

УДК 330.322

Анализ структуры, динамики и перспектив развития рынка государственных облигаций России

Кокин Александр Семенович

Доктор экономических наук,
профессор кафедры «Финансы и кредит»,
Институт экономики и предпринимательства,
Нижегородский государственный национальный исследовательский
университет им. Н.И. Лобачевского,
603008, Российская Федерация, Нижний Новгород, ул. Большая Покровская, 37;
e-mail: kockin@mail.ru

Осколков Илья Михайлович

Кандидат экономических наук,
старший преподаватель кафедры «Финансы и кредит»,
Институт экономики и предпринимательства,
Нижегородский государственный национальный исследовательский
университет им. Н.И. Лобачевского,
603008, Российская Федерация, Нижний Новгород, ул. Большая Покровская, 37;
e-mail: oskolkoff.ilya@yandex.ru

Аннотация

В представленной работе проанализированы виды государственных облигаций, динамика государственного внутреннего облигационного долга России, его структура, динамика и структура валютного облигационного долга. Проанализирован рынок облигационных займов. Рассмотрены облигации федерального займа, как элемент диверсификационного портфеля инвесторов. Проведен анализ индикаторов рынка государственных облигаций, динамики индекса RGBITR и перспектив развития рынка государственных облигаций России. Цели данной работы: установление тенденций и закономерностей рынка государственных облигаций, и определение перспектив данного рынка в среднесрочной перспективе. Эмпирической базой исследования являются статистические данные Министерства финансов по объемам государственного облигационного долга, нормативные документы, регламентирующие особенности расчета доходности по ОФЗ-н, данные по вкладам наиболее финансово устойчивых банков России. Актуальность темы исследования обусловлена широким спектром функций, выполняемых облигациями федерального займа, которые имеют большую значимость для решения проблем развития и функционирования финансового рынка государства.

Для цитирования в научных исследованиях

Кокин А.С., Осколков И.М. Анализ структуры, динамики и перспектив развития рынка государственных облигаций России // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2018. Том 8. № 4А. С. 210-218.

Ключевые слова

Государственные облигации, внутренний облигационный долг, индикаторы рынка, динамика индексов, займы.

Введение

На сегодняшний день, экономика России еще не восстановила своих позиций после кризиса 2014-2016 годов. Наиболее остро встают вопросы финансирования дефицита федерального бюджета, так как ранее используемые средства резервного фонда практически исчерпаны, а средств, привлекаемых за счет облигационных государственных заимствований, не достаточно. Актуальность темы исследования обусловлена широким спектром функций, выполняемых облигациями федерального займа, которые имеют большую значимость для решения проблем развития и функционирования финансового рынка государства.

Цели данной работы: установление тенденций и закономерностей рынка государственных облигаций, и определение перспектив данного рынка в среднесрочной перспективе.

Эмпирической базой исследования являются статистические данные Министерства финансов по объемам государственного облигационного долга, нормативные документы, регламентирующие особенности расчета доходности по ОФЗ-н, данные по вкладам наиболее финансово устойчивых банков России.

Понятие облигаций

Понятие государственной облигации вытекает из ст. 817 ГК РФ: государственная облигация это ценная бумага, удостоверяющая право гражданина или юридического лица на получение от Российской Федерации или субъекта РФ предоставленных им займы денежных средств или, в зависимости от условий займа, иного имущества, установленных процентов либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями выпуска займа в обращение.

Участниками рынка являются:

- Минфин России – эмитент, выпускает в оборот государственные облигации;
- Банк России – генеральный агент, эмитент, осуществляет функции по обслуживанию размещения бумаг;
- Дилеры;
- Первичные дилеры;
- Инвесторы – физические и юридические лица, не являющиеся дилерами [Киикбаева, 2016].

Основными покупателями государственных облигаций в зависимости от их вида являются: банки, пенсионные и страховые компании, инвестиционные фонды, население.

Главным преимуществом приобретения государственных облигаций для инвесторов является самые низкие риски и льготное налогообложение любых доходов для инвесторов.

Глобальными целями выпуска являются: покрытие дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе; регулирование денежной массы, снижение инфляции; привлечение средств физических и юридических лиц для финансирования государственных программ [Иноземцева, 2017].

Видов государственных облигаций, которые можно встретить на рынке сейчас не так уж и много, это ОФЗ, ГСО, еврооблигации. В 2015 году в СМИ часто проскальзывала информация о

возрождении ГКО, но данная идея сможет воплотиться в жизнь с очень малой долей вероятности, так как у инвесторов нет доверия к бумагам, составляющим в прошлом государственную пирамиду, которая рухнула к 1998 году.

Рынок государственных облигаций России

Рынок государственных облигаций можно разделить на рублевый и валютный. Динамика рублевого рынка государственных облигаций представлена в таблице 1.

Таблица 1 – Динамика государственного внутреннего облигационного долга Российской Федерации – всего, млрд. руб.

Объем государственного внутреннего облигационного долга Российской Федерации - всего, млрд. руб.	на 01.01. 2013	на 01.01. 2014	на 01.01. 2015	на 01.01. 2016	на 01.01. 2017	Темп прироста, %			
						01.01. 2013/ 01.01. 2014	01.01. 2014/ 01.01. 2015	01.01. 2015/ 01.01. 2016	01.01. 2016/ 01.01. 2017
БОФЗ	-	-	103,58	-	-	-	-	-	-
ОФЗ-ПК	-	-	1000	1347,26	1738	-	-	“УЛ - >4,73	29
ОФЗ-ПД	2248,15	2688,85	2551,02	2710,34	3051,1	19,6	-5,13	625	1227
ОФЗ-АД	1048,58	1045,98	1038,56	791,17	680,06	-0,25	-0,71	-23,82	-14,04
ОФЗ-ИН	-	-	-	141,77	163,63	-	-	-	15,42
ГСО-ППС	545,55	475,55	560,55	360,55	245,55	-12,83	17,87	-35,68	-312
ГСО-ФПС	132	132	132	132	132	0	0	0	0
овоз	90	90	90	90	90	0	0	0	0
Итого	4064,28	4432,38	5475,71	5573,09	6100,34	9,06	23,54	1,78	9,46

По данным на 01.01.2017 год внутренний облигационный долг РФ составил 6100,34 млрд. руб. Наибольший прирост долга наблюдается с 201- года (на 24%). Данное увеличение обусловлено кризисом и общеэкономическим спадом, в период которого были усилены меры по мобилизации средств на финансирование дефицита Федерального бюджета и погашение внешнего долга. В течение всего взятого периода облигационный долг перманентно нарастает, хотя темпы по сравнению с 2014 годом значительно снизились. Наибольшие изменения по статьям в последние два года наблюдается за ОФЗ-ПК, и ГСО-ППС. Происходит смещение приоритета к облигациям с переменным купонным доходом, прирост по ОФЗ-ПК составил 34,73 и 29% к началу 2016 и 2017 года соответственно. Практически на равную величину сократились ГСО-ППС, на 34,73 и 29% % к началу 2016 и 2017 года соответственно.

Наибольший удельный вес среди государственных облигаций принадлежит ОФЗ, который в свою очередь подразделяется на:

Займы с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД), его доля составляет 3051,1 млрд. руб. или 50% долга. Данные облигации являются приоритетными на протяжении всего взятого периода;

Займы с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК), где ставка купонного процента меняется в зависимости от макроэкономических показателей, сейчас на них приходится 1738 млрд. руб. или 28,49% внутреннего долга. Данный инструмент возвращается на рынок только в

2015 году для балансирования стоимости на ОФЗ с фиксированной доходностью. С возобновления выпуска его доля постоянного прирастает в общей массе, в среднем на 5%;

Займы с амортизацией долга (ОФЗ-АД), 680,06 млрд. руб. – 11,15% всего внутреннего долга. Доля данных облигаций снижается в течение всего взятого периода, и за пять лет сокращение составило 15 пп.

В 2015 году был запущен новый проект ОФЗ-ИН, основанный на канадской модели. Номинал данных облигаций ежедневно индексируется на величину инфляции, взятую с трехмесячным лагом. Процентный купон составляет всего 2%, но величина дохода от изменения номинальной стоимости способна сравнять итог на уровне ОФЗ-ПД (объем налоговых выплат по ОФЗ-ПД и ОФЗ-ИН равны). На начало 2017 года ОФЗ-ИН в структуре облигационного долга составило 163,63 млрд. руб. или 2,68%. Срок погашения данных облигаций составляет 8 лет. Предоставляя равные зрительные выгоды, Минфин хочет выровнять перекося от краткосрочных вложений, и вернуть предпочтения и доверие инвесторов к среднесрочным и долгосрочным облигациям.

На ГСО-ППС и ГСО-ФПС приходится 4% и 2% соответственно, то есть всего лишь 6% от всего долга на начало 2017 года.

Для всей полноты исследования, рассмотрим структуру и динамику по валютным государственным облигациям РФ (см. табл. 2).

Таблица 2 – Динамика валютного государственного облигационного долга РФ, млн. дол. США

Объем валютного государств. облигационного долга РФ, млн. дол. США	На 01.01. 2013	На 01.01. 2014	На 01.01. 2015	На 01.01. 2016	На 01.01. 2017	Темп прироста, %			
						01.01. 2013	01.01. 2014	01.01. 2015	01.01. 2016
						/	/	/	/
Задолженность по внешним облигационным займам	34910,4	40667,8	39275,3	35911,2	37607	16,49	-3,42	-8,57	4,72
Задолженность по ОВГВЗ	5,6	5,5	5,5	5,4	3,4	-1,79	0	-1,82	-37,04
Итого	34916	40673,3	39280,8	35916,6	37610,4	16,49	-3,42	-8,56	4,72

Исходя из полученных данных, можно сказать, что валютные облигационные займы сейчас представляются только одним видом ценных бумаг, на 99,9% это задолженность по внешним облигационным займам. К 2017 году прирост по данному инструменту составил 4,72%. ОВГВЗ или облигации внутреннего государственного облигационного займа прекратили выпуск еще в начале двухтысячных, и сейчас погашаются только остатки по долгу, которые не подверглись новации.

Якорным инвестором, в 2017 году, по-прежнему остается банковский сектор, на его долю приходится более 50%. Второе место по объемам привлечения ОФЗ занимают нерезиденты, до 26%. Подобная величина говорит о значительной степени привлекательности данного инструмента для иностранных инвесторов, однако, на текущий момент в глобальных индексах облигаций, ОФЗ не отличаются высокой ликвидностью, и в перспективе доля держателей нерезидентов будет сокращаться. Третье место среди держателей ОФЗ занимают прочие

инвесторы, 10%. Большая доля прочих инвесторов объясняется увеличением кредитования российскими банками под залог ценными бумагами, в рамках которого заемщиками выступают компании или некредитные организации (рис. 1).

Для анализа состояния рынка государственных облигации используется ряд показателей и индексов, самыми распространенными из них являются G-CURVE и RGBITR.

G-CURVE показывает нам зависимость доходности однородных.

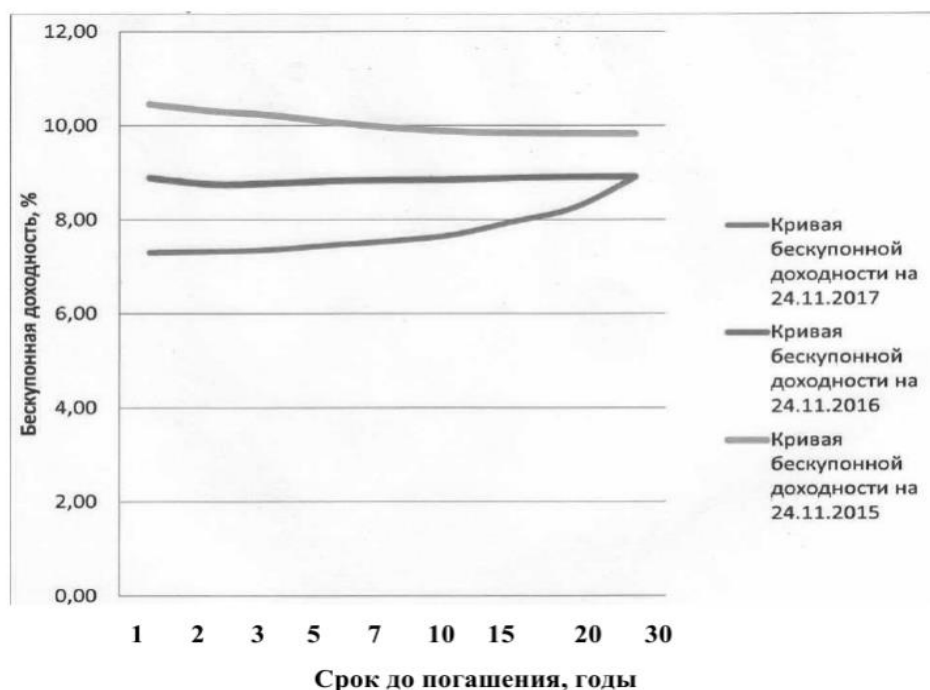


Рисунок 1 – Бескупонная доходность, %

Начиная с 2015 года, под давлением кризиса, G-curve показывает негативную тенденцию. Наклон КБД принимает отрицательный наклон, а доходность растет в связи с увеличением ставки рефинансирования. К началу следующего года с объединением ставок и их снижением до уровня 11%, кривая параллельно смещается на несколько пунктов вниз. В 2016 году на рынке прослеживается четкая тенденция снижения уверенности инвесторов в завтрашнем дне, выраженная падением ставок на долгосрочные бумаги и увеличением ставок на краткосрочные. Наибольший угол падения наблюдается на интервале между 1 и 2 года, что говорит о крайней степени недоверия к государственным облигациям в целом. Наибольшим спросом пользуются облигации сроком погашения до года (54%), на втором месте находящиеся в интервале 2-3 года (23%), бумаги свыше 5 лет удерживают за собой лишь 16%. Данная картина была аномальна и грозила экономическим спадом и приближением к дну фондового рынка. Однако к концу 2017 года ситуацию удалось переменить в лучшую сторону. Ключевая ставка была снижена до уровня 8,25%, что практически приравнивало доходность по облигациям с банковскими депозитами. В краткосрочной и среднесрочной перспективе доходность является минимальной, но в интервале срока погашения 10-30 лет доходность значительно возрастает, что однозначно положительно скажется на спросе со стороны инвесторов на долгосрочные вложения. Однако, при всех зрительных выгодах, не стоит ожидать сильного прироста по вложениям в долгосрочные инструменты, из-за волатильности финансового рынка в целом.

Индекс RGBITR включает в себя наиболее ликвидные ОФЗ с дюрацией более одного года.

Подводя итог, можно сказать, что рынок государственных облигаций сейчас переживает очень трудный период, и его состояние будет во многом зависеть от качества денежно-кредитной политики. На данный момент, очевидно, что доверие со стороны инвесторов в посткризисный этап очень сильно ослабло, введение новых видов облигаций и дальнейшее понижение ставки способствует изменению положения, но рынок на данном историческом этапе по-прежнему не предсказуем [Яковлев, 2016].

На настоящее время, рынок государственных облигаций РФ продолжает совершенствоваться, перенимая опыт зарубежных стран. Согласно долговой политики РФ на 2017-2019, заимствования будут проходить в принципиально иных, чем в предшествующие года, условиях. Предстоящий период будет характеризоваться сохранением относительно низких темпов роста ВВП, структурными ограничениями его роста и, как следствие, существенными рисками при исполнении федерального бюджета. Масштабы дефицита федерального бюджета сохранятся, но для его покрытия теперь будут использоваться в большей степени заемные средства, так как резервный фонд был практически исчерпан. Наибольший удельный вес государственного долга придется на внутренние заимствования, это означает, что его величина будет расти в среднесрочной перспективе. До 2019 года планируется сделать внутренние заимствования основным источником финансирования дефицита федерального бюджета, они будут покрывать до 91% дефицита (см. рис. 2.).

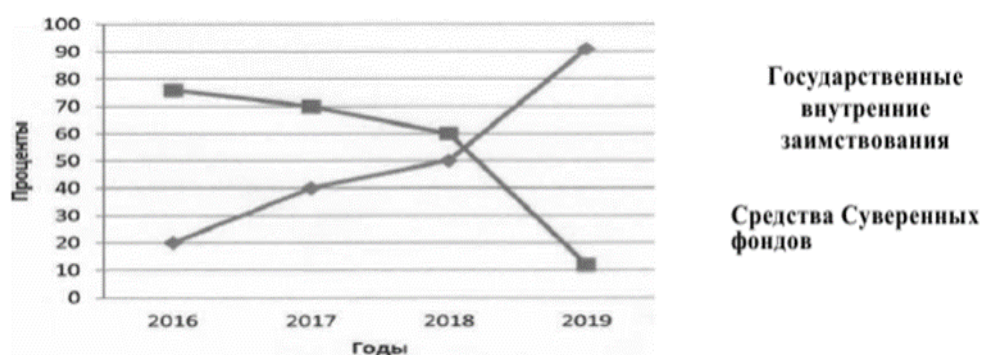


Рисунок 2 – Изменение структуры основных источников финансирования дефицита федерального бюджета, %

Также в план заложено, что величина внутреннего долга достигнет максимального за всю историю современной России значения 1,7% от ВВП.

Подобное увеличение Минфин обуславливает низкими инфляционными ожиданиями, в пределах 4 процентов, и умеренным уровнем ключевой ставки, что должно способствовать росту привлекательности инструментов с фиксированной доходностью. Другим важным условием будет являться наличие у банков достаточного объема ликвидности, источником которого станут, прежде всего, средства федерального бюджета, поступающие в экономику. Касательно нерезидентов предполагается, что они не будут наращивать свои позиции в покупке ОФЗ такими же темпами, как и российские инвесторы, доля их участия составит не более 26%.

Решение задачи привлечения заемных средств в запланированных объемах требует диверсификации предлагаемых участникам рынка долговых инструментов по типам и срокам, планомерного поддержания и развития базы инвесторов.

Основными инструментами исполнения программы государственных внутренних заимствований останутся ОФЗ-ПД и ОФЗ-ПК. При этом, по сравнению с предыдущим периодом, роль инструментов с плавающей процентной ставкой будет возрастать. При относительно стабильной ситуации на рынке и тренде на снижение процентных ставок акцент будет делаться на размещении средне- и долгосрочных ОФЗ-ПД. Напротив, в периоды повышенной волатильности процентных ставок предпочтение будет отдаваться эмиссии «защитных» инструментов ОФЗ-ПК, а также ОФЗ-Ші.

Эмиссия облигаций с изменяющимся уровнем дохода (ОФЗ-ПК и ОФЗ-Ш-1) станет одним из способов минимизации стоимости привлечения государством заемных средств на длительный срок в условиях, когда процентные ставки по инструментам с фиксированным доходом (ОФЗ-ПД) объективно завышены, однако выпуск таких облигаций сопряжен для эмитента с риском роста стоимости обслуживания долга в будущем (процентный риск). Как следствие, объем эмиссии таких инструментов не может не быть ограничен. Исходя из того, что совокупная доля ОФЗ-ПК и ОФЗ-Ші в общем объеме государственного внутреннего долга, выраженного в ценных бумагах, не превысит отметку в 20-25% объема государственного внутреннего долга. В настоящее время данный показатель уже достиг 17%. В плане, так же, указывается дальнейшее совершенствование и внедрение новых инструментов государственного заимствования для физических лиц, таких как ОФЗ-н.

В 2017-2019 гг. Минфин России продолжит начатую в 2015 г. практику обмена неликвидных государственных ценных бумаг, привлеченных вне рынка, на стандартные ОФЗ в целях дальнейшего повышения ликвидности и развития национального рынка долгового капитала. Проведение операций обмена будет также направлено на решение следующих задач:

- замена выпусков с нестандартными (незначительными) объемами на эталонные выпуски с объемом в обращении не менее 250 млрд. рублей;
- сокращение государственного долга и / или расходов на его обслуживание;
- корректировка «аномалий» ценообразования обращающихся на рынке облигаций, повышение репрезентативности кривой доходности ОФЗ;
- уменьшение доли Банка России во владении отдельными выпусками государственных облигаций.

Решение изложенных задач увеличит ликвидность ОФЗ способствует росту его влияния в глобальных индексах облигаций, что в свою очередь простимулирует спрос со стороны иностранных инвесторов.

Заключение

Подводя итог, можно сказать, что в перспективе до 2019 года, рынок государственных заимствований будет подвержен глубокому реформированию. Объемы заимствований будут увеличены практически в 2 раза, а основным направлением их использования станет покрытие дефицита федерального бюджета. В структуре облигационного, долга возрастет влияние инструментов с плавающими процентными ставками, именно за счет них будет стабилизироваться стоимость облигаций при изменениях в конъюнктуре. Важно подчеркнуть дальнейшее совершенствование и внедрение новых инструментов государственного заимствования для физических лиц, таких как ОФЗ-н. Так же важной реформой будет поддержание ликвидности облигаций, путем обмена облигаций, приобретенных вне рынка на ОФЗ.

Библиография

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 № 14-ФЗ.
2. Иноземцева Ю.С. Инвестирование денежных средств в облигации как альтернатива банковским депозитам // Развитие современной науки: теоретические и прикладные аспекты. 2017. №11. С. 29-37.
3. Киикбаева К.Р. Проблемы и перспективы развития облигаций федерального займа в России // Инновационное развитие современной науки. 2016. №11. С. 223-226.
4. Минфин России: Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017-2019 гг. URL: http://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/02/main/Dolgovaya_politika_2017-2019.pdf
5. Минфин России: структура государственного внутреннего долга Российской Федерации. URL: http://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/internal/
6. Минфин России: структура государственного внешнего долга Российской Федерации. URL: http://www.minfin.ru/ru/search/?q_4=внешний+долг&source_id_4=6
7. Московская биржа G-curve. URL: <http://moex.com/ru/marketdata/indices/state/yieldcurve/>
8. Московская Биржа: RGBITR. URL: <http://moex.com/ru/index/RGBITR>
9. ОФЗ с защитой от инфляции: новый инструмент – новые возможности: сессия вопросов и ответов, подготовленная Министерством финансов РФ, июль 2015. URL: http://minfin.ru/common/upload/library/2015/07/main/OFZIL_presentation_final_1.pdf
10. Яковлев Я.Н. Рынок ОФЗ в 2016 г.: год рекордов // Стратегия долговых рынков. 2017. С. 9.

Analysis of structure, dynamics and prospects of market development of government bonds of Russia

Aleksandr S. Kokin

Doctor of Economics,
Professor of Finance and Credit departments,
Institute of Economy and Entrepreneurship,
Nizhniy Novgorod State National Research University named after N.I. Lobachevskii,
603008, 37, Bol'shaya Pokrovskaya st., Nizhny Novgorod, Russian Federation;
e-mail: kokin@mail.ru

Il'ya M. Oskolkov

PhD in Economics,
Senior Lecturer of Finance and Credit department,
Institute of Economy and Entrepreneurship,
Nizhniy Novgorod State National Research University named after N.I. Lobachevskii,
603008, 37, Bol'shaya Pokrovskaya st., Nizhny Novgorod, Russian Federation;
e-mail: oskolkoff.ilya@yandex.ru

Abstract

In the provided work types of government bonds, the loudspeaker of the public internal bonded debt of Russia, its structure, dynamics and structure of a currency bonded debt are analyzed. The market of bonded loans is analyzed. Federal loan bonds as an element of a diversification portfolio of investors are considered. The analysis of indicators of the government bond market, dynamics of the RGBITR index and the prospects of market development of government bonds of Russia is carried out. Today, the economy of Russia didn't recover the line items after crisis of 2014-2016 yet.

Most sharply there are questions of financing of federal budget deficit as earlier used means of a reserve fund are almost exhausted, and the funds raised due to bonded state borrowings aren't enough. The relevance of a subject of a research is caused by a wide range of the functions which are carried out by federal loan bonds which have the big importance for the problem resolution of development and functioning of the financial market of the state. Purposes of this work: establishment of tendencies and regularities of the government bond market, and determination of prospects of this market in the medium term. Empirical base of a research are statistical data of the Ministry of Finance on amounts of the public bonded debt, the regulating documents regulating the features of calculation of profitability for federal loan bond N this on deposits of the most financially steady banks of Russia.

For citation

Kokin A.S., Oskolkov I.M. (2018) Analiz struktury, dinamiki i perspektiv razvitiya rynka gosudarstvennykh obligatsii Rossii [Analysis of structure, dynamics and prospects of market development of government bonds of Russia]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 8 (4A), pp. 210-218.

Keywords

Government bonds, internal bonded debt, indicators of the market, dynamics of indexes, loans.

References

1. Grazhdanskiy kodeks Rossiiskoi federatsii (chast' vtoraya) ot 26.01.1996 № 14-FZ [The Civil Code of the Russian Federation (part two) of 26.01.1996 No. 14-FZ].
2. Inozemtseva Yu.S. (2017) Investirovanie denezhnykh sredstv v obligatsii kak al'ternativa bankovskim depozitam [Investing money in bonds as an alternative to bank deposits]. *Razvitie sovremennoi nauki: teoreticheskie i prikladnye aspekty* [Development of modern science: theoretical and applied aspects], 11, pp. 29-37.
3. Kiikbaeva K.R. (2016) Problemy i perspektivy razvitiya obligatsii federal'nogo zaima v Rossii [Problems and prospects of development of federal loan bonds in Russia]. *Innovatsionnoe razvitie sovremennoi nauki* [Innovative development of modern science], 11, pp. 223-226.
4. Minfin Rossii: Osnovnye napravleniya gosudarstvennoi dolgovoii politiki Rossiiskoi federatsii na 2017-2019 gg. [The Ministry of Finance of Russia: The main directions of the state debt policy of the Russian Federation for 2017-2019]. Available at: http://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/02/main/Dolgovaya_politika_2017-2019.pdf [Accessed 03/03/2018]
5. Minfin Rossii: struktura gosudarstvennogo vnutrennego dolga Rossiiskoi Federatsii [The Ministry of Finance of Russia: the structure of the state domestic debt of the Russian Federation]. Available at: http://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/internal/ [Accessed 03/03/2018]
6. Minfin Rossii: struktura gosudarstvennogo vneshnego dolga Rossiiskoi Federatsii [The Ministry of Finance of Russia: the structure of the state external debt of the Russian Federation]. Available at: http://www.minfin.ru/ru/search/?q_4=vneshnii+dolg&source_id_4=6 [Accessed 03/03/2018]
7. Moskovskaya birzha G-curve [Moscow stock exchange G-curve]. Available at: <http://moex.com/ru/marketdata/indices/state/yieldcurve/> [Accessed 03/03/2018]
8. Moskovskaya Birzha: RGBITR [Moscow Stock Exchange: RGBITR]. Available at: <http://moex.com/ru/index/RGBITR> [Accessed 03/03/2018]
9. OFZ s zashchitoy ot inflyatsii: novyi instrument – novye vozmozhnosti: sessiya voprosov i otvetov, podgotovlennaya Ministerstvom finansov RF, iyul' 2015 [OFZ with protection against inflation: a new tool, new features: Q & A session, prepared by the Ministry of Finance, July, 2015]. Available at: http://minfin.ru/common/upload/library/2015/07/main/OFZIL_presentation_final_1.pdf [Accessed 03/03/2018]
10. Yakovlev Ya.N. (2017) Rynok OFZ v 2016 g.: god rekordov [The OFZ market in 2016: the year of records]. *Strategiya dolgovykh rynkov* [The strategy of the debt markets], p. 9.