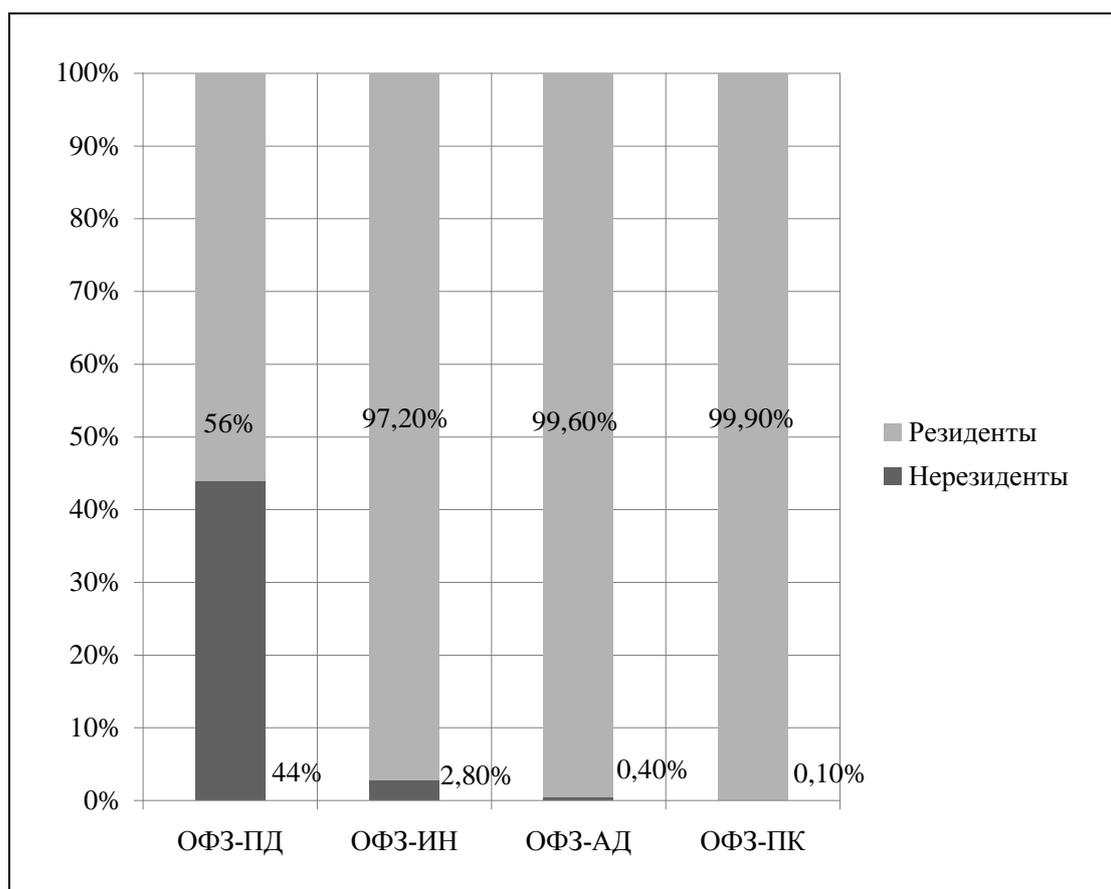


Рис.3. Структура держателей ОФЗ в апреле 2017 года.

Следовательно, нерезиденты почти все операции проводят с ОФЗ-ПД. Однако при негативном развитии экономики РФ, высокая доля нерезидентов может привести к значительным

колебаниям стоимости ОФЗ-ПД в случае, если нерезиденты начнут продавать ценные бумаги в больших объемах. С другой стороны, на фоне роста ключевой ставки ФРС США и при укреплении рубля возможно снижение спроса нерезидентов на ОФЗ, а со стороны резидентов, особенно системно значимых банков, напротив, рост спроса.

Таким образом, облигации федерального займа являются наиболее безрисковым инструментом инвестирования, однако доход приносят по истечении года, поэтому их приобретение наиболее выгодно частным инвесторам с доходами от среднего уровня и выше. Так как в настоящее время ОФЗ покупают в основном нерезиденты и системно значимые кредитные организации, а прочие держатели демонстрируют недоверие к данному финансовому инструменту, необходимо развивать финансовую грамотность населения и диверсифицировать ОФЗ для стимулирования и более полного раскрытия потенциала этого важного инструмента государственных заимствований.

В целом облигации федерального займа на сегодняшний момент можно рассматривать не только как способ привлечения средств для государственных нужд, но и как инструмент, который может стимулировать новые тенденции развития фондового рынка РФ.

Список литературы

1. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие / Чижик В.П. - М.: Форум, НИЦ ИНФРА-М, 2016. - 448 с.;
2. Горецкая Е.О. Интеграция регионов России в международный инвестиционный процесс. Автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук/ Кубанский государственный университет. Краснодар, 2008.
3. Официальный сайт Министерства Финансов РФ: <http://minfin.ru/ru/>;
URL: http://minfin.ru/ru/performance/public_debt/internal/ofz-n/about/#;
4. Официальный сайт Московской биржи: <http://www.moex.com/>;
5. Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации: <http://www.cbr.ru/>;
URL: http://www.cbr.ru/analytics/fin_stab/mmr_16q3.pdf.

Bibliography

1. Securities market: a Textbook / V. P. Chizhik - M.: Forum, NITS INFRA-M, 2016. - 448 p.;
2. Goretskaya E.O. Integration of Russian regions into the international investment process. The dissertation author's abstract on competition of a scientific degree of the doctor of economic sciences / Kuban State University. Krasnodar, 2008.
3. The official website of the Ministry of Finance of the Russian Federation: <http://minfin.ru/ru/>; URL: http://minfin.ru/ru/performance/public_debt/internal/ofz-n/about/#;

4. The official website of the Moscow exchange: <http://www.moex.com/>;
5. The official website of the Central Bank of the Russian Federation: <http://www.cbr.ru/>;
URL: http://www.cbr.ru/analytics/fin_stab/mmr_16q3.pdf.