Финансовый рынок через призму госдолга

Александр КУДРИН,
профессор, НИУ ВШЭ

Прошедший год на российском финансовом рынке был ознаменован рекордным объемом эмиссии ОФЗ и вялой динамикой рынка акций. Начало цикла снижения ключевой ставки подстегнуло интерес инвесторов к долговым бумагам, и скорее всего он сохранится на протяжении большей части 2026 года.

На наш взгляд, в ближайшие годы Минфин останется активным заемщиком, чему может способствовать пересмотр в сторону понижения цены отсечения нефти по бюджетному правилу. Именно поэтому обстановка на российском финансовом рынке в целом во многом будет зависеть от конъюнктуры сегмента госдолга. За период высоких (в реальном и номинальном выражении) процентных ставок инвесторы заработали неплохой капитал на операциях с низкорискованными инструментами. В обозримой перспективе он будет постепенно переориентироваться в пользу вложений в более рискованные инструменты. Последнее обстоятельство должно дать позитивный импульс многим сегментам российского финансового рынка.

В ближайшие годы Минфин останется активным заемщиком, чему может способствовать пересмотр в сторону понижения цены отсечения нефти по бюджетному правилу

ОПЕРАЦИИ МИНФИНА: ОБЪЕМЫ ЗАИМСТВОВАНИЙ БУДУТ ЗНАЧИТЕЛЬНЫМИ

Прошлый год был ознаменован рекордным объемом заимствований Минфина, который привлек на открытом рынке 7 трлн руб. Напомним, что в течение 2025 года бюджет был пересмотрен дважды, а его дефицит увеличился с 0.5 до 2.6 % ВВП. Причиной этого стал недобор как нефтегазовых доходов (из-за более низких мировых цен, а также более крепкого обменного курса), так и ненефтегазовых (по причине более низкого, по сравнению с прогнозом, экономического роста). При этом важным обстоятельством стало решение Правительства не использовать ФНБ для финансирования дефицита (вне рамок бюджетного правила), вместо чего была увеличена программа заимствований на 2.2 трлн руб. до рекордных 7 трлн руб. Любопытно, что в прошлом году значительную часть спроса обеспечили небанковские инвесторы (Рисунок 1). За 11 месяцев 2025 года на их долю пришлось 3.8 трлн чистых покупок госбумаг на первичном и вторичном рынках (без учета погашений).

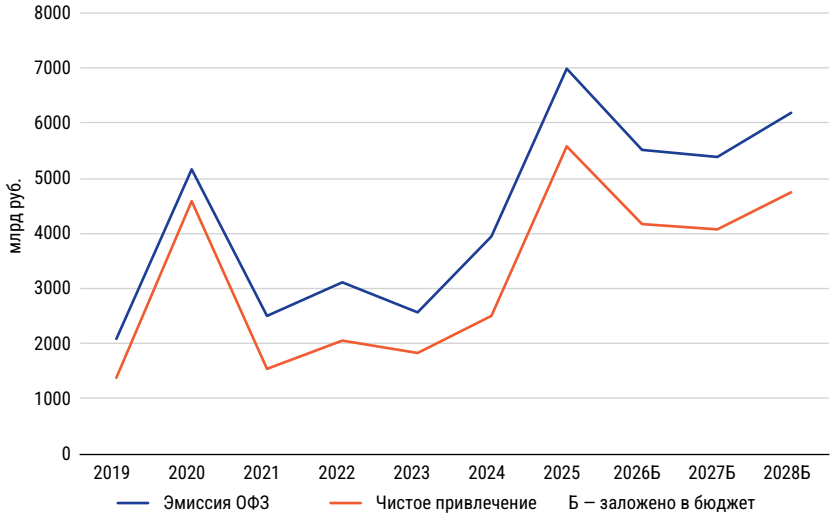


Рисунок 1
Займы Минфина

Источник: Минфин

Более того, бюджет на ближайшие три года предполагает, что финансирование дефицита будет производиться исключительно за счет эмиссии ОФЗ, без дополнительного использования ресурсов ФНБ вне бюджетного правила (БП). Если предположить, что общая концепция властей предусматривает сохранение «подушки безопасности» на определенном уровне, то нельзя исключать, что они вновь вернутся к дискуссии о снижении цены отсечения нефти по БП. Напомним, что в прошлом году Минфин объявил о намерении снизить ее с $60 до $55 за баррель в период с 2025 по 2030 год. Однако с учетом конъюнктуры мирового рынка, а также действия различных санкционных ограничений, которые приводят к формированию большого дисконта для отечественных поставщиков энергоносителей, возможно, что корректировка БП будет происходить более быстрым темпом. С одной стороны, это приведет к снижению зависимости бюджета от нефтегазовых доходов, с другой — обусловит необходимость дополнительных заимствований. Так или иначе, в ближайшие годы эмиссия ОФЗ будет оставаться большой относительно размера рынка ценных бумаг. Поэтому обстановка в сегменте госбумаг будет во многом определять ситуацию на рынке в целом.

При этом есть большие сомнения в том, что темп роста вложений небанковских инвесторов в ОФЗ в ближайшие годы будет сопоставим с показателями 2025 года. Более того, по мере завершения цикла смягчения монетарной политики их интерес к продуктам с фиксированной доходностью будет снижаться. В этом свете определяющую роль на рынке госбумаг будут играть коммерческие банки. С учетом того, что российский рынок постепенно входит в структурный дефицит ликвидности, можно предположить рост объемов рефинансирования в Банк России. Последнее обстоятельство предполагает, что стоимость фондирования для банков скорее всего будет несколько выше ключевой ставки. Доходность же долгосрочных облигаций надежных эмитентов будет для них привлекательной, если она будет предлагать премию в 150–250 б. п. к краткосрочным ставкам привлечения. По всей видимости, на этом уровне и будет находиться длинная часть кривой доходности ОФЗ в тот момент, когда ожидания по снижению ключевой ставки станут умеренными или нейтральными. При этом основной спрос банки по-прежнему будут предъявлять на бумаги с плавающей ставкой, которые позволяют им не брать к себе на баланс процентный риск.

Скорее всего в палитре заимствований Минфина останутся и валютные облигации. В 2025 году он дебютировал на локальном рынке с выпуском бумаг, номинированных в юанях. С учетом того, что российские инвесторы традиционно предпочитают диверсифицировать свои вложения, они предъявляют стабильный спрос на долговые инструменты в иностранных валютах. Минфин планировал размещать юаневые бумаги преимущественно в целях рефинансирования погашаемых суверенных еврооблигаций. Однако при наличии стабильного интереса нельзя исключать, что объем эмиссии в 2026 году может превысить размер основной суммы долга по инструменту «Россия-26» ($3 млрд), который будет выплачен в мае. Займы Минфина позволят повысить ликвидность в секторе

Бюджет на ближайшие три года предполагает, что финансирование дефицита будет производиться исключительно за счет эмиссии ОФЗ

юаневых бумаг, но в любом случае эти инструменты будут играть вспомогательную роль в финансировании дефицита бюджета.

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА: ПРОДОЛЖЕНИЕ СЛЕДУЕТ

Одним из наиболее ожидаемых и наиболее важных событий 2025 года для российского финансового рынка стало начало цикла смягчения монетарной политики. Многие инвесторы закладывали этот сценарий в свои прогнозы и поэтому начали еще в начале года проявлять интерес к долгосрочным ОФЗ как наиболее интересному инструменту для вложений в сложившихся условиях. Более того, в течение года оценка темпов снижения ключевой ставки значительно возросла, что обусловило падение доходности 10-летних госбумаг почти до уровня 13 % в III квартале 2025 года. Несмотря на то что наиболее оптимистичные прогнозы по смягчению монетарной политики не реализовались и в конце года динамика госбумаг была не столь впечатляющей, но в целом 2025 год оказался для рынка ОФЗ достаточно успешным.

Мы полагаем, что на фоне сохранения вялого спроса в экономике высоки шансы, что инфляция сохранится в диапазоне 5–6 % по итогам 2026 года, что создает предпосылки для того, чтобы Банк России продолжил снижение ключевой ставки (Рисунок 2). На наш взгляд, к концу года она может снизиться до 12 %. Более того, цикл смягчения монетарной политики может продолжиться и в 2027 году. Этот тренд в ближайшее время будет во многом определять вектор развития всего российского финансового рынка. Высокий уровень процентных ставок в реальном выражении со второй половины 2024 года позволил многим инвесторам получить хорошую прибыль при минимальном риске вложений. В рамках рассматриваемого сценария их уровень будет устойчиво снижаться, а существующая уникальная возможность безрискового заработка будет постепенно исчезать. Можно предположить, что многие инвесторы будут стремиться поддержать высокий уровень доходности операций, но это потребует от них принятия какого-то дополнительного риска. Разные категории клиентов будут склонны увеличивать экспозицию на различные категории риска. Одни предпочтут нарастить вложения в акции, другие — сформировать портфель в длинных гособлигациях, третьи — поискать недооцененные ВДО, но, так или иначе, мы можем стать свидетелями повышения спроса практически во всех сегментах финансового рынка.

Накопленного за последние годы инвестиционного потенциала вполне достаточно для роста активности по широкому спектру инструментов. В качестве иллюстрации можно обратить внимание на динамику активов частных инвесторов, которые играют заметную роль на российском рынке в последнее время.

Есть большие сомнения в том, что темп роста вложений небанковских инвесторов в ОФЗ в ближайшие годы будет сопоставим с показателями 2025 года

Цикл смягчения монетарной политики может продолжиться и в 2027 году

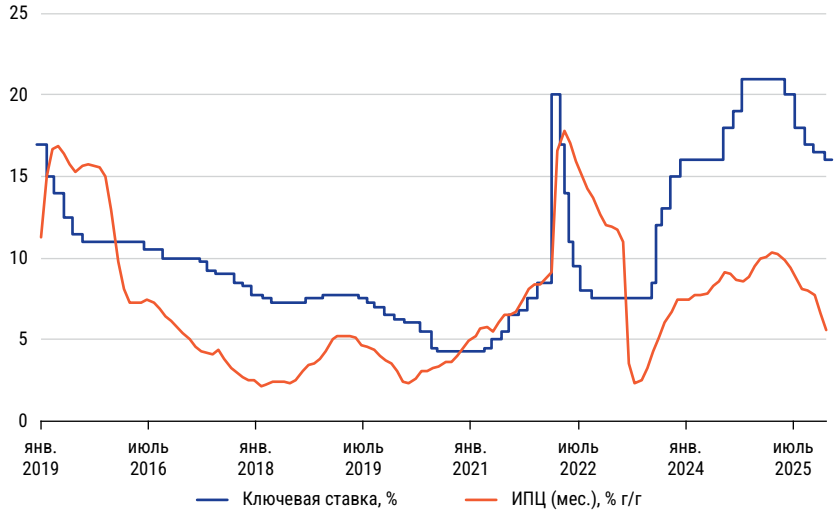
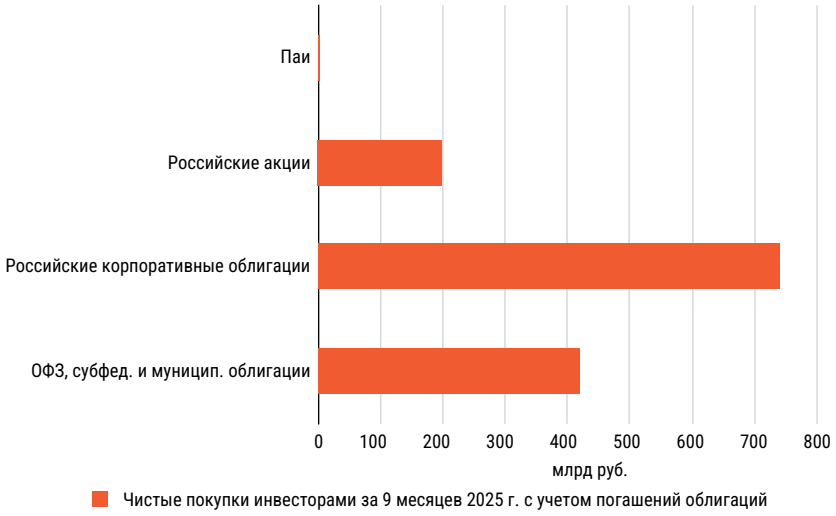


Рисунок 2
Инфляция и ключевая ставка

Источник: Банк России, Росстат

Рисунок 3
Операции физических лиц на рынке ценных бумаг

Источник: ЦБ РФ



С начала 2023 года до конца III квартала 2025 года они почти что удвоились, увеличившись на 5.8 млрд руб. до 11.8 трлн руб. Неудивительно, что основой роста стали вложения на облигационном рынке, чистые покупки за 9 месяцев 2025 года на этом сегменте составили 1.2 трлн руб. Вполне вероятно, что в ближайшем будущем по мере роста аппетита к риску часть средств будет перераспределена в пользу российских акций (доля которых в их портфелях составляет 25% против 38% вложений в облигации резидентов).

Еще более внушительным выглядит совокупный объем сбережений населения на депозитных и текущих счетах в банковской системе, он вырос на 28 трлн руб. до 62 трлн руб. По мере снижения ставок темпы роста вкладов в банковской системе будут снижаться, одновременно с этим будет проходить перераспределение потоков капитала, в том числе в пользу финансовых рынков. Скорее всего этот процесс будет постепенным, и довольно сложно предсказать, какой уровень депозитных ставок станет «непривлекательным» для частных инвесторов, но, возможно, что их переход в однозначную область активизирует поиск альтернатив традиционному методу сбережения средств. Финансовый рынок с учетом спектра обращающихся инструментов, а также низкого порога входа имеет хорошие перспективы занять эту нишу.

НОВАЦИИ РЫНКА

Среди важных изменений, которые могут произойти в 2026 году на уровне регулирования, можно выделить два. Во-первых, ЦФА могут быть введены в периметр брокерской деятельности. Как известно, в конце прошлого года были приняты изменения в законодательство, которые позволяют эмитентам относить расходы на выпуск и обслуживание долговых ЦФА на себестоимость. В этом плане данные инструменты больше не проигрывают облигациям с точки зрения заемщика. Однако на уровне инвесторов ЦФА по-прежнему остается менее удобным инструментом за счет его «изолированности» от других активов. Упомянутые изменения будут призваны устранить этот недостаток. После чего можно ожидать, что долговые ЦФА начнут постепенно вытеснять более дорогостоящие облигации. По сути, можно будет говорить о токенизации последних. В этом свете даже термин «долговой ЦФА» выглядит избыточным, и вполне можно говорить о новом формате эмиссии долговых инструментов. Полное преобразование может происходить несколько лет, но оно точно позволит эмитентам сэкономить время и средства на привлечение финансирования.

Во-вторых, регулятор анонсировал появление регулирования рынка криптовалют, который сейчас находится в серой зоне. Судя по комментариям представителей Банка России, достаточно широкий круг инвесторов (скорее всего имеющих статус квалифицированных) получит доступ к этому сегменту. Стоит напомнить, что запуск торговли производными на криптовалюты в России имел ограниченный успех. Однако появление прямого доступа к этим инструментам может отвлечь капитал с других сегментов рынка спекулятивно настроенных инвесторов. С учетом высокого уровня волатильности криптовалют важным аспектом для регулятора станет защита инвесторов.

По мере снижения ставок темпы роста вкладов в банковской системе будут снижаться