

И.С. БУКИНА

СОСТОЯНИЕ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ РОССИИ И ПОТЕНЦИАЛ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕФИЦИТА ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА

Бюджетная система России впервые подвергается масштабному напряжению по всем направлениям ввиду рисков потери налогооблагаемой базы из-за международных санкций, неуклонного роста непредвиденных расходов, инфляционных рисков и роста расходов на обслуживание долга. В этой связи необходимо выявить и провести анализ потенциальных источников финансирования дефицита федерального бюджета как основного гаранта бюджетной устойчивости. В статье рассматривается состояние консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов по итогам I полугодия 2024 г. Показано, что основным источником роста доходов остаются нефтегазовые доходы. Из нефтегазовых доходов опережающим темпом растут поступления налога на доходы физических лиц и НДС от внутренней реализации. При этом позитивная динамика отдельных отраслей российской экономики во многом обусловлена бюджетным финансированием. Вместе с тем инфляция остается выше целевых значений, что вынуждает Банк России ужесточать денежно-кредитную политику. Сверхплановый рост расходов федерального бюджета и повышение номинальных ставок угрожает финансовой стабильности. В этой связи в статье оценивается потенциал финансирования дефицита федерального бюджета в условиях жестких ограничений по заимствованию. На основе анализа состояния внутреннего рынка облигаций федерального займа, сделан вывод о высоком риске кризиса ликвидности и потенциале размещения внутреннего долга за счет средств небанковских финансовых организаций и физических лиц.

Ключевые слова: бюджетно-налоговая политика, бюджетный импульс, государственный долг, дефицит бюджета, кривая бескупонной доходности, нефтегазовые доходы, рынок государственных облигаций, регион.

JEL: E32, H21, H61

В 2024 г. на фоне геополитической напряженности и ведения военных действий продолжается восстановление российской экономики, несмотря на введение международных финансовых, внешнеторговых и политических санкций. Согласно предварительным оценкам Росстата¹, в I квартале 2024 г. ВВП вырос на 5,4% в сравнении с аналогичным периодом 2023 г. При этом основным драйвером роста стали бюджетные расходы и производство для нужд военно-промышленного комплекса. Нагрузка на бюджетную систему растет, а ужесточение денежно-кредитной политики снижает потенциал финансирования возросших обязательств.

Динамика и текущее состояние российской экономики

В ретроспективе российская экономика находится на траектории роста. С 2014 по 2023 г. средние темпы роста ВВП составили около 1,1% в год. ВВП по итогам 2023 г. на 11,0% превысил ВВП 2014 г., а в 2022 г., несмотря на геополитический кризис, валовый выпуск на 1,9% превысил аналогичный показатель за 2019 г. (см. рис. 1). Таким образом, последствия шоковых событий 2020 и 2022 гг. были не только компенсированы последующим восстановлением, но и не сказались на долгосрочной тенденции к экономическому росту.

С точки зрения перспектив экономического развития, среднегодовые темпы роста в 1,1% нельзя считать достаточными для устойчивого роста благосостояния. Однако в среднесрочной перспективе это позволяет обеспечить стабильный уровень жизни и решение актуальных социально-экономических задач [1].

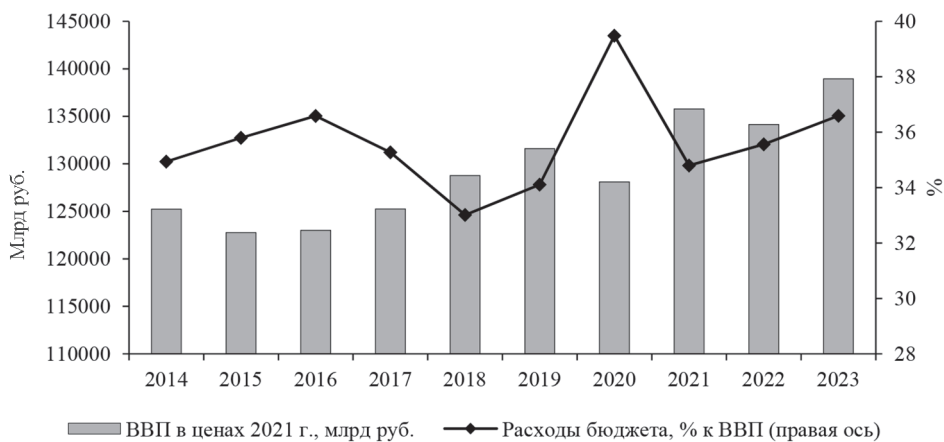


Рис. 1. ВВП (в ценах 2021 г.) и расходы консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов, % к ВВП

Источник: составлено автором по: [2; 3].

¹ Социально-экономическое положение России. Январь – март 2024 г. // Федеральная служба государственной статистики (Росстат). URL: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-03-2024.pdf> (дата обращения: 01.06.2024).

На рисунке 1 также представлены данные об отношении расходов консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов к ВВП. В среднем за 2014–2023 гг. отношение расходов бюджетной системы к ВВП России составило 35,6%. Примерно на том же уровне находится средний показатель по развитым странам. До 2022 г. динамику отношения бюджетных расходов к ВВП можно назвать контрциклической [4]. В 2015–2016 гг., когда наблюдался экономический спад, отношение бюджетных расходов к ВВП возрастало, оживление 2018–2019 гг. проходило на фоне снижения данного показателя. Пик отношения бюджетных расходов к ВВП (почти 40,0%) наблюдался в 2020 г. в условиях финансирования мер по борьбе с пандемией *COVID-19*. И лишь в 2023 г. наблюдается одновременно экономический рост и рост бюджетных расходов к ВВП. Бюджетный импульс, возросший с 2022 г., вносит вклад в рост валового выпуска.

Так, за I квартал 2024 г. инвестиции в основной капитал выросли почти на 15,0% по сравнению с I кварталом предыдущего года. Инвестиционная активность во многом обеспечена увеличением спроса государства на продукцию военно-промышленного комплекса. Инвестиции в основной капитал по такому виду экономической деятельности, как производство готовых металлических изделий за исключением машин и оборудования, в 2023 г. выросли более, чем на 40,0% по сравнению с 2022 г. (в сопоставимых ценах)². Только за I квартал 2024 г. инвестиции по данному виду деятельности выросли в 2,3 раза по сравнению с аналогичным периодом 2023 г.³

Инвестиции значительно выросли и в других видах экономической деятельности. В основном речь идет о производствах, в которых можно быстро расширить масштабы выпуска, произвести и реализовать продукцию. Например, производство напитков, текстильных изделий, кожи и изделий из кожи, разработка программного обеспечения и т.д. В I квартале 2024 г. значительный рост (более, чем на 20% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года) инвестиций в основные фонды отмечается в тех сферах, где Россия конкурентоспособна на мировом рынке (добыча нефти, производство нефтепродуктов, удобрений), а также в тех видах деятельности, в которых возможно импортозамещение и переориентация на внутренний рынок (рыболовство; производство напитков, текстиля, кожи; производство автотранспортных средств, компьютеров и электронных изделий, производство мебели и т.п.)⁴.

² Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации по видам экономической деятельности // Федеральная служба государственной статистики. URL: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Tab-inv-okved.htm> (дата обращения: 01.06.2024).

³ Структура инвестиций в основной капитал в Российской Федерации в I квартале 2024 г. // Федеральная служба государственной статистики. URL: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Inv-str24.xls> (дата обращения: 01.06.2024).

⁴ Там же.

Совокупный спрос в последние годы во многом стимулируется за счет средств бюджета. Это способствует и росту реальных доходов населения, которые только в I полугодии 2024 г. выросли на 8,1% в сравнении с аналогичным периодом 2023 г. Рост доходов снова стимулирует совокупный спрос, что создает дополнительное инфляционное давление. Так, за январь – июнь 2024 г. потребительские цены выросли уже на 7,9% по отношению к аналогичному периоду 2023 г. Индекс цен производителей оценивается в 117,7% [5]. Рост издержек обусловлен удешевлением рубля, возникновением дополнительных трат, связанных с изменением логистических цепочек и усложнением финансовых расчетов.

Нагрузка на бюджетную систему, особенно на федеральный бюджет, остается высокой. В этой связи волнующим вопросом представляется устойчивость бюджетной системы России и потенциал финансирования дефицита федерального бюджета.

Основные характеристики бюджетной системы в I полугодии 2024 г.

Благоприятные условия, сопровождающие восстановление роста российской экономики, позитивно сказались на доходных поступлениях консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов. В I полугодии 2024 г. доходы выросли на 18,4% (в сопоставимых ценах) по сравнению с аналогичным периодом 2023 г. *Таблица 1* показывает, что *росли поступления по всем категориям доходов*. Так, налоговые доходы консолидированного бюджета Российской Федерации выросли на 13,1% (с поправкой на потребительскую инфляцию). Объем страховых взносов на обязательное социальное страхование составил более 125,0% от уровня I полугодия 2023 г. Прочие поступления выросли почти на 40,0% (в сопоставимых ценах).

Т а б л и ц а 1

Доходы консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов

Показатели	I полугодие 2023, млрд руб.	I полугодие 2024, млрд руб.	I полугодие 2024 к I полугодию 2023 (в сопоставимых ценах), %
Доходы бюджета, всего	25 655,7	32 782,6	118,4
Налоговые доходы	17 930,0	21 880,1	113,1
Страховые взносы на обязательное социальное страхование	4 971,6	6 745,0	125,7
Прочие доходы	2 754,2	4 157,5	139,9

Источник: рассчитано по: [5; 6; 7].

Как и прежде, наиболее волатильными остаются доходы федерального бюджета. В периоды оживления деловой активности и экономического подъема доходы федерального бюджета, как правило, *растут бы-*

стрее темпов роста экономики и быстрее доходов консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации. В I полугодии 2024 г. доходы федерального бюджета выросли на 24,5% (в сопоставимых ценах I полугодия 2023 г.). При этом доходы консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации и доходы государственных внебюджетных фондов также опередили темпы роста ВВП и показали рост более чем на 16,0% в сопоставимых ценах.

Рассматривая состав налоговых доходов консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов, можно увидеть, что наибольший выигрыш получил федеральный бюджет. В I полугодии 2024 г. почти на 60,0% (с поправкой на потребительскую инфляцию) выросли доходы от налогов, сборов и обязательных платежей за пользование природными ресурсами (см. рис. 2).

Доходы от налога на доходы физических лиц (НДФЛ) в I полугодии 2024 г. выросли на 21,6% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Такая динамика *нехарактерна для НДФЛ*. Поэтому можно предположить, что причины носят технический характер. С 1 января 2023 г. заработал механизм единого налогового счета, в связи с чем были сдвинуты сроки уплаты. В I полугодии и особенно в начале 2023 г. наблюдался провал поступления доходов по НДФЛ, особенно пострадали бюджеты субъектов Российской Федерации. Затем сроки перечисления доходов в бюджеты регионов были изменены с учетом возникшего кассового разрыва. Еще одним фактором занижения поступлений НДФЛ за I полугодие 2023 г. было раннее предоставление вычетов по налогу. В 2024 г. этот опыт был учтен, поэтому в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года доходы бюджета значительно выросли.

Рост спроса, подпитываемый бюджетными выплатами, государственным заказом и структурной перестройкой экономики, обеспечивает доходы по налогу на добавленную стоимость (НДС). В I полугодии 2024 г. поступления по НДС на товары (работы, услуги), реализуемые на территории Российской Федерации, выросли на 10,8% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Доходы от налогов на импорт в I квартале 2024 г. выросли на 7,9% с поправкой на потребительскую инфляцию. Однако по итогам I полугодия они показали небольшое снижение в реальном выражении – на 2,4% (см. рис. 2).

Отрицательные темпы прироста показывают доходы от налога на прибыль и налогов на имущество. В номинальном выражении от налога на прибыль в I полугодии 2024 г. в консолидированный бюджет поступило чуть менее 4,0 трлн руб. За I полугодие 2023 г. доходы от налога на прибыль в консолидированном бюджете Российской Федерации составили около 4,1 трлн руб. При корректировке на потребительскую инфляцию поступления налога на прибыль в I полугодии 2024 г. к аналогичному периоду предыдущего года снизились на 9,1% (см. рис. 2). Столь существенную разницу можно объяснить эффектом высокой базы I полугодия 2023 г., на который также пришлись доплаты по налогу на прибыль за 2022 г.

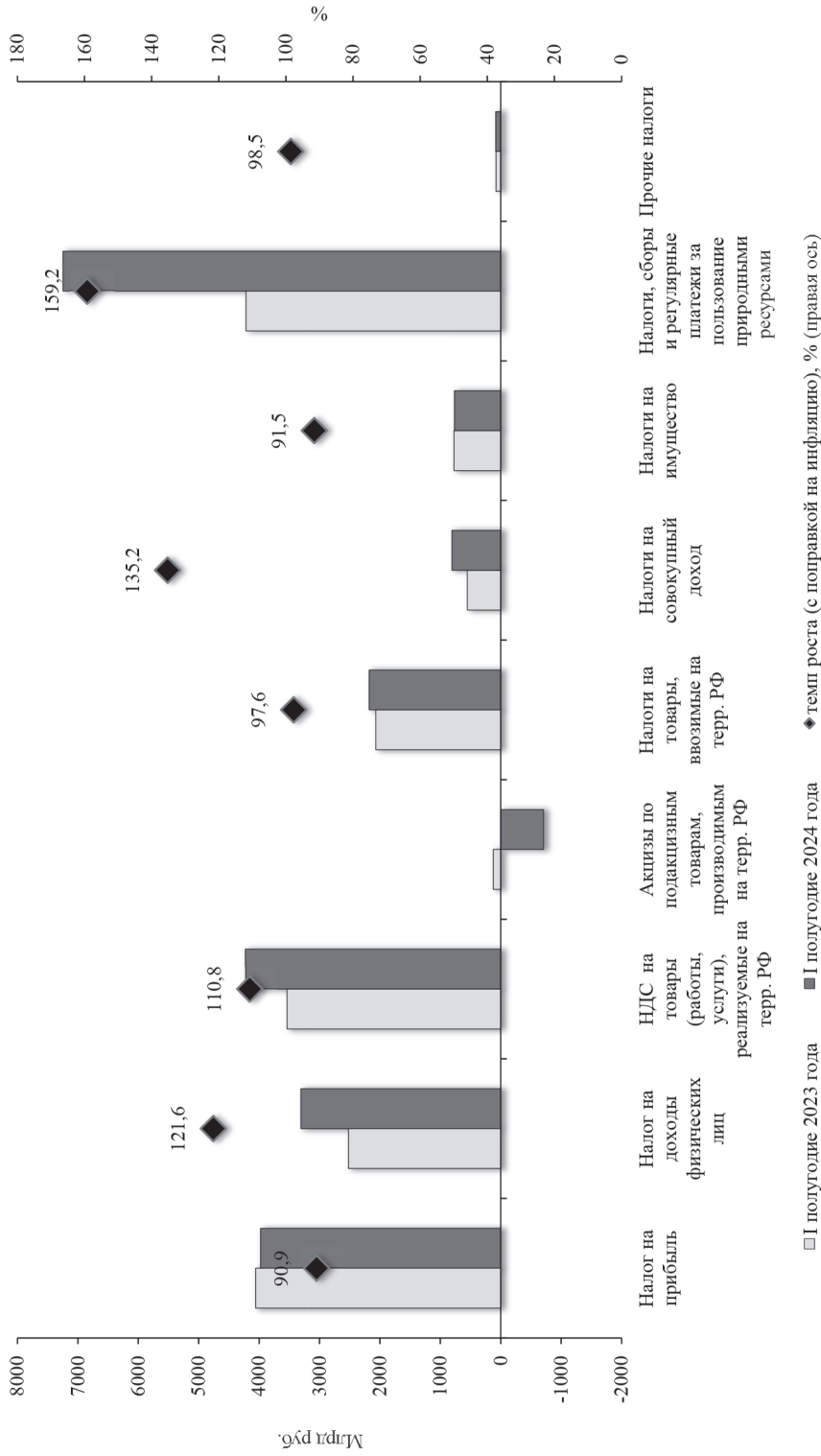


Рис. 2. Налоговые доходы консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов в I полугодии 2023 и 2024 гг.

Источник: рассчитано по: [5; 6; 7].

Расходы консолидированного бюджета Российской Федерации и государственных внебюджетных фондов продолжают расти, обгоняя потребительскую инфляцию. В I полугодии 2024 г. их рост составил 8,7% в сопоставимых ценах I полугодия 2023 г. Тем не менее итогом I полугодия 2024 г. стал профицит консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов в размере 126,1 млрд руб.

Что касается федерального бюджета, то I полугодие 2024 г. оказалось более благоприятным, чем в прошлом году. За январь – июнь 2024 г. средняя цена нефти сорта «Юралс», используемая для расчета налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ), достигла почти 70,0 долл. США за баррель. Среднее значение курса рубля в I полугодии 2024 г. находилось на уровне выше 90,0 руб. за долл. США. Относительно высокие цены на нефть и слабый рубль обеспечили рост нефтегазовых доходов на 47,5% в реальном выражении. Номинально в федеральный бюджет поступило 5 381,2 млрд руб. в виде нефтегазовых доходов. Из таблицы 2 следует, что поступления ненефтегазовых доходов также существенно выросли: с 9 000,0 млрд руб. в I полугодии 2023 г. до 11 253,5 млрд руб. в I полугодии 2024 г. В реальном выражении их рост составил 115,9%.

Структура нефтегазовых доходов продолжает меняться из-за налогового маневра. Растут налоговые доходы (от НДПИ и НДД⁵), а поступления вывозных таможенных пошлин прекратилось из-за обнуления тарифов пошлин на нефть и нефтепродукты. В таблице 2 показано, что в I полугодии 2024 г. в федеральный бюджет поступило на 55,1% больше НДПИ в виде углеводородного сырья, и почти в 2,4 раза выросли доходы в виде НДД. Вместе с тем возросли выплаты из федерального бюджета в связи с применением демпферного механизма.

Налоговые доходы федерального бюджета (с учетом нефтегазовой составляющей) по итогам I полугодия 2024 г. составили 13 609,3 млрд руб. В сопоставимых ценах I полугодия 2023 г. они выросли на 22,9%. Очевидно, что основной рост приходится на налоговые доходы от нефти и газа: в структуре налоговых доходов более половины приходится на поступления налогов, сборов и обязательных платежей за пользование природными ресурсами (см. табл. 2).

Что касается ненефтегазовых налоговых доходов, то в I полугодии 2024 г. можно отметить рост поступлений от налогов на прибыль и доходы, который составил 116,9% в реальном выражении. Основные новации, связанные с обложением прибыли организаций и доходов физических лиц, обеспечивают именно прирост доходов федерального бюджета. В 2023 г. это касалось налога на сверхприбыль и дополнительных доходов физических лиц (свыше 5 млн руб., доходов от процентов по вкладам и т.д.) [8].

Номинально поступления по остальным группам налогов и сборов выросли в сравнении с I полугодием 2023 г. за исключением налогов на товары (работы, услуги), реализуемых на территории России (см. табл. 2). Их снижение связано с увеличением сумм возмещения акцизов в рамках демпферного механизма.

⁵ Налог на дополнительный доход от добычи углеводородного сырья.

Т а б л и ц а 2

Доходы федерального бюджета

Показатели	I полугодие 2023, млрд руб.	I полугодие 2024, млрд руб.	I полугодие 2024 к I полугодию 2023 в сопоставимых ценах, %
Доходы, всего	12 381,6	16 634,7	124,5
Нефтегазовые доходы	3 381,6	5 381,2	147,5
В т.ч.			
налог на добычу полезных ископаемых в виде углеводородного сырья	3 578,5	5 989,7	155,1
вывозные таможенные пошлины на нефть сырую	105,9	-3,4	–
вывозные таможенные пошлины на газ природный	241,2	249,6	95,9
вывозные таможенные пошлины на товары, выработанные из нефти	45,9	-7,0	–
акциз на нефтяное сырье, направленное на переработку	-992,9	-1 889,9	–
налог на дополнительный доход	403,0	1 042,2	в 2,4 р.
Ненефтегазовые доходы	9 000,0	11 253,5	115,9
<i>Справочно:</i>			
Налоговые доходы, всего	10 264,4	13 609,3	122,9
Налоги на прибыль, доходы	867,1	1 093,6	116,9
Налоги на товары (работы, услуги), реализуемые на территории Российской Федерации	3 109,0	2 932,4	87,4
Налоги на товары, ввозимые на территорию Российской Федерации	2 067,7	2 282,6	102,3
Налоги, сборы и регулярные платежи за пользование природными ресурсами	4 123,1	7 171,1	161,2
Прочие налоги	97,5	129,7	123,4

Источник: рассчитано по: [5; 6; 7].

Расходы федерального бюджета растут, но с меньшим темпом, чем в предыдущие периоды. По итогам I полугодия 2024 г. расходы федерального бюджета составили почти 17,7 трлн руб. Это на 20,1% больше, чем в I полугодии 2023 г., а с учетом инфляции рост расходов оценивается в 11,4%. В I полугодии 2023 г. по сравнению с аналогичным периодом 2022 г. расходы федерального бюджета выросли на 17,5% (11,3% в сопоставимых ценах I полугодия 2022 г.).

Финансирование дефицита федерального бюджета и рынок внутреннего долга

Результатом исполнения федерального бюджета в I полугодии 2024 г., как ожидалось, стал дефицит в размере 1 065,2 млрд руб. Ненефтегазовый дефицит оценивается почти в 6 500 млрд руб. В I полугодии 2024 г., как и годом ранее, основными источниками финансирования остаются нефтегазовые доходы федерального бюджета, средства Фонда национального благосостояния (ФНБ) и заимствования на внутреннем рынке.

Из отчета об исполнении федерального бюджета на 1 июля 2024 г. следует, что чистое привлечение средств на рынке государственных облигаций оценивается в 474,8 млрд руб. Операции по управлению остатками средств на бюджетных счетах принесли еще 418,2 млрд руб., остатки средств на счетах по учету средств бюджетов составили 410,6 млрд руб. Отрицательная курсовая разница оценивается в 130,2 млрд руб. Еще 152,3 млрд руб. было выплачено в качестве погашения внешних заимствований [7].

Говоря о перспективах финансирования дефицита федерального бюджета, рассмотрим состояние ФНБ. По состоянию на 1 июля 2024 г. объем средств ФНБ составил 12,6 трлн руб. (6,6% от прогнозируемого объема ВВП), из них ликвидные средства оцениваются в 4,6 трлн руб. С начала года объем ФНБ в рублях вырос на 738,7 млрд руб. за счет переоценки имеющихся активов и доходов от размещения средств Фонда. Курсовая разница от переоценки валютных активов и золота с 1 января по 30 июня 2024 г. оценивается в -90,0 млрд руб. Совокупный доход от размещения средств Фонда с начала 2024 г. составил 38,6 млрд руб.⁶

С февраля по июнь 2024 г. общий объем дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета оценивается в 731,0 млрд руб. В январе 2024 г. фактический объем нефтегазовых доходов оказался на 37,5 млрд руб. меньше, чем установленный базовый объем. Поскольку с 2024 г. возобновляется действие бюджетных правил, то Банк России по распоряжению Минфина должен возобновить покупку золота и валюты в ФНБ на сумму дополнительных нефтегазовых доходов. Судя по данным Минфина России, с февраля по июнь 2024 г. объем покупки золота и иностранной валюты оценивался в 584,2 млрд руб. Однако в соответствии с порядком, объявленным Банком России в ноябре 2023 г., фактически в январе — июне 2024 г. проводились операции по чистой продаже иностранной валюты⁷.

⁶ Информационное сообщение «О результатах размещения средств Фонда национального благосостояния». Опубликовано: 03.07.2024 // Минфин России. URL: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39137-o_rezultatakh_razmeshcheniya_sredstv_fonda_natsionalnogo_blagosostoyaniya#:~:text=%D0%B4%D0%B5%D0%BA%D0%B0%D0%B1%D1%80%D1%8F%202023%20%D0%B3.-,%D0%BF%D0%BE%2030%20%D0%B8%D1%8E%D0%BD%D1%8F%202024%20%D0%B3.,%D0%BF%D0%BE%2030%20%D0%B8%D1%8E%D0%BD%D1%8F%202024%20%D0%B3.](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39137-o_rezultatakh_razmeshcheniya_sredstv_fonda_natsionalnogo_blagosostoyaniya#:~:text=%D0%B4%D0%B5%D0%BA%D0%B0%D0%B1%D1%80%D1%8F%202023%20%D0%B3.-,%D0%BF%D0%BE%2030%20%D0%B8%D1%8E%D0%BD%D1%8F%202024%20%D0%B3.,%D0%BF%D0%BE%2030%20%D0%B8%D1%8E%D0%BD%D1%8F%202024%20%D0%B3) (дата обращения: 08.08.2024).

⁷ Комментарий Банка России об операциях со средствами Фонда национального благосостояния на внутреннем валютном рынке в 2024 году // Банк России. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=17240> (дата обращения: 01.08.2024).

В целях стабилизации валютного рынка Банк России проводит зеркалирование операций с активами ФНБ. Эта практика началась еще в 2020 г.⁸ При осуществлении операций с валютой в рамках бюджетного правила и в целях финансирования инвестиций за счет средств ФНБ Банк России дополнительно продает или покупает валюту, чтобы нейтрализовать влияние на валютный рынок и, соответственно, курс рубля.

Возобновление операций по покупке/продаже валюты и золота в рамках бюджетного правила в 2024 г. сопровождается зеркалированием. Общий объем нетто-операций Банка России складывается из трех компонент.

Первая. Регулярные покупки/продажи иностранной валюты на сумму дополнительных/выпадающих нефтегазовых доходов федерального бюджета. Согласно бюджетному правилу, цена отсека составляет 60 долл. США за барр. Законом от 27 ноября 2023 г. «О федеральном бюджете на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов» № 540-ФЗ (далее – Закон № 540-ФЗ) объем дополнительных нефтегазовых доходов на 2024 г. определен в размере 1 821,1 млрд руб. Однако недавними поправками в Закон № 540-ФЗ⁹ размер дополнительных нефтегазовых доходов снижен до примерно 1 053,6 млрд руб. из-за более низкой средней цены нефти, чем изначально прогнозировалось. Эта сумма учитывается Банком России как объем покупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила в текущем году.

Вторая. Разница между объемом отложенной покупки валюты и финансированием расходов федерального бюджета за счет средств ФНБ вне бюджетного правила. 10 августа 2023 г. Банк России приостановил покупку валюты в рамках бюджетного правила, чтобы снизить давление на курс рубля. Объем отложенных в 2023 г. операций по покупке валюты в рамках бюджетного правила оценивался Банком России в 1 529,0 млрд руб. Еще 2 900,0 млрд руб. было направлено из ФНБ для финансирования дефицита федерального бюджета в 2023 г. Таким образом, при равномерном распределении на 2024 г. ежедневные продажи иностранной валюты и золота оцениваются в 5,53 млрд руб. в день¹⁰.

Третья. Объем средств ФНБ, направляемый в инвестиции. Правительство России использует часть средств ФНБ для поддержки отечественных компаний и финансирования крупных проектов, имеющих национальное значение. По данным на 1 июня 2024 г. из средств ФНБ в разрешенных активах размещено более 7,6 млрд руб.¹¹ При про-

⁸ Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России 17 декабря 2021 года // Банк России. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=12542> (дата обращения: 29.06.2024).

⁹ Законопроект № 639656-8 «О внесении изменений в Федеральный закон «О федеральном бюджете на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов» // Система обеспечения законодательной деятельности. URL: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/639656-8> (дата обращения: 01.07.2024).

¹⁰ Комментарий Банка России об операциях со средствами Фонда национального благосостояния на внутреннем валютном рынке в 2024 году // Банк России. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=18330> (дата обращения: 01.07.2024).

¹¹ Данные о движении средств и результатах управления средствами Фонда национального благосостояния // Минфин России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=93488-dannye_o_dvizhenii_sredstv_i_rezultatakh_upravleniya_sredstvami_fonda_natsionalnogo_blagosostoyaniya (дата обращения: 01.07.2024).

даже валюты из ФНБ для осуществления инвестиций Банк России также проводит операции по зеркалированию, равномерно распределяя покупки/продажи иностранной валюты и золота в течение обозначенного периода. Так, на I полугодие 2024 г. Банк России планировал ежедневные продажи иностранной валюты на сумму 6,24 млрд руб. в день, исходя из того, что объем нетто-инвестиций из ФНБ во II полугодии 2023 г. составил 731 млрд руб.¹²

В итоге на I полугодие 2024 г. расчетный объем продаж иностранной валюты и золота оценивался в 11,8 млрд руб. в день. Фактически средний объем продаж составил около 7,0 млрд руб. в день¹³.

На II полугодие 2024 г. расчетный объем ежедневных покупок/продаж иностранной валюты должен составить 8,4 млрд руб. в день¹⁴. Фактическое значение будет корректироваться с учетом поступления дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета в рамках бюджетного правила.

Соблюдение бюджетного правила и зеркалирование всех операций со средствами ФНБ поддерживает финансовую стабильность и позволяет косвенно влиять на курс рубля, однако *эта конструкция становится чрезвычайно уязвимой при значительном падении цен на нефть*. Если нефтегазовые доходы сократятся в два раза, что возможно при снижении цены нефти ниже 40 долл. США за барр., потребуются дополнительная продажа иностранной валюты на сумму более 5,0 трлн руб. Это будет чрезмерной нагрузкой на официальные валютные резервы Банка России.

Другой источник финансирования дефицита федерального бюджета — внутренние займы. Рассмотрим ситуацию на внутреннем долговом рынке в I полугодии 2024 г. Объем государственного внутреннего долга по состоянию на 1 июля 2024 г. составил 21 464,7 млрд руб. С начала года он вырос примерно на 652,0 млрд руб. С начала 2022 г. по начало июля 2024 г. объем внутреннего государственного долга, размещенного в облигациях федерального займа (ОФЗ), вырос более, чем на 30,0%. При этом доля нерезидентов на рынке ОФЗ снизилась с 20,0 до 6,8%¹⁵.

При высоких ставках и рисках повышения инфляции цена облигаций падает. Так, индекс государственных облигаций Мосбиржи (*RGBI*) в июне — июле 2024 г. упал до минимальных значений с марта 2022 г., и достиг 102,9 п.п. на закрытии 17 июля 2024 г. (см. рис. 3).

¹² Комментарий Банка России об операциях со средствами Фонда национального благосостояния на внутреннем валютном рынке в 2024 г. // Банк России. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=18330> (дата обращения: 01.07.2024).

¹³ Факторы формирования ликвидности банковского сектора // Банк России. URL: <https://www.cbr.ru/statistics/flikvid/> (дата обращения: 01.07.2024).

¹⁴ Комментарий Банка России об операциях со средствами Фонда национального благосостояния на внутреннем валютном рынке в II полугодии 2024 года // Банк России. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=18801> (дата обращения: 01.07.2024).

¹⁵ Доля инвестиций нерезидентов в объеме выпусков облигаций федерального займа // Банк России. URL: https://cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/debt/table_ofz.xlsx (дата обращения: 08.07.2024).

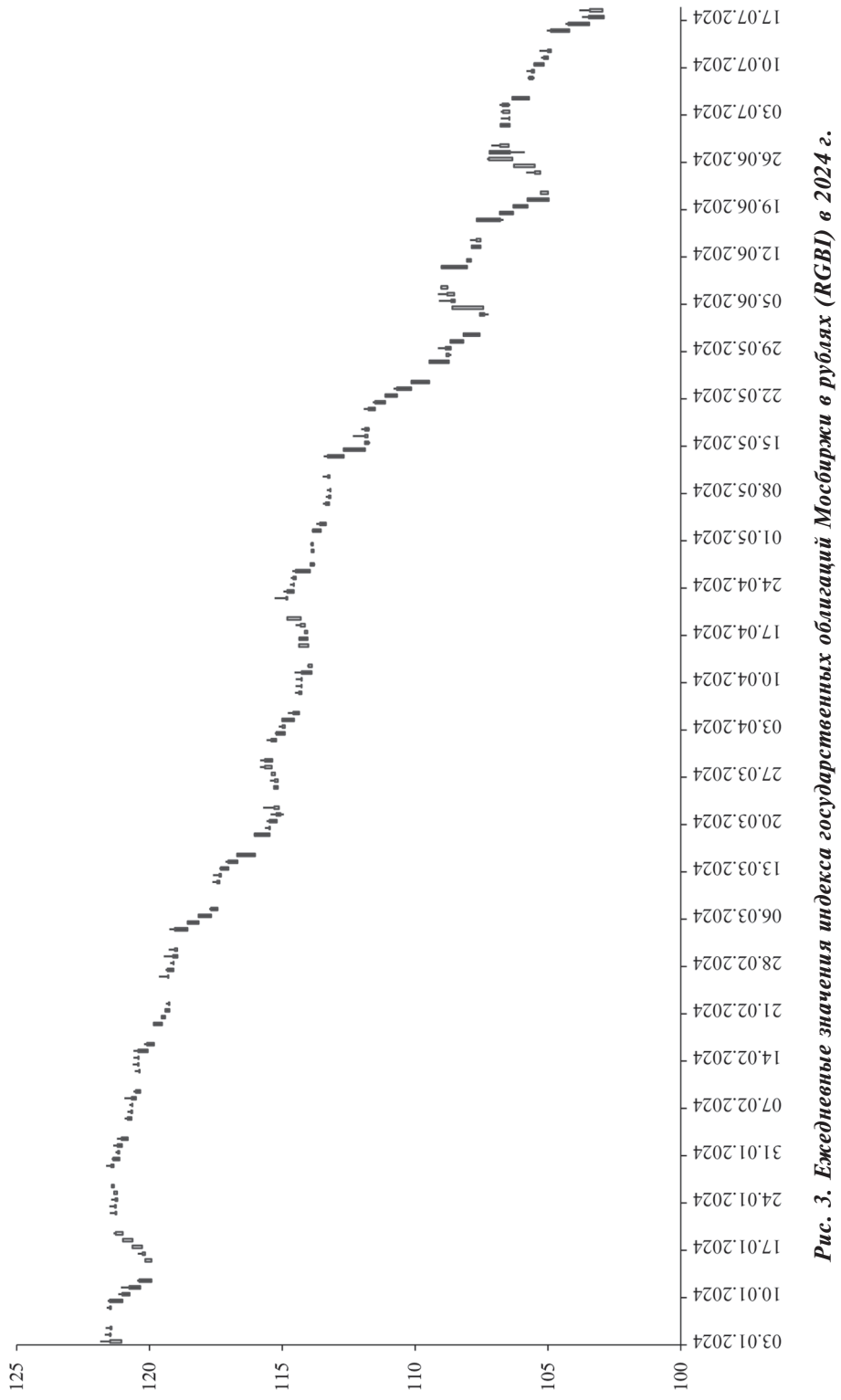


Рис. 3. Ежедневные значения индекса государственных облигаций Московской области (RGBV) в рублях в 2024 г.

Источник: [9].

Несмотря на высокую ключевую ставку, Банку России не удается достичь цели по инфляции. В июне регулятор оценил инфляцию в 8,59% в годовом исчислении¹⁶. Рынок ожидает дальнейшего повышения ключевой ставки, которое отыгрывается снижением цены облигаций. Основные продавцы ОФЗ на вторичном рынке – крупные банки. По данным Банка России, чистые продажи ОФЗ системно значимыми кредитными организациями (СЗКО) превысили 213,0 млрд руб. с начала 2024 г. Еще на 29,8 млрд руб. было продано ОФЗ прочими банками. Основными покупателями выступают некредитные финансовые организации и физические лица. В совокупности они совершили чистых покупок на 209,8 млрд руб.¹⁷ Остаток покупали нефинансовые организации и Минфин.

На первичном размещении ОФЗ, наоборот, основные инвесторы – это банки. При этом доля СЗКО с начала 2024 г. выросла с 37,7 до 81,5%. Доля физических лиц уменьшилась практически до нуля, а некредитные финансовые организации продолжают участвовать в аукционах Минфина и покупают около 2,0% выпуска¹⁸.

Размещение внутреннего долга на фоне падения индекса *RGBI* сопряжено со стремительно растущей стоимостью обслуживания долга. Введение очередных финансовых и внешнеторговых санкций негативно влияет на динамику цен государственных облигаций и повышает стоимость обслуживания долга. Тем не менее Минфину удастся привлечь средства на внутреннем рынке. По всей видимости, рост доли СЗКО в первичном выкупе внутреннего госдолга происходит за счет банков с государственным участием. Однако, выкупив облигации на аукционе, СЗКО предпочитают их продать на вторичном рынке. Это может свидетельствовать о *нехватке ликвидности*. Кривая бескупонной доходности ОФЗ также демонстрирует признаки надвигающегося кризиса и нехватки ликвидности. В 2024 г. форма кривой бескупонной доходности приобрела «ненормальный» вид. В начале года наблюдалась инверсия кривой, во II квартале 2024 г. кривая приобрела «горбатый» вид – наибольшие значения доходности наблюдались для среднесрочных бумаг.

Рисунок 4 содержит данные о том, для каких бумаг (по сроку) были зафиксированы максимальные значения бескупонной доходности. В январе 2024 г. максимальные значения бескупонная доходность принимала для краткосрочных бумаг – на срок в 3 месяца. Кривая бескупонной доходности показывала классическую инверсию – по мере роста срока владения доходность снижалась. В феврале ситуация стала меняться – выросла бескупонная доходность долгосрочных бумаг. На *рисунке 4* показано, что максимальные значения доходности соответствовали бумагам со сроком погашения в 30 лет.

¹⁶ Ключевая ставка Банка России и инфляция // Банк России. URL: https://cbr.ru/hd_base/infl/ (дата обращения: 17.07.2024).

¹⁷ Обзор рисков финансовых рынков. Июнь 2024 г. // Банк России. URL: <https://www.cbr.ru/analytics/finstab/orfr/> (дата обращения: 07.07.2024).

¹⁸ Там же.

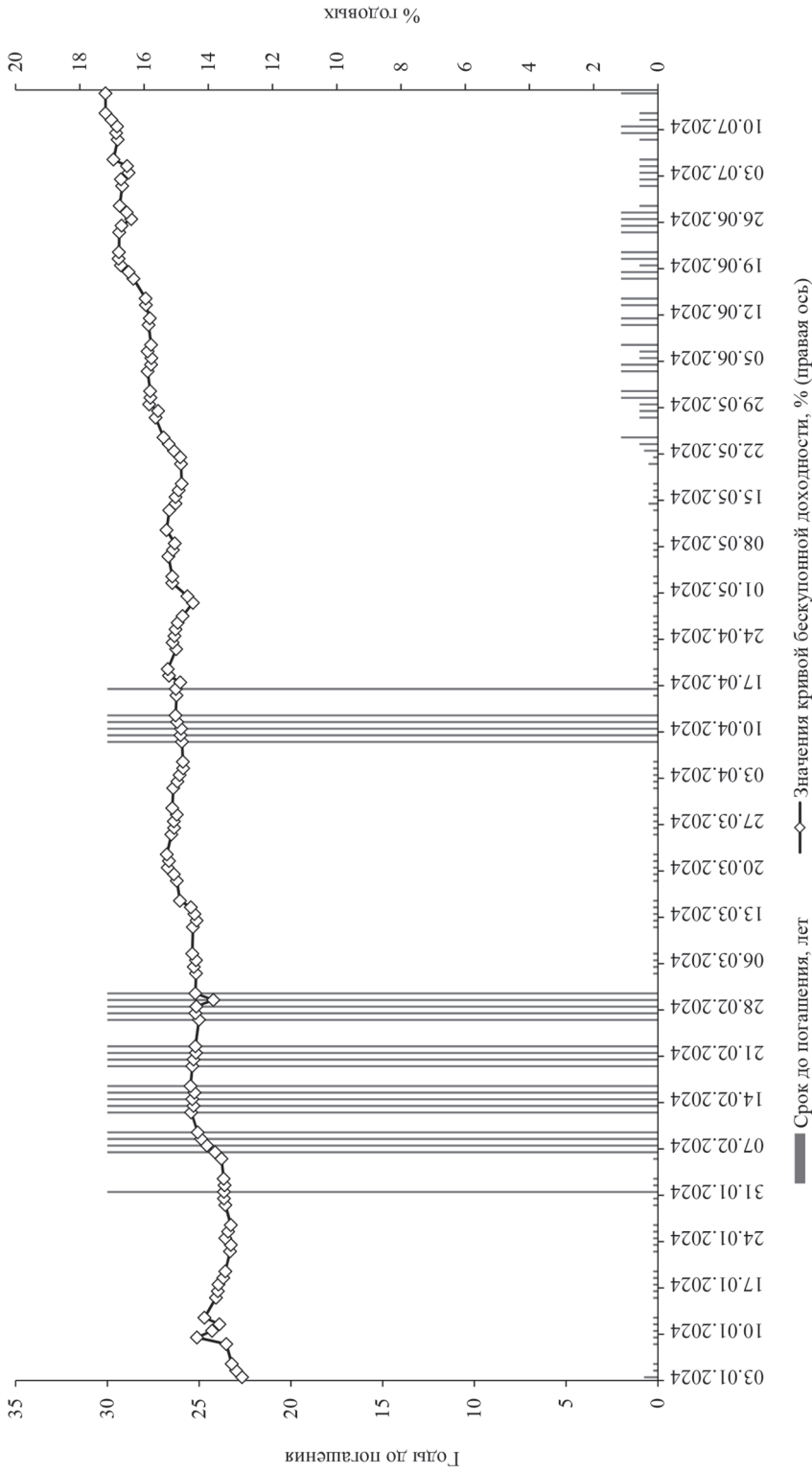


Рис. 4. Максимальные значения кривой бескупонной доходности в 2024 г., %

Источник: составлено автором по: [10].

Во II квартале 2024 г. кривая бескупонной доходности приобрела «горбатую» форму: самые высокие ставки наблюдались для среднесрочных бумаг (1–2 года). Одновременно на протяжении первой половины 2024 г. наблюдался рост максимальных значений бескупонной доходности: примерно с 13,0 до 17% (см. рис. 4).

Считается, что инверсия кривой бескупонной доходности является предиктором финансово-экономического кризиса [11], а рост доходности среднесрочных бумаг свидетельствует о нехватке ликвидности. При всех вышеперечисленных обстоятельствах Минфин имеет дело с растущей стоимостью обслуживания внутреннего долга, риском невыполнения плана заимствований и ухудшения качества управления государственным долгом.

Заключение

Привлечение внешних источников ограничено из-за финансовых санкций. Однако есть внутренний потенциал для финансирования планируемого в последующие годы дефицита федерального бюджета. Это средства некредитных финансовых организаций (НФО), активно скупающих ОФЗ на вторичном рынке и сбережения физических лиц. Долгосрочные накопления, которые физические лица могут осуществлять как индивидуально, так и через участие в программах, предоставляемых НФО, в развитых странах, — важный элемент поддержки фондового и, в частности, долгового рынка. Однако неразвитость российского фондового рынка, высокая степень недоверия россиян к финансовым инструментам и низкий уровень финансовой грамотности приводят к тому, что население размещает свои сбережения преимущественно в депозитах, иностранной валюте и недвижимости. Так, по данным на 1 января 2024 г. 50,0% всех активов домашних хозяйств было размещено в депозитах, а на долю долговых бумаг всех типов приходилось лишь 3,5%¹⁹.

Для привлечения средств населения в ОФЗ использовались налоговые послабления (купонный доход и дисконт по отдельным видам облигаций, освобожденная от налогообложения), были выпущены специальные народные облигации. С 1 января 2024 г. действует программа долгосрочных сбережений, направленная на формирование пенсионных накоплений граждан. Однако пока участие физических лиц в финансировании государственного внутреннего долга несущественно.

Более вероятным сценарием становится *финансовая консолидация*. С 2025 г. вводятся в действие кардинальные изменения в налоговой системе, непосредственно направленные на повышение доходов федерального бюджета. Таким образом, частично ресурсы домашних хозяйств будут задействованы, но не через механизм финансирования государственного

¹⁹ Рассчитано по: Финансовые активы и обязательства сектора «Домашние хозяйства» по отдельным финансовым инструментам по состоянию на отчетную дату, млрд руб. // Банк России. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households (дата обращения: 02.08.2024).

долга, а через повышение налоговой нагрузки по подоходному налогу. Также с 2025 г. повышается ставка налога на прибыль организаций, дополнительные доходы от повышения налога на прибыль также получит федеральный бюджет. Таким образом, в условиях высоких рыночных ставок, сокращения программ льготного кредитования, намечающемся дефиците банковской ликвидности и высоких рисках покупки и хранения иностранной валюты имеющиеся у населения и организаций свободные средства могут быть направлены на отечественный фондовый рынок, в т.ч. на выкуп ОФЗ. Это создает некоторый потенциал для среднесрочного бюджетного планирования.

Список литературы

1. *Ведев А.Л., Еремкин В.А., Тузов К.А.* Высокие риски и слабые темпы роста экономики: макропрогноз для России на среднесрочную перспективу // Вопросы экономики. 2024. № 2. С. 5–22.
2. ВВП годы (с 1995 г.) // Федеральная служба государственной статистики. URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/VVP_god_s_1995.xlsx (дата обращения: 03.06.2024).
3. Краткая ежегодная информация об исполнении консолидированного бюджета Российской Федерации и государственных внебюджетных фондов (млрд руб.). 2024 // Минфин России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/statistics/conbud/execute?id_57=93449-kratkaya_ezhegodnaya_informatsiya_ob_ishpolnenii_konsolidirovannogo_byudzheta_rossiiskoi_federatsii_i_gosudarstvennykh_vnebyudzhetnykh_fondov_mlrd_rub. (дата обращения: 03.06.2024).
4. *Букина И.С., Лыкова Л.Н.* Год в условиях пандемии: состояние российской бюджетной системы // Федерализм. 2021. Т. 26. № 2 (102). С. 149–168.
5. Социально-экономическое положение России. Январь – июнь 2024 г. // Федеральная служба государственной статистики (Росстат). URL: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-06-2024.pdf> (дата обращения: 08.08.2024).
6. Отчет об исполнении консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов на 1 июля 2023 года // Федеральное Казначейство Минфина России. URL: <https://roskazna.gov.ru/upload/iblock/c91/f.-0507021-na-01.06.2023.zip> (дата обращения: 08.08.2024).
7. Отчет об исполнении консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов на 1 июля 2024 года // Федеральное Казначейство Минфина России. URL: <https://roskazna.gov.ru/upload/iblock/378/f.-0507021-na-01.07.2024.XLS> (дата обращения: 08.08.2024).
8. *Букина И.С.* Результаты бюджетно-налоговой политики в новых условиях // Федерализм. 2024. Т. 29. № 1 (113). С. 128–145.
9. Индексы облигаций // Мосбиржа. URL: <https://www.moex.com/ru/index/RGBI/archive?from=2024-06-18&till=2024-07-18&sort=TRADEDATE&order=desc> (дата обращения: 18.07.2024).
10. Кривая бескупонной доходности. Архив значений КБД Московской биржи на закрытие торгов. 2024 // Мосбиржа. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/indices/state/g-curve/archive/> (дата обращения: 01.08.2024).

11. *Minoui C., Schneider A., Wei M.* Why Does the Yield Curve Predict GDP Growth? The Role of Banks // Finance and Economics Discussion Series. Federal Reserve Board, Washington, 2023. URL: <https://www.atlantafed.org/-/media/documents/research/publications/wp/2023/09/28/14--why-does-yield-curve-predict-gdp-growth--role-of-banks.pdf> (дата обращения: 01.08.2024).

References

1. Vedev A.L., Eremkin V.A., Tuzov K.A. Vysokie riski i slabye tempy rosta ekonomiki: makroprognoz dlia Rossii na srednesrochnuiu perspektivu [High Risks and Weak Economic Growth Rates: Macroeconomic Forecast for Russia in the Medium Term], *Voprosy ekonomiki* [Economics Issues], 2024, No. 2, pp. 5–22. (In Russ.).

2. VVP gody (s 1995 g.) [GDP of the Year (Since 1995)], *Federal'naia sluzhba gosudarstvennoi statistiki* [Federal State Statistics Service]. (In Russ.). Available at: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/VVP_god_s_1995.xlsx (accessed 03 June 2024).

3. Kratkaiia ezhegodnaia informatsiia ob ispolnenii konsolidirovannogo biudzheta Rossiiskoi Federatsii i gosudarstvennykh vnebiudzhetsykh fondov (mlrd rub.). 2024 [Brief Annual Information on the Execution of the Consolidated Budget of the Russian Federation and State Extra-Budgetary Funds (Billion Rubles). 2024], *Minfin Rossii* [Ministry of Finance of Russia]. (In Russ.). Available at: https://minfin.gov.ru/ru/statistics/conbud/execute?id_57=93449-kratkaya_ezhegodnaya_informatsiya_ob_ispolnenii_konsolidirovannogo_byudzheta_rossiiskoi_federatsii_i_gosudarstvennykh_vnebyudzhetsykh_fondov_mlrd_rub. (accessed 03 June 2024).

4. Bukina I.S., Lykova L.N. God v usloviakh pandemii: sostoianie rossiiskoi biudzhetoynoi sistemy [The Year in the Conditions of the Pandemic: The State of the Russian Budgetary System], *Federalizm* [Federalism], 2021, Vol. 26, No. 2 (102), pp. 149–168. (In Russ.).

5. Sotsial'no-ekonomicheskoe polozhenie Rossii. Ianvar' – Iiun' 2024 g. [Socio-Economic Situation in Russia. January – June 2024], *Federal'naia sluzhba gosudarstvennoi statistiki (Rosstat)* [Federal State Statistics Service (Rosstat)]. (In Russ.). Available at: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-06-2024.pdf> (accessed 08 August 2024).

6. Otchet ob ispolnenii konsolidirovannogo biudzheta Rossiiskoi Federatsii i biudzhetrov gosudarstvennykh vnebiudzhetsykh fondov na 1 iiulia 2023 goda [Report on the Execution of the Consolidated Budget of the Russian Federation and Budgets of State Extra-Budgetary Funds as of July 1, 2023], *Federal'noe Kaznacheistvo Minfina Rossii* [Federal Treasury of the Ministry of Finance of Russia]. (In Russ.). Available at: <https://roskazna.gov.ru/upload/iblock/c91/f.-0507021-na-01.06.2023.zip> (accessed 08 August 2024).

7. Otchet ob ispolnenii konsolidirovannogo biudzheta Rossiiskoi Federatsii i biudzhetrov gosudarstvennykh vnebiudzhetsykh fondov na 1 iiulia 2024 goda [Report on the Execution of the Consolidated Budget of the Russian Federation and Budgets of State Extra-Budgetary Funds as of July 1, 2024], *Federal'noe Kaznacheistvo Minfina Rossii* [Federal Treasury of the Ministry of Finance of Russia]. (In Russ.). Available at: <https://roskazna.gov.ru/upload/iblock/378/f.-0507021-na-01.07.2024.XLS> (accessed 08 August 2024).

8. Bukina I.S. Rezul'taty biudzheto-nalogovoi politiki v novykh usloviakh [Results of Budgetary and Tax Policy in New Conditions], *Federalizm* [Federalism], 2024, Vol. 29, No. 1 (113), pp. 128–145. (In Russ.).

9. Indeksy obligatsii [Bond Indices], *Mosbirzha* [Moscow Exchange]. (In Russ.). Available at: <https://www.moex.com/ru/index/RGBI/archive?from=2024-06-18&till=2024-07-18&sort=TRADEDATE&order=desc> (accessed 18 July 2024).

10. Krivaia beskuponnoi dokhodnosti. Arkhiv znachenii KBD Moskovskoi birzhi na zakrytie trgov. 2024 [Coupon-Free Yield Curve. Archive of CBD Values of the Moscow Stock Exchange at the Close of Trading. 2024], *Mosbirzha* [Moscow Exchange]. (In Russ.). Available at: <https://www.moex.com/ru/marketdata/indices/state/g-curve/archive/> (accessed 01 August 2024).

11. Minoiu S., Schneider A., Wei M. Why Does the Yield Curve Predict GDP Growth? The Role of Banks, *Finance and Economics Discussion Series*. Federal Reserve Board, Washington, 2023. Available at: <https://www.atlantafed.org/-/media/documents/research/publications/wp/2023/09/28/14--why-does-yield-curve-predict-gdp-growth--role-of-banks.pdf> (accessed 01 August 2024).

THE CURRENT STATE OF THE RUSSIAN BUDGET SYSTEM AND THE POTENTIAL FOR FINANCING THE FEDERAL BUDGET DEFICIT

For the first time, Russia's budget system is under large-scale stress in all areas: risks of losing the tax base due to international sanctions, a steady increase in unforeseen expenses, inflation risks, and rising debt servicing costs. In this regard, it is necessary to identify and analyze potential sources of financing the federal budget deficit as the main guarantor of budget stability. The article examines the state of the consolidated budget of the Russian Federation and the budgets of state extra-budgetary funds based on the results of the first half of 2024. It is shown that oil and gas revenues remain the main source of revenue growth. Among non-oil and gas revenues, personal income tax and VAT from domestic sales are growing at an accelerated rate. At the same time, the positive dynamics of some sectors of the Russian economy is largely due to budget financing. At the same time, inflation remains above target values, which forces the Central Bank of the Russian Federation to tighten monetary policy. The excess growth of federal budget expenditures and the increase in nominal rates threaten financial stability. In this regard, the article assesses the potential for financing the federal budget deficit in the context of strict borrowing restrictions. Based on the analysis of the state of the domestic federal loan bond market, a conclusion is made about the high risk of a liquidity crisis and the potential for placing domestic debt at the expense of non-bank financial institutions and individuals.

Keywords: budget deficit, budget impulse, fiscal policy, government bond market, oil and gas revenues, public debt, yield curve, region.

JEL: E32, H21, H61

Дата поступления – 27.08.2024 г.

БУКИНА Ирина Сергеевна

кандидат экономических наук, ведущий научных сотрудник;
Федеральное государственное бюджетное учреждение науки Институт
экономики Российской академии наук / Нахимовский проспект, 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.С. Состояние бюджетной системы России и потенциал финансирования дефицита федерального бюджета // *Федерализм*. 2024. Т. 29. № 3 (115). С. 75–93. DOI: <http://dx.doi.org/10.21686/2073-1051-2024-3-75-93>