

Ирина БУКИНА

БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВАЯ ПОЛИТИКА И РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА В I ПОЛУГОДИИ 2020 г.

Пандемия новой коронавирусной инфекции для экономики России стала двойным шоком: на фоне распространения COVID-19 резко упали цены на нефть. Это стало серьезным потрясением для экономики и доходов бюджетной системы. Кроме того, происходило смягчение денежно-кредитной политики. Таким образом, в I полугодии 2020 г. наблюдалось сочетание стимулирующей бюджетно-налоговой и мягкой денежно-кредитной политики. Эта комбинация повышала спрос на государственные облигации. В периоды очередного снижения ключевой ставки Центрального банка наблюдался рост доходности ОФЗ. Несмотря на то, что уровень долговой нагрузки России невелик, существуют специфические риски, которые ограничивают возможности по наращиванию долга. К ним относятся возможные санкции, ослабление рубля, падение доходов населения и высокая вероятность роста банкротств тех организаций, которые не смогут пережить последствия от введения ограничительных мер. С учетом данных рисков следует рассмотреть механизмы поддержки экономики с задействованием долговых инструментов и политики количественного смягчения.

Ключевые слова: бюджетно-налоговая политика, деловой цикл, денежно-кредитная политика, долговой рынок, ключевая ставка, коронавирусная инфекция, облигации федерального займа, COVID-19, регион, цены на нефть

JEL: E32, H21, H61

В 2019 г. на фоне все еще относительно благоприятных показателей мировой экономики и экономики России экономисты начали высказывать опасения по поводу надвигающегося кризиса. Проблемы, высвеченные глобальным кризисом 2008 г., так и не были решены. Считается, что структурная перестройка экономики необходима и давно назрела [1]. Однако реального варианта развития событий в конце 2019 — начала 2020 г. никто не ожидал.

Длительный рост развитых экономик после рецессии 2009 г., оживление на финансовом рынке в сочетании с развязыванием торговых войн и ростом напряжения международной политической обстановки,

увеличением числа локальных политических конфликтов должны были завершиться экономическим кризисом. Еще в начале 2019 г. отчетливо звучали опасения о начале рецессии в США в 2020–2021 гг.

Начало кризиса и состояние экономики в I полугодии 2020 г.

В декабре 2019 г. в китайском городе Ухане была зафиксирована первая вспышка новой коронавирусной инфекции SARS-CoV-2. Уже 30 января 2020 г. Всемирная организация здравоохранения (далее – ВОЗ) приняла решение объявить факт распространения инфекции в Китае и вывоз ее в другие страны чрезвычайной ситуацией в области общественного здравоохранения, имеющих международное значение (далее – ЧСЗМЗ) [2]. Китайские власти приняли экстренные меры по закрытию Уханя и ряда других городов, затронутых вспышкой заболевания. С января 2020 г. события в районах, с которых началось распространение новой коронавирусной инфекции, вызвали негативную реакцию на фондовых рынках Китая, а затем сказались на биржевых индексах других стран [3]. Карантин и закрытие границ с другими странами стали сигналом о потенциальном снижении спроса на ресурсы со стороны Китая и ожидаемого спада промышленного производства.

В марте 2020 г. обвал на финансовых рынках усугубился (см. рис. 1). К негативным новостям о распространении новой коронавирусной инфекции добавилась новость о провале сделки ОПЕК+ и развязывании ценовой войны между Россией и Саудовской Аравией. За четыре торговых дня (9, 12, 16 и 23 марта) среднее значение промышленного индекса Доу-Джонса снизилось на 6 400 пунктов (около 26%) [4]. На рисунке 1 показано, что глобальный индекс Доу-Джонса с конца января по 23 марта 2020 г. рухнул более, чем на 150 пунктов (около 34%).

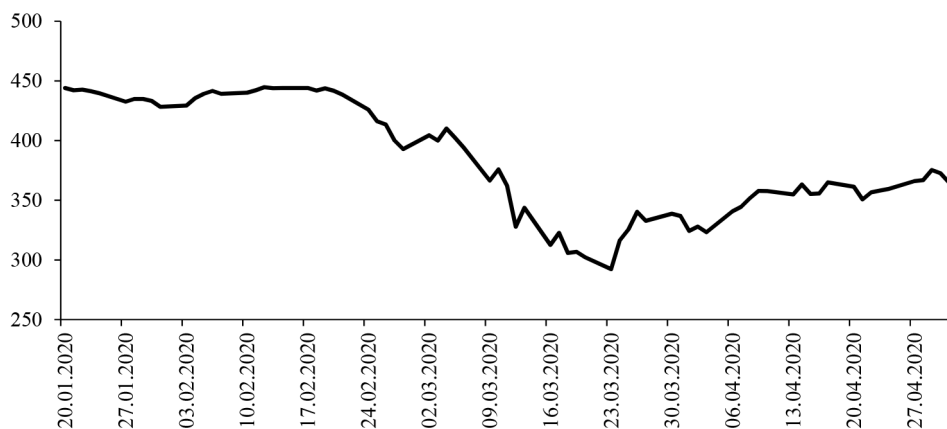


Рис. 1. Глобальный индекс Доу-Джонса (DJGI) в январе – апреле 2020 г.

Источник: [5].

Аналогичная динамика наблюдалась на Московской бирже (см. рис. 2). Минимальный уровень индекса ММВБ был достигнут несколько раньше, чем у *DJGI*, — 18 марта 2020 г. В этот день индекс упал более, чем на 100 пунктов (5%). С 20 января по 18 марта 2020 г. индекс ММВБ потерял более 1 000 пунктов (около 34%).

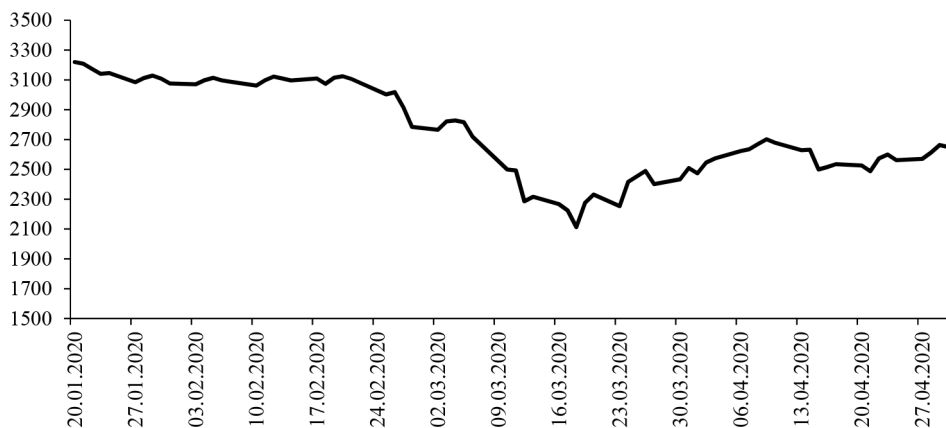


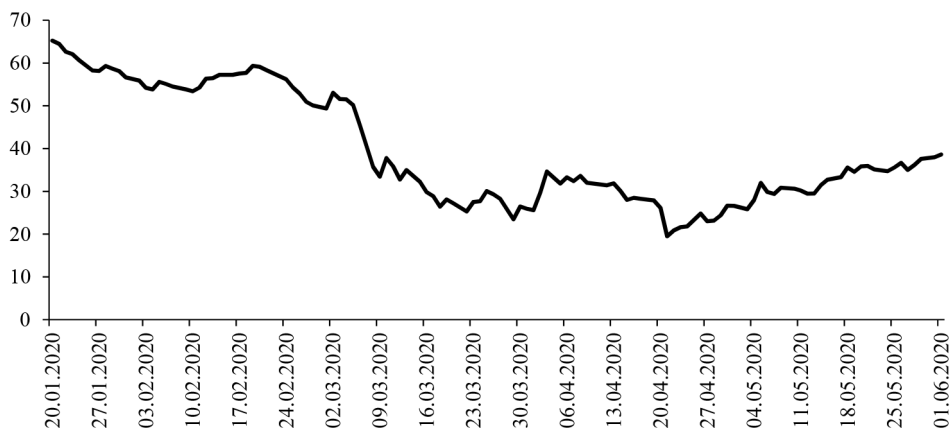
Рис 2. Индекс Мосбиржи (IMOEX) в январе – апреле 2020 г.

Источник: [6].

В условиях падения спроса на нефть со стороны одного из крупнейших потребителей — Китая, растущих рисков распространения новой коронавирусной инфекции и, как следствие, дальнейшего снижения спроса на топливо страны ОПЕК предприняли попытки договориться о снижении объемов добычи. 5 марта 2020 г. состоялось заседание ОПЕК, на котором было вынесено решение о сокращении объемов добычи на 1,5 млн баррелей в сутки. Страны ОПЕК призвали Россию и другие нефтедобывающие страны присоединиться к данному соглашению. Однако Россия отклонила данное соглашение и 7 марта 2020 г. объявила об увеличении добычи. В ответ Саудовская Аравия также объявила об увеличении добычи и скидках в размере 6–8 долл. США за баррель для потребителей нефти в Европе, США и Азии. Это вызвало обвальное падение цен нефти «Брент» с 50 до 33 долл. за баррель (см. рис. 3).

С марта 2020 г. также усилилось распространение новой коронавирусной инфекции, страны закрыли границы и объявили режимы самоизоляции. 11 марта 2020 г. ВОЗ объявила пандемию *COVID-19*.

В России с марта 2020 г. принимаются меры по ограничению транспортного сообщения с зарубежными странами, осуществляется переход на дистанционную форму обучения в образовательных учреждениях, рекомендуется перевод сотрудников на удаленную работу. С 30 марта 2020 г. объявляется режим нерабочих дней с сохранением заработной платы, который продлевался до 30 апреля 2020 г., а затем нерабочими днями были объявлены 6–8 мая 2020 г. Власти субъектов Федерации получили право самостоятельно вводить режим самоизоляции и меры, препятствующие распространению новой коронавирусной инфекции.



**Рис. 3. Цена нефти марки «Брент» в январе – апреле 2020 г.
(в долл. США за баррель)**

Источник: [7].

В итоге в I полугодии 2020 г. ожидаемо наблюдается спад российской экономики. Снижение цен на нефть и введение мер по борьбе с распространением новой коронавирусной инфекции сказались на динамике почти всех макроэкономических показателей. ВВП России по итогам I полугодия 2020 г. сократился на 3,6%, согласно оценкам Росстата [8]. Сократилось промышленное производство, снизился грузооборот, объем розничной торговли и объем платных услуг населению. Реальные располагаемые доходы населения упали на 3,7%. Ограничительные меры, введенные в марте – апреле 2020 г., сказались на резком падении совокупного спроса. В сравнении с I полугодием 2019 г. объем розничной торговли пищевыми продуктами снизился на 1,9%, а торговля непродовольственными товарами сократилась на 10,7%. Фактор негативного шока спроса положительно сказался на потребительской инфляции: за первое полугодие 2020 г. цены выросли лишь на 2,8%. В отношении промышленных товаров наблюдается дефляция – цены снизились на 6,4%. Это свидетельствует о *серьезном падении инвестиционного спроса* [8].

Статистика произведенного ВВП по итогам I полугодия 2020 г. представлена на *рисунке 4*. Относительно аналогичного периода предыдущего года валовая добавленная стоимость в целом по экономике сократилась на 3,4%. *Наибольшее падение* выпуска наблюдалось в деятельности гостиниц и общественного питания – почти 30%. Эта сфера сильнее всех пострадала из-за ограничений, введенных для предотвращения распространения новой коронавирусной инфекции. Почти все сферы услуг в той или иной степени потеряли доходы в первой половине 2020 г. Даже выпуск услуг здравоохранения сократился на 3,8%, несмотря на высокую нагрузку вследствие роста заболеваемости новой коронавирусной инфекцией. Видимо, снижение доходов сферы здравоохранения связано, прежде всего, с ограничением деятельности частных медицинских учреждений и сокращением объема оказания платных услуг бюджетными учреждениями здравоохранения, не связанных с лечением *COVID-19*.



Рис. 4. Динамика валовой добавленной стоимости по видам экономической деятельности в первом полугодии 2020 г.

Источник: [9].

Валовая добавленная стоимость добычи полезных ископаемых в первом полугодии 2020 г. сократилась на 6,7% по сравнению с I полугодием 2019 г. Выпуск обрабатывающих производств *пострадал в меньшей степени*, хотя также снизился, потеряв 2,6%. В лидерах I полугодия 2020 г., как ни странно, оказалась финансовая и страховая деятельность. Доходы в этой сфере выросли на 8,0% по сравнению с I полугодием 2020 г., чему способствовала мягкая денежно-кредитная политика Центрального банка. Еще один сектор, продемонстрировавший рост в I полугодии 2020 г. — государственное управление. В данной сфере переход на удаленные и дистанционные формы работы произошел более слаженно, были выполнены требования о сохранении рабочих мест и заработных плат в период действия ограничительных мер. Кроме того, незначительный рост продемонстрировали сферы сельского хозяйства и операций с недвижимостью.

Пандемия новой коронавирусной инфекции стала «черным лебедем» для мировой экономики. Российская экономика более чувствительна к внешним шокам, если повышается волатильность на рынке нефти. Тем не менее первые итоги 2020 г. позволили скорректировать пессимистичные прогнозы спада в российской экономике в сторону боль-

шей устойчивости. Заметную поддержку совокупному выпуску оказал финансовый сектор и сектор государственного управления. Очевидно, что важную роль в период кризиса сыграло проведение более мягкой денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики.

Бюджетная сфера в первом полугодии 2020 г.

В I полугодии 2020 г. доходы консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов ожидаемо снизились. Если в I полугодии 2019 г. доходы составили 18 583,5 млрд руб., то за аналогичный период 2020 г. поступило лишь 17 876,1 млрд руб. (см. табл. 1).

Т а б л и ц а 1

Доходы консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов

Показатели	I полугодие 2019, в млрд руб.	I полугодие 2020, в млрд руб.	I полугодие 2020 к I полугодию 2019 (в сопоставимых ценах), %
Доходы бюджета — всего	18 583,5	17 876,1	93,6
Налоговые доходы	12 319,0	11 094,2	87,6
Страховые взносы на обязательное социальное страхование	3 724,4	3 842,4	100,4
Прочие доходы	2 540,1	2 939,5	112,6

Источник: [10].

Доходы консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов в I полугодии 2020 г. снизились из-за падения налоговых доходов на 12,4% (с поправкой на потребительскую инфляцию по ИПЦ). Следует отметить, что поступления страховых взносов на обязательное социальное страхование практически не изменились по сравнению с аналогичным периодом 2019 г., а поступления прочих видов доходов выросли на 12,6%.

Структура налоговых доходов консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов и их динамика отражены на *рисунке 5*. Из налоговых доходов *наибольшее падение* пришлось на поступления по налогам, сборам и обязательным платежам за пользование природными ресурсами (см. *рис. 5*). Их объем снизился на 35,3% (с поправкой на потребительскую инфляцию) в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года.

Из *рисунка 5* следует, что положительную динамику показали только доходы от налогов на товары (работы, услуги), реализованные на территории Российской Федерации, которые выросли на 8,1% в сравнении с I полугодием 2019 г. Это можно объяснить *временными лагами в посту-*

плении НДС: налог, начисленный во II квартале 2020 г., будет поступать в бюджет в течение III квартала. Таким образом, сокращение торгового оборота, произошедшее в апреле – мае 2020 г., скажется на поступлениях НДС только во втором полугодии 2020 г.

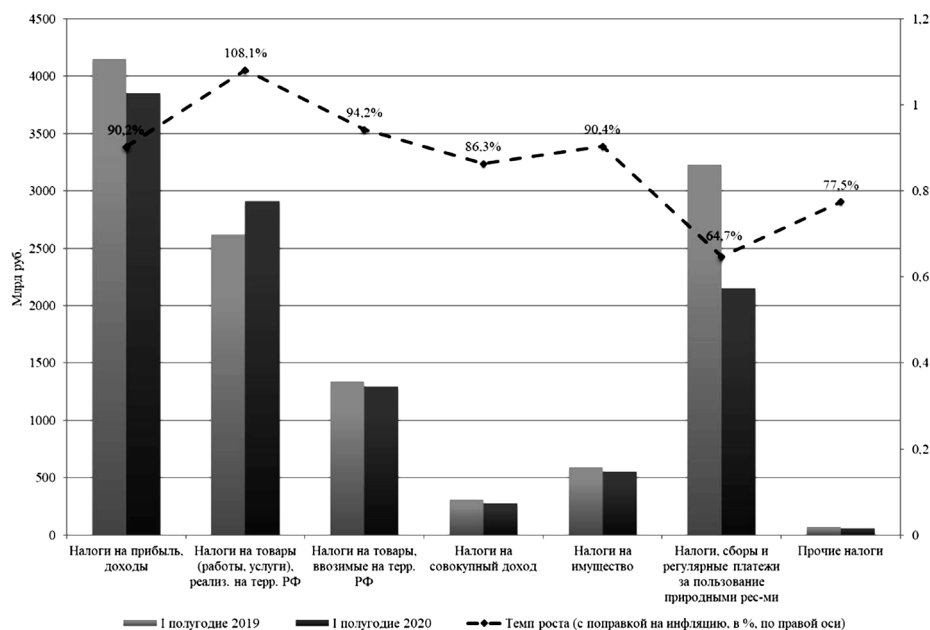


Рис. 5. Структура и динамика налоговых доходов консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов

Источник: [8; 10].

В отношении поступлений по налогам на товары, ввозимые на территорию Российской Федерации, ситуация иная. Эти виды платежей регулируются как законодательством о налогах и сборах, так и таможенным законодательством. В этой связи динамика их поступлений не сильно отстает от изменений налогооблагаемой базы. В I полугодии 2020 г. объем импорта сократился на 6,6% в сравнении с аналогичным периодом 2019 г., а объем поступлений по налогам на товары, ввозимые на территорию России, снизился на 7,8%.

Несмотря на падение доходов, в I полугодии 2020 г. расходная часть консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов выросла на 14,2% (с поправкой на потребительскую инфляцию) и составили 18 725,9 млрд руб. (см. табл. 2). Драйверами роста бюджетных расходов стали социальная политика и здравоохранение. Эти статьи расходов обеспечили наибольший вклад в итоговый прирост. Отчасти увеличение расходов по данным направлениям связано с реализацией национальных проектов и было запланировано. Однако наблюдаемый рост оказался выше, чем планируемый рост из-за финансирования реализации мер, связанных с поддержкой населения в условиях распространения новой коронавирусной инфекции.

Так, в I полугодии 2020 г. на 30,9% (с поправкой на потребительскую инфляцию) выросли расходы на здравоохранение. С началом распространения *COVID-19* Правительство РФ начало принимать меры по мобилизации учреждений здравоохранения, были выделены отдельные средства на подготовку стационаров, закупку техники, оплату труда медицинских работников, нагрузка на которых чрезвычайно возросла.

Вместе с тем расходы выросли по всему направлению за исключением обслуживания государственного и муниципального долга. Таким образом, *бюджетные средства сыграли существенную роль в поддержании совокупного спроса и выпуска* в период кризиса 2020 г.

Т а б л и ц а 2

Расходы консолидированного бюджета РФ и бюджетов государственных внебюджетных фондов в I полугодии 2020 г.

Показатели	Млрд руб.	Удельный вес, %	I полугодие 2020 к I полугодию 2019 (в сопоставимых ценах), %
Расходы, всего	18 725,9	100,0	114,2
Общегосударственные вопросы	1 104,4	5,9	115,8
Национальная оборона	1 515,5	8,1	108,8
Национальная безопасность и правоохранительная деятельность	1 015,1	5,4	107,1
Национальная экономика	1 953,0	10,4	122,2
Жилищно-коммунальное хозяйство	658,8	3,5	113,0
Охрана окружающей среды	138,4	0,7	111,3
Образование	2 130,9	11,4	104,1
Культура, кинематография	274,9	1,5	107,6
Здравоохранение	2 198,3	11,7	130,9
Социальная политика	7 115,5	38,0	115,0
Физическая культура и спорт	154,6	0,8	107,6
Средства массовой информации	66,7	0,4	112,0
Обслуживание государственного и муниципального долга	399,7	2,1	94,6
Справочно: дефицит	–849,8	—	—

Источник: [8; 10].

В I полугодии 2020 г., в отличие от последних двух лет, консолидированный бюджет Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов был исполнен с дефицитом в размере 849,8 млрд руб. (около 1,7% ВВП). Почти весь объем полученного дефи-

цита приходится на федеральный бюджет, который потерял значительную часть нефтегазовых доходов. Как и в прежние периоды снижения цен на нефть, основной урон терпит именно федеральный бюджет.

В I полугодии 2020 г. средняя цена нефти сорта «Юралс», используемая для расчета НДС, составила лишь 39 долл. США за баррель. В I полугодии 2019 г. она находилась на уровне 65,8 долл. США за баррель. Таким образом, цена упала более, чем на 40%. Минимальный уровень цены пришелся на апрель 2020 г. (16,3 долл. США за баррель). Это чуть выше нижней границы цены, используемой для расчета коэффициента Кц, характеризующего динамику мировых цен на нефть. Коэффициент Кц в апреле 2020 г. составил около 0,4. В свою очередь, налоговая ставка НДС на добычу нефти снизилась до 333,8 руб. за тонну. Среднее за полугодие 2020 г. значение налоговой ставки НДС на добычу нефти с учетом коэффициента Кц составило 5 599,1 руб. за тонну, что в два раза меньше, чем в первом полугодии 2019 г.

Поступления от НДС в виде углеводородного сырья снизились с 3 116,9 млрд руб. в I полугодии 2019 г. до 1 983,0 млрд руб. в I полугодии 2020 г. В целом нефтегазовые доходы федерального бюджета сократились на 42,6% (с поправкой на потребительскую инфляцию) в сравнении с I полугодием 2019 г.

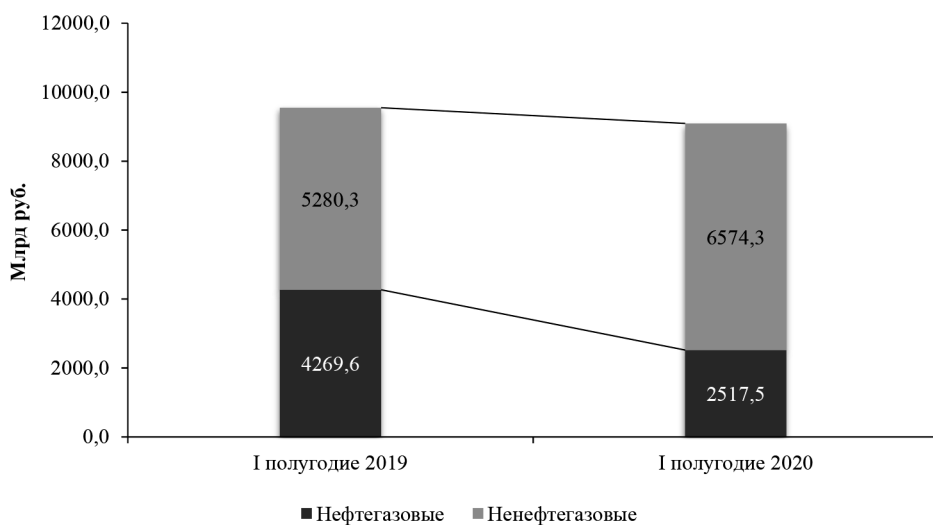


Рис. 6. Структура доходов федерального бюджета в I полугодии 2019 и 2020 гг. (в млрд руб.)

Источник: [10].

В 2019 г. соотношение между нефтегазовыми и ненефтегазовыми доходами было почти равным (45% приходилось на нефтегазовые доходы, 55% — на ненефтегазовые). А по итогам первого полугодия 2020 г. доля нефтегазовых доходов сократилась до 28%.

Общая сумма доходов федерального бюджета по итогам I полугодия 2020 г. составила 9 091,9 млрд руб. Это примерно на 458,0 млрд руб. меньше, чем за аналогичный период предыдущего года. В реальном

выражении доходы федерального бюджета в I полугодии 2020 г. сократились на 7,4%.

Налоговые доходы федерального бюджета составили 6 533,1 млрд руб., снизившись на 14,5% (с поправкой на потребительскую инфляцию) по сравнению с I полугодием 2019 г. Наибольшее снижение, как следовало ожидать, пришлось на поступления от налогов, сборов и платежей за пользование природными ресурсами. Их объем сократился на 35,6% (см. рис. 7). Существенно снизились поступления от налога на прибыль – на 10,9%. Сокращение поступлений от налогов на товары, ввозимые на территорию Российской Федерации, было компенсировано увеличением на 9,3% доходов в виде налогов на товары (работы, услуги), реализуемые на территории России. Однако рост поступлений от данных налогов не смог перекрыть значительного падения поступлений по остальным платежам.

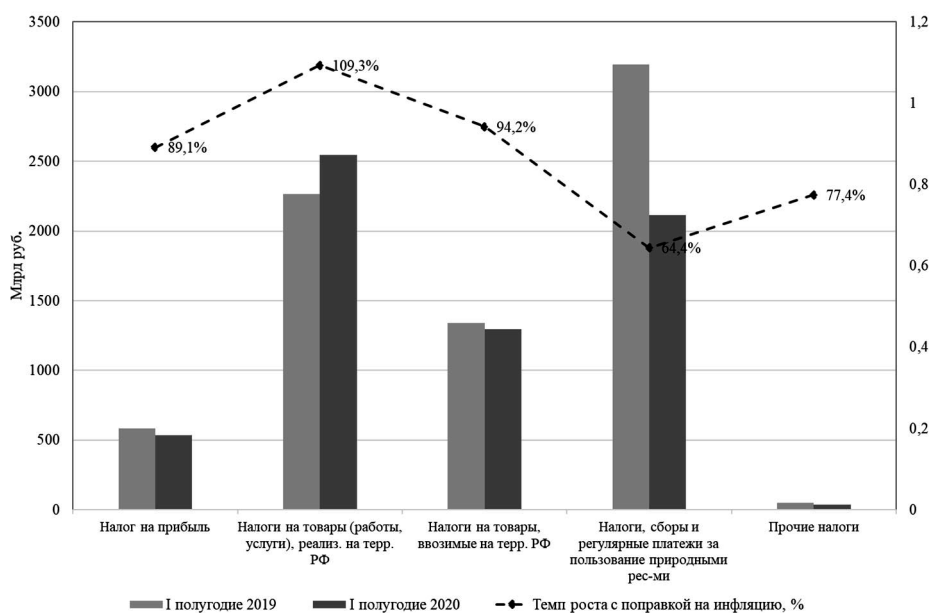


Рис. 7. Структура и динамика налоговых доходов федерального бюджета в первом полугодии 2019 и 2020 гг.

Источник: [8; 10].

Федеральный бюджет в российской бюджетной системе принимает на себя основные риски неблагоприятного воздействия внешних шоков. В I полугодии 2020 г. этот факт в очередной раз подтверждается. Потеряв значительную часть доходов, федеральный бюджет тем не менее обеспечил большую часть расходов консолидированного бюджета и бюджетов государственных внебюджетных фондов – 53%.

Расходы федерального бюджета в I полугодии 2020 г. достигли почти 10 трлн руб. (около 20% ВВП). Прирост расходов с поправкой на потребительскую инфляцию составил 22,8%. Наибольший вклад в этот прирост обеспечили такие разделы, как социальная политика и здравоохране-

ние. Причем последние выросли более, чем в 2 раза. Существенный вклад также внесло увеличение расходов на национальную экономику и межбюджетных трансфертов общего характера бюджетам бюджетной системы Российской Федерации.

Т а б л и ц а 3

Расходы федерального бюджета в первом полугодии 2020 г.

Показатели	Млрд руб.	Удельный вес, %	I полугодие 2020 к I полугодию 2019 (в сопоставимых ценах), %
Расходы	9 915,0	100,0	122,8
Общегосударственные вопросы	647,9	6,5	118,5
Национальная оборона	1 514,8	15,3	108,8
Национальная безопасность и правоохранительная деятельность	948,8	9,6	106,4
Национальная экономика	1 045,5	10,5	122,7
Жилищно-коммунальное хозяйство	155,6	1,6	128,0
Охрана окружающей среды	124,0	1,3	112,6
Образование	448,1	4,5	108,8
Культура, кинематография	55,8	0,6	130,5
Здравоохранение	654,8	6,6	203,8
Социальная политика	3 194,8	32,2	127,0
Физическая культура и спорт	23,1	0,2	115,4
Средства массовой информации	41,6	0,4	118,3
Обслуживание государственного и муниципального долга	349,7	3,5	95,4
Межбюджетные трансферты общего характера бюджетам бюджетной системы Российской Федерации	710,5	7,2	159,3
Справочно: дефицит	–823,1	96,9	

Источник: [8; 10].

Бюджетное правило и рынок государственного долга

В I полугодии 2020 г. федеральный бюджет был исполнен с дефицитом в размере 823,1 млрд руб. (1,6% ВВП). Согласно бюджетному правилу, в I квартале 2020 г. дополнительные нефтегазовые доходы поступали на формирование Фонда национального благосостояния. Однако уже во II квартале 2020 г. расчетная цена нефти сорта «Юралс» упала ниже цены

отсечения, и Фонд национального благосостояния перестал пополняться. Тем не менее на 1 июля 2020 г. объем Фонда составлял 12 139,6 млрд руб. (11,4% к ВВП) или 176,6 млрд долл. США. В целях компенсации недополученных нефтегазовых доходов федерального бюджета на внутреннем валютном рынке в первом полугодии 2020 г. Центральным банком со счетов Минфина России было продано валюты на сумму 925,9 млрд руб. За счет размещения внутреннего долга в федеральный бюджет в первом полугодии 2020 г. поступило около 828,2 млрд руб.

Ожидаемое участниками рынка снижение ключевой ставки Центральным банком в условиях кризиса сказалось на росте доходности государственных долговых бумаг.

На *рисунке 8* отражены спреды доходности ОФЗ и ключевой ставки Центрального банка по дням с января по конец августа 2020 г. Отдельно отмечены дни заседаний, на которых Центральный банк объявлял об очередном снижении ключевой ставки. Первое снижение ключевой ставки ЦБ объявил 10 февраля 2020 г. Как показано на *рисунке 8*, доходность ОФЗ первое время отставала даже от сниженной до 6,0% ключевой ставки. Однако с конца февраля доходность ОФЗ резко выросла. Ключевым фактором стало обрушение цен на нефть параллельно с разворачиванием пандемии. На этом фоне участники рынка получали от ЦБ явные сигналы о дальнейшем смягчении денежно-кредитной политики.

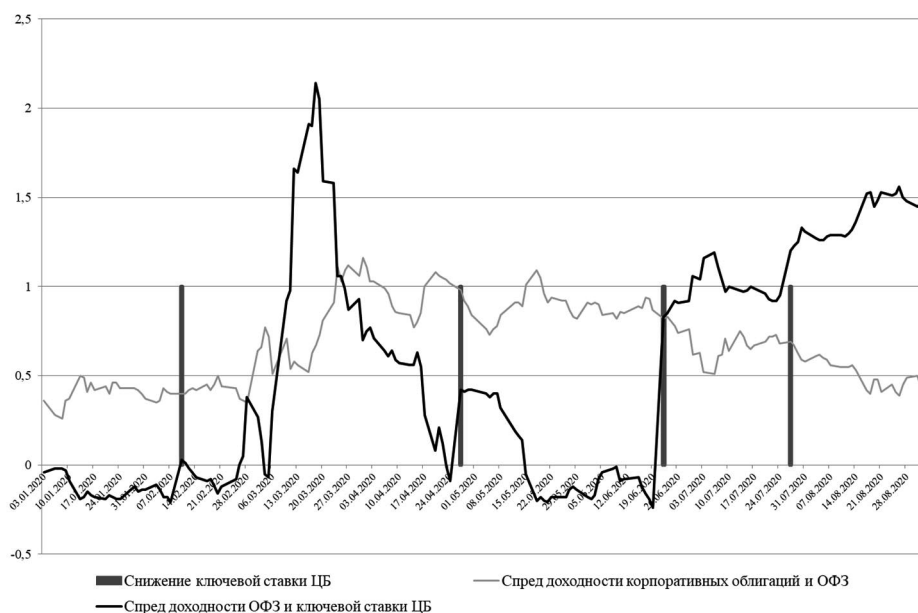


Рис. 8. Спреды доходности ОФЗ, ключевой ставки ЦБ и доходности корпоративных облигаций в январе — августе 2020 г.

Источник: [6].

27 апреля 2020 г. ключевая ставка была снижена еще на 50 базисных пунктов. К этому моменту, как следует из *рисунка 8*, доходность ОФЗ вновь приблизилась к ключевой ставке. Однако после снижения

последней вновь наблюдался рост доходности государственных бумаг. Аналогичная картина наблюдалась и в последующие периоды снижения ключевой ставки: 22 июня и 27 июля 2020 г.

В условиях низких процентных ставок долговое финансирование дефицита бюджета служит хорошей альтернативой использованию накопленных резервов.

На начало 2020 г. объем государственного внутреннего долга составлял около 10,2 трлн руб. К 1 июля 2020 г. долг вырос до 11,2 трлн руб. Это около 10,2% относительно ВВП (по данным за 2019 г.). Государственный внешний долг, выраженный в долл. США, за I полугодие 2020 г. снизился с 54,8 млрд до 51,0 млрд долл. США. По состоянию на 1 июля 2020 г. государственный внешний долг, таким образом, составил около 3,6 трлн руб. Так, общая величина государственного долга РФ не превышает 13,5% относительно ВВП. По мировым меркам — это *незначительная долговая нагрузка*. В этих условиях, учитывая низкий уровень инфляции и снижение процентных ставок, долговое финансирование дефицита федерального бюджета представляется *оптимальным*.

Однако есть ряд замечаний, которые требуют проводить весьма осторожную политику заимствований.

Перовое замечание касается *спроса на облигации*. Для привлечения участников рынка к покупкам государственного долга Минфину России необходимо предложить некоторую премию. Судя по динамике доходности ОФЗ в последние годы, она должна составлять не менее 150 базисных пунктов. С учетом действующей ключевой ставки доходность ОФЗ на срок от года должна составлять не менее 5,75–6,0%. Собственно, такая картина и наблюдается в последнее время. С точки зрения расходов на обслуживание долга это не самые комфортные условия. Если инфляция не превысит 4,0%, то реальный процент по государственному долгу составит порядка 2,0% годовых. В то время как развитые страны имеют возможность занимать средства практически бесплатно, а иногда даже под отрицательную реальную ставку. Если дефицит сохранится или начнет расти, потребуются дальнейшее увеличение премии, вырастут расходы на обслуживание государственного долга, что приведет к стремительной динамике наращивания долговой нагрузки.

Политическая напряженность и вероятность объявления нового пакета санкций в отношении России, возможность второй волны распространения новой коронавирусной инфекции, массовые банкротства бизнеса, который не смог оправиться после введенных ограничений, риски ослабления рубля и роста инфляции создают неблагоприятные ожидания инвесторов. В этой связи необходимо сделать второе замечание. Если в краткосрочной перспективе существующий спред доходности ОФЗ и ключевой ставки привлекает инвесторов, то *в длительной перспективе такая «щедрость» сопряжена с рисками*. На фоне ухудшения экономической ситуации и давления на рубль ЦБ будет вынужден повышать ключевую ставку, следовательно, цена облигаций, выпущенных в период низких ставок, начнет снижаться. Долгосрочные облигации и облигации с постоянным купоном выглядят непривлекательно с уче-

том перечисленного. Это ограничивает возможности правительства по размещению долга.

Еще одно замечание (см. рис. 8) касается *краткосрочного всплеска доходности ОФЗ*. Ясный сигнал на смягчение денежно-кредитной политики, подавал ЦБ в I полугодии 2020 г., сделал покупки ОФЗ привлекательными для инвесторов и в т.ч. для банков. Одновременно с этим снижались процентные ставки по кредитам. Таким образом, выбирая между покупкой ОФЗ и расширением кредитного портфеля, банки предпочитали вложения в государственный долг. Данная ситуация фактически привела к эффекту вытеснения кредитов, которые могли бы стать источниками инвестиций и потребления. Спрос нефинансовых организаций на кредиты снижался в первом полугодии 2020 г. на фоне неопределенности и падения продаж.

Снижение ставок сделало кредитование привлекательным, однако одновременно отмечается ужесточение неценовых параметров кредитования. Динамика долгосрочного кредитования остается весьма скромной. При этом во II квартале 2020 г. наблюдался всплеск выдачи краткосрочных кредитов, что было связано с принятием мер по борьбе с последствиями по распространению новой коронавирусной инфекции [11]. Такой дисбаланс означает, что бизнес пока не планирует увеличивать инвестиционную активность, воспользовавшись периодом низких ставок. Также существуют риски, что полученные в рамках системы поддержки краткосрочные кредиты могут стать невозвратными. Частный сектор, как было сказано выше, сильнее всего пострадал в результате кризиса 2020 г.

В отношении *долга субъектов Федерации* наблюдается неоднозначная картина. Часть их нарастили объем долга в первом полугодии 2020 г. В ряде регионов долг рос незначительно либо снижался.

В *таблице 4* представлены расчеты уровня долговой нагрузки, показывающие отношение долга субъекта Федерации к собственным доходам консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов территориальных внебюджетных фондов. По итогам I полугодия 2020 г. в Мордовии, Смоленской области и Хакасии долговая нагрузка превысила 200%. В Мордовии долговая нагрузка приблизилась к 400%. При этом темпы прироста долга в I полугодии 2020 г. в этих регионах оказались либо незначительными (+2,0% в Хакасии), либо отрицательными (–8,8% в Смоленской области и –11,7% в Мордовии). Напротив, некоторые субъекты Федерации, долг которых резко вырос за I полугодие 2020 г. (более, чем на 50,0%) по показателю долговой нагрузки находятся на уровне менее 100%.

Так, максимальный рост долга наблюдался в Санкт-Петербурге и составил 77,0%. Однако уровень долговой нагрузки Санкт-Петербурга составил менее 20,0%.

В целом по России уровень долговой нагрузки субъектов РФ в I полугодии 2020 г. составил 43,4% (см. табл. 4), а суммарный долг вырос лишь на 2,2% (с поправкой на потребительскую инфляцию). Субъектам Российской Федерации с высоким уровнем долговой нагрузки удалось сдержать динамику наращивания долга в условиях кризиса. В то же самое время ряд регионов с относительно низким уровнем

долговой нагрузки заимствовал активнее. Последствия кризиса 2020 г. скажутся на состоянии бюджетов субъектов Федерации позже. Риск каскада банкротств, особенно в сфере малого и среднего предпринимательства, снижение доходов населения, рост задолженности по кредитам, стагнация инвестиционной активности негативно скажутся на региональном выпуске и доходах субфедеральных бюджетов. В этих условиях регионам с высоким уровнем долговой нагрузки *будет очень сложно привлекать средства* для финансирования растущих дефицитов.

Т а б л и ц а 4

**Долговая нагрузка в первом полугодии 2020 г. по субъектам
Российской Федерации (в %)**

Субъект РФ	Долговая нагрузка	Субъект РФ	Долговая нагрузка	Субъект РФ	Долговая нагрузка
1	2	3	4	5	6
Республика Мордовия	373,5	Волгоградская область	104,5	Тульская область	51,8
Смоленская область	216,4	Тамбовская область	99,8	Кемеровская область — Кузбасс	49,9
Республика Хакасия	214,8	Калужская область	97,3	Республика Дагестан	49,4
Республика Ингушетия	183,6	Магаданская область	95,2	Мурманская область	47,6
Удмуртская Республика	180,1	Омская область	92,0	Вологодская область	46,0
Московская область	170,0	Республика Татарстан (Татарстан)	90,3	Тверская область	44,4
Орловская область	147,5	Ивановская область	86,5	Брянская область	42,0
Псковская область	146,6	Липецкая область	86,0	Чувашская Республика — Чувашия	40,6
Костромская область	145,6	Нижегородская область	82,7	Ростовская область	35,6
Еврейская автономная область	145,5	Свердловская область	78,4	Воронежская область	34,3
Карачаево-Черкесская Республика	143,8	Белгородская область	76,9	Республика Алтай	33,2
Курганская область	137,4	Республика Тыва	76,1	Камчатский край	28,6
Республика Марий Эл	136,9	Амурская область	75,8	Иркутская область	26,5
Ярославская область	132,1	Республика Бурятия	74,6	Республика Башкортостан	21,4

О к о н ч а н и е т а б л . 4

1	2	3	4	5	6
Томская область	130,9	Астраханская область	73,6	г. Санкт-Петербург	19,6
Республика Калмыкия	130,5	Чукотский автономный округ	71,8	Челябинская область	18,7
Хабаровский край	129,4	Краснодарский край	70,9	Ненецкий автономный округ	16,1
Рязанская область	127,1	Новосибирская область	68,7	Ямало-Ненецкий автономный округ	14,8
Кировская область	126,4	Красноярский край	68,2	Владимирская область	14,1
Саратовская область	124,4	Калининградская область	67,9	Пермский край	13,1
Забайкальский край	122,9	Ставропольский край	67,7	Республика Крым	12,8
Республика Северная Осетия – Алания	121,9	Республика Коми	66,0	Приморский край	9,2
Ульяновская область	121,8	Республика Саха (Якутия)	65,7	Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	7,9
Республика Карелия	117,4	Республика Адыгея (Адыгея)	58,7	Алтайский край	5,4
Новгородская область	115,5	Самарская область	57,1	Ленинградская область	3,3
Пензенская область	110,5	Курская область	55,7	Тюменская область	3,0
Кабардино-Балкарская Республика	110,3	Чеченская Республика	54,8	г. Москва	2,6
Архангельская область	106,7	Оренбургская область	54,6	В целом по РФ	43,4

Источник: [12].

З а к л ю ч е н и е

Распространение новой коронавирусной инфекции стало очередным внешним шоком для экономики России. Ожидавшийся в последние годы спад мировой экономики начался уже в первом полугодии 2020 г. Кризис затронул все страны и рынки. Для российской экономики дополнительным ударом стало обрушение цен на нефть в марте 2020 г. Однако по итогам I полугодия 2020 г. результаты оказались менее драматичными, чем ожидалось. Поддержку экономике оказали бюджетные расходы и рост выпуска в финансовой деятельности и сельском хозяйстве.

Налоговые доходы бюджета очень чувствительны к падениям ВВП [13]. Так произошло и в I полугодии 2020 г. Упали цен на нефть,

что вызвало снижение и нефтегазовых доходов бюджета, и спад выпуска. Меры, введенные в целях предотвращения распространения новой коронавирусной инфекции, *негативно повлияли как на спрос, так и на предложение*. В результате сократилась налоговая база основных налогов. При этом основные потери пришлось на федеральный бюджет. Доходная часть бюджетов субъектов Федерации в I полугодии 2020 г. не успела сократиться столь катастрофически. Однако *следует ожидать значительного снижения доходов* по итогам 2020 г.

Рост расходов консолидированного бюджета и бюджетов государственных фондов обусловлен двумя основными факторами:

- реализацией национальных проектов;
- финансированием срочных мер, принятых в целях борьбы с распространением новой коронавирусной инфекции.

Соответственно, результатом исполнения консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов по итогам первого полугодия 2020 г. стал дефицит.

Осмотрительное планирование федерального бюджета позволило накопить достаточный объем дополнительных нефтегазовых доходов, которые в соответствии с бюджетным правилом поступали на пополнение Фонда национального благосостояния. В марте – апреле 2020 г. продажа валюты со счетов по учету дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета позволяла финансировать растущий дефицит.

Отличием текущего кризиса от 2008 г. является то, что рынок государственного долга более развит, а низкая инфляция позволила смягчить проводимую денежно-кредитную политику. Таким образом, еще одним источником финансирования дефицита федерального бюджета выступают заимствования на финансовом рынке.

Несмотря на низкий уровень государственного долга как внутреннего, так и внешнего, проведение бюджетно-налоговой политики посредством федерального бюджета связано с *рядом рисков*. Вместе с тем чрезмерно умеренная политика или преждевременный переход к финансовой консолидации *замедлят выход российской экономики из рецессии*. Могут быть предложены следующие направления в области бюджетно-налоговой политики.

Первое. Многие принятые меры имеют краткосрочный характер. Поэтому необходима дополнительная поддержка организациям малого и среднего бизнеса. Это может быть предоставление субсидированных кредитов на более длительный срок или возврат налоговых платежей за предыдущие периоды.

Второе. Более привлекательными для инвесторов сейчас служат государственные облигации с плавающим купоном (так называемые флоутеры). Такие бумаги позволяют инвесторам снизить риски, связанные с колебанием курса рубля, ускорением инфляции и т.п. Поскольку в настоящий момент вероятность дальнейшего снижения ключевой ставки крайне низка, следует увеличить долю флоутеров в общем объеме выпусков ОФЗ.

Третье. Риски увеличения заимствований на финансовом рынке, в т.ч. с использованием ОФЗ с переменным купоном, могут отчасти

нивелироваться согласованным проведением денежно-кредитной политики. Центральный банк может расширять кредитование под залог ОФЗ или операции по обратному выкупу. Кроме того, ЦБ может расширять ломбардный список ценных бумаг за счет облигаций субъектов РФ, позволяя субнациональным властям разнообразить набор финансовых инструментов финансирования долга.

Реализация указанных механизмов не требует длительной подготовки и может быть проведена в короткие сроки. Весьма вероятно дальнейшее ослабление рубля, положительный эффект от которого будет очень коротким. Падение стоимости национальной валюты даст некоторую поддержку нефтегазовым доходам, а также положительно скажется на экспорте и производительности [14]. Однако эти эффекты, как правило, не длятся более года.

Список литературы

1. *Becker B., Ivashina V.* Disruption and Credit Markets // CEPR Discussion Papers 13508, C.E.P.R. Discussion Papers. 2019. URL: cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=13508 (дата обращения: 06.09.2020).

2. Заявление по итогам второго совещания Комитета по чрезвычайной ситуации в соответствии с Международными медико-санитарными правилами, в связи со вспышкой заболевания, вызванного новым коронавирусом 2019 г. (nCoV). 30 января 2020 г. URL: [https://www.who.int/ru/news-room/detail/30-01-2020-statement-on-the-second-meeting-of-the-international-health-regulations-\(2005\)-emergency-committee-regarding-the-outbreak-of-novel-coronavirus-\(2019-ncov\)](https://www.who.int/ru/news-room/detail/30-01-2020-statement-on-the-second-meeting-of-the-international-health-regulations-(2005)-emergency-committee-regarding-the-outbreak-of-novel-coronavirus-(2019-ncov)) (дата обращения 05.09.2020).

3. Coronavirus: China bars 11m residents from leaving city at centre of outbreak. // The Guardian. 22 January 2020. URL: <https://www.theguardian.com/world/2020/jan/22/coronavirus-china-measures-rein-spread-mutate-disease-death-toll> (дата обращения 05.09.2020); World financial markets rocked by China coronavirus // The Guardian. 23 January 2020. URL: <https://www.theguardian.com/business/2020/jan/23/financial-markets-china-coronavirus-outbreak-economy> (дата обращения 05.09.2020).

4. *Mazur M., Dang M., Vega M.* COVID-19 and the march 2020 stock market crash. Evidence from S&P1500 // Finance Research Letters. 9 July 2020.

5. The Wall Street Journal. URL: <https://www.wsj.com/market-data/quotes/index/XX/WIDOW/historical-prices> (дата обращения: 10.09.2020).

6. Московская биржа. URL: <http://www.moex.com/ru> (дата обращения 10.09.2020).

7. Финам. URL: <https://www.finam.ru/profile/tovary/brent/export/> (дата обращения 10.09.2020).

8. Социально-экономическое положение России. Январь – июль 2020 : доклад / Федеральная служба государственной статистики (Росстат). URL: <https://rosstat.gov.ru> (дата обращения: 28.08.2020).

9. Федеральная служба государственной статистики (Росстат) / Национальные счета: Официальный сайт. URL: <https://rosstat.gov.ru> (дата обращения: 13.09.2020).

10. Исполнение бюджетов // Федеральное казначейство: Официальный сайт. URL: <https://www.roskazna.ru> (дата обращения: 28.08.2020).

11. Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки. Информационно-аналитический комментарий. № 7 (53). Июль 2020 г. 11 августа 2020 г.

URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/29138/LB_2020-53.pdf (дата обращения 13.09.2020).

12. Министерство финансов РФ. URL: <http://www.minfin.ru> (дата обращения: 13.09.2020).

13. Букина И.С. Бюджетно-налоговая политика России в 2019 г. и в условиях кризиса 2020 г. // *Федерализм*. № 2. 2020. URL: <https://doi.org/10.21686/2073-1051-2020-2-132-145>.

14. Букина И.С., Ореховский П.А. Особенности российской модели экономического роста // *Финансы: теория и практика*. 2018. Т. 22. № 6 (108). С. 6–24.

BUDGET AND TAX POLICY AND THE PUBLIC DEBT MARKET IN THE FIRST HALF OF 2020

The pandemic of a new coronavirus infection for the Russian economy was a double shock: against the background of the spread of COVID-19, oil prices fell sharply. This was a serious shock for the economy and budget revenues. However, it was the budget expenditures that played a major role in supporting output. In addition, monetary policy was expansionary. Thus, in the first half of 2020, a combination of stimulating fiscal and expansionary monetary policies was observed. This combination increased the demand for government bonds. During the periods of the next decrease in the key rate of the Central Bank, an increase in the yield of OFZ was observed. Despite the fact that the level of Russia's debt burden is low, there are specific risks that limit the possibilities for increasing debt. These include possible sanctions, a weakening of the ruble, falling incomes of the households and a high probability of an increase in bankruptcies of those organizations that will not be able to survive the consequences of the introduction of restrictive measures. Given these risks, it is necessary to consider mechanisms to support the economy using debt instruments and quantitative easing policies.

Keywords: business cycle, debt market, coronavirus infection, COVID-19 federal loan bonds, fiscal policy, key rate, monetary policy, oil prices, region

JEL: E32, H21, H61

Дата поступления — 16.09.2020 г.

БУКИНА Ирина Сергеевна

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник;
Федеральное государственное бюджетное учреждение Институт экономики Российской академии наук / Нахимовский пр-т, д. 32, г. Москва, 117218.
e-mail: bis.email@gmail.com

BUKINA Irina S.

Cand. Sc. (Econ.), Senior researcher;
Federal State Budgetary Institution of Science Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences / 32, Nakhimovsky Av., Moscow, 117218.
e-mail: bis.email@gmail.com

Для цитирования:

Букина И. Бюджетно-налоговая политика и рынок государственного долга в I полугодии 2020 г. *Федерализм*. 2020. Т. 25. № 3 (99). С. 169–187.