

Рынок российского госдолга: есть ли жизнь под санкциями во время пандемии

Оглавление

1. Российский госдолг находится на невысоком уровне	3
2. Последствия пандемии: российский госдолг вырос, но меньше, чем в других странах	5
3. Распродажи ОФЗ в феврале-марте 2021 года компенсировались внутренним спросом	8
4. Необходимость в заимствованиях для бюджета невысока	9
5. Риск санкций уже во многом реализовался	11
6. Российский долг устойчив	15

Резюме

Введение второго пакета санкций от администрации Байдена 15 апреля 2021 года, с одной стороны, воплотило в жизнь один из пессимистичных сценариев для российской экономики: введение ограничений в отношении российского госдолга. С другой стороны, ограничения оказались не самыми жесткими: запрещена покупка российских гособлигаций на первичном рынке, а уровень неопределенности и напряжения на рынках при этом значительно снизился. Рынки отреагировали стабилизацией – небольшое снижение рубля 15 апреля было очень быстро компенсировано, а рынок ОФЗ отреагировал ростом.

Запрет американским компаниям (не физическим лицам и, скорее всего, не американским хедж-фондам, обычно зарегистрированным вне США) не распространяется на вторичный рынок, где эти сделки преимущественно и происходили. На первичном рынке российского долга американских банков практически не было еще до массового ухода нерезидентов. Похожий запрет – даже более широкий из-за ограничений расчетов в долларах при выпусках – действует для российских еврооблигаций с 2018 года. Результат – новые займы проводят в евро или других валютах. Ресурсы Банка России позволяют поддержать ликвидность, а слабый рубль в комбинации с комфортными ценами на экспортные товары так наполнил российское казначейство, что заимствования можно на какое-то время прекратить или обойтись отечественными и не боящимися санкций иностранными инвесторами.

Антон Табах,
управляющий директор
по макроэкономическому
анализу и прогнозированию
tabah@raexpert.ru

Антон Прокудин,
ведущий методолог
prokudin@raexpert.ru

при участии
Анастасии Подругиной,
Национальный
исследовательский университет
«Высшая школа экономики»

Контакты для СМИ
+7 (495) 225-34-44 (доб. 1706, 1650)
+7 (495) 225-23-54 (доб. 1706, 1650)
pr@raexpert.ru

АО «Эксперт РА»
Москва, ул. Николаямская, дом 13, строение 2
+7 (495) 225-34-44
+7 (495) 225-23-54
info@raexpert.ru

© 2021 АО «Эксперт РА». Все материалы и публикации Агентства, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом.

Преднавленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Никакие из материалов, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения информации, не должны копироваться, воспроизводиться, перепечатываться, использоваться, размещаться, передаваться или распространяться любым способом и в любой форме без предварительного письменного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник. Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Агентство не несет ответственности за перепечатку материалов Агентства третьими лицами, в том числе за искажения, несоответствия и интерпретации таких материалов.

Рейтинговые оценки, обзоры, исследования и иные публикации, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендаций покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, исследованиях, обзорах и иных публикациях, выпущенных Агентством, или отсутствием всего перечисленного.

Агентство не несет ответственности и не имеет прямых или косвенных обязательств в связи с любыми возможными или возникшими потерями или убытками любого характера, связанными с содержанием сайта и с использованием материалов и информации, размещенных в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, в том числе прямо или косвенно связанных с рейтинговой оценкой, независимо от того, что именно привело к потерям или убыткам.

Никакие материалы, отчеты, исследования, информация или разъяснения, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, не могут в каком бы то ни было отношении служить заменой иных проверок и процедур, которые должны быть выполнены при принятии решений, равно как и заменять суждения, которые должны быть выработаны относительно вопросов, представляющих интерес для пользователей. Никто не должен действовать на основании таких материалов, отчетов, исследований, информации или разъяснений, которые могут предоставляться Агентством в связи с ознакомлением с указанными материалами, отчетами, исследованиями, информацией, разъяснениями в каких бы то ни было целях.

На сайте Агентства могут быть предоставлены ссылки на сайты третьих лиц. Они предоставляются исключительно для удобства посетителя сайта. В случае перехода по этим ссылкам, Вы покидаете сайт Агентства. АО «Эксперт РА» не просматривает сайты третьих лиц, не несет ответственности за эти сайты и любую информацию, представленную на этих сайтах, не контролирует и не отвечает за материалы и информацию, содержащуюся на сайтах третьих лиц, в том числе не отвечает за их достоверность.

Единственным источником, отражающим реальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» www.raexpert.ru.

АО «Эксперт РА» оставляет за собой право вносить изменения в информационные материалы сайта в любой момент и без уведомления третьих лиц. При этом Агентство не несет никаких обязательств по обновлению сайта и материалов, представленных на сайте.

При этом включение первичного рынка ОФЗ в санкционный список повышает общую токсичность российских активов, а особо тревожные комплаенс-менеджеры будут стараться их избегать — как бы чего не вышло. Поэтому возврат нерезидентов после стабилизации ситуации на рынке будет более медленным и печальным, чем, например, в 2018-м.

Второй опасный момент — фраза из санкционного указа о предоставлении «правительству», то есть Минфину и Госдепу, полномочий налагать новые ограничения на российский суверенный долг распоряжениями более низкого уровня, чем президентский указ. Это создает постоянную угрозу санкций «исподтишка» — хотя для российского долгового рынка дальнейшая эскалация пока маловероятна. Например, запрету на владение ОФЗ в целом мешает лоббизм американского финансового сектора.

В целом новый раунд санкций не создает немедленных рисков, однако в долгосрочной перспективе он работает как оковы на российской экономике и финансовом секторе. Расширение санкций требует новых усилий для подстройки к ним, токсичность или подразумеваемая токсичность российских активов повышает стоимость заимствований или мешает проводить сделки — тем самым снижая возможности для привлечения инвестиций и экономического роста уже частному сектору.

Могут ли будущие санкции причинить боль государству и рынку при хорошем наполнении бюджета? «Есть ли жизнь» во время и после пандемии? Уравновесят ли дисбаланс, вызванный оттоком иностранных инвесторов, спрос со стороны внутренних, а также резервные мощности ЦБ?

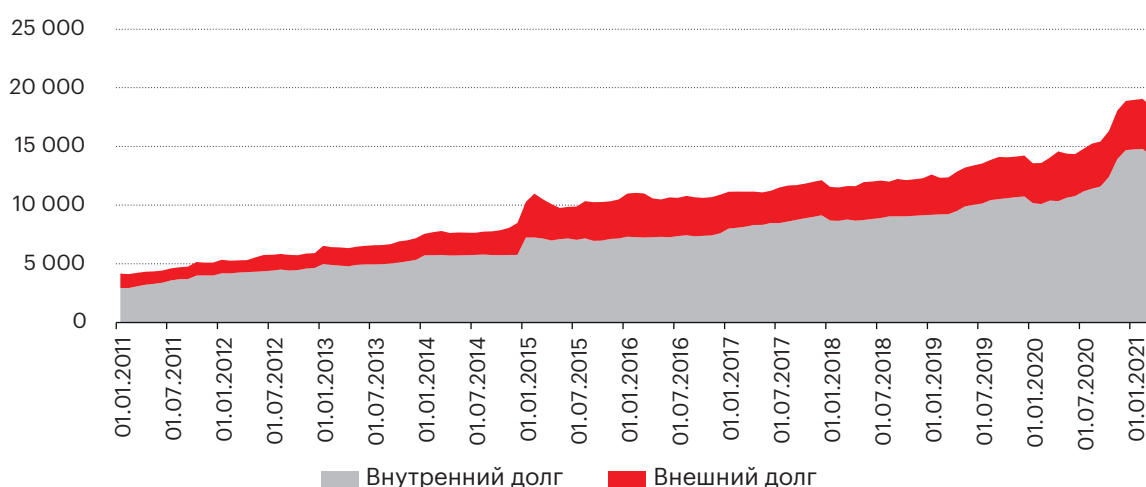
- В 2020 году высокий внутренний спрос на ОФЗ в совокупности низкими ставками и необходимостью заимствований для финансирования коронавирусных расходов в значительной степени расширили рынок. Несмотря на это, отношение российского госдолга к ВВП остается на низких уровнях.
- В начале 2021 года рынок ОФЗ пережил период значительной волатильности, связанный как с повышением инфляционных ожиданий в США, так и с возросшей вероятностью введения новых санкций, доходности российских бумаг возросли.
- Доходная часть федерального бюджета в марте 2021 года начала восстановление (вероятно, во многом за счет отложенного спроса), в связи с чем Минфин объявил о пересмотре плана заимствований. С учетом комфортных значений цен на нефть при прочих равных российский бюджет не потребует значительных заимствований в 2021 году.
- Отток иностранного капитала из ОФЗ в значительной степени уже произошел, доля нерезидентов в ОФЗ находится на крайне низком уровне – в первом полугодии 2020 года отток иностранцев был вызван выводом капитала с развивающихся рынков, в конце 2020 – начале 2021 – санкционными страхами.
- Иностраный капитал в еврооблигациях стремительно снижался в 2014-2016 годах в ответ на присоединение Крыма, при этом последовавшие за этим объявления о введении санкций влияли на долю нерезидентов незначительно: нерезиденты закладывали возможность введения санкций с самого начала. Возвращение иностранного капитала в еврооблигации в 2020 году замедлилось, в первую очередь – за счет пандемии.
- Дальнейший отток иностранного капитала – даже в случае введения более серьезных санкций – в значительной степени может быть компенсирован за счет внутреннего спроса, в том числе с использованием механизмов ЦБ. За счет длинного РЕПО Банк России кредитует коммерческие банки, которые в свою очередь на эти средства приобретают государственные бумаги.

- На сегодняшний день мы не наблюдаем признаков дестабилизации российско-го госдолга, хотя высоковероятно будем наблюдать дальнейший небольшой отток иностранного капитала, некоторое повышение доходностей.

1. Российский госдолг находится на невысоком уровне

Российская долговая политика на протяжении последних лет остается достаточно консервативной, несмотря на постепенное (до 2020 года) расширение объемов как внутреннего, так и внешнего долга. В течение нескольких лет (2017-2021) доля внешнего госдолга поддерживается на уровне 20-25%.

График 1. Динамика российского внутреннего и внешнего государственного долга



Источник: Минфин РФ.

Отношение долга к ВВП остается одним из самых низких в мире – оно сохранялось на уровне 13-14% до 2020 года. При этом средний уровень отношения долга к ВВП для развитых экономик в 2019 году составлял 103,8%, а для развивающихся экономик – 54,7%.

Таблица 1. Отношение государственного долга к ВВП в некоторых развитых и развивающихся странах

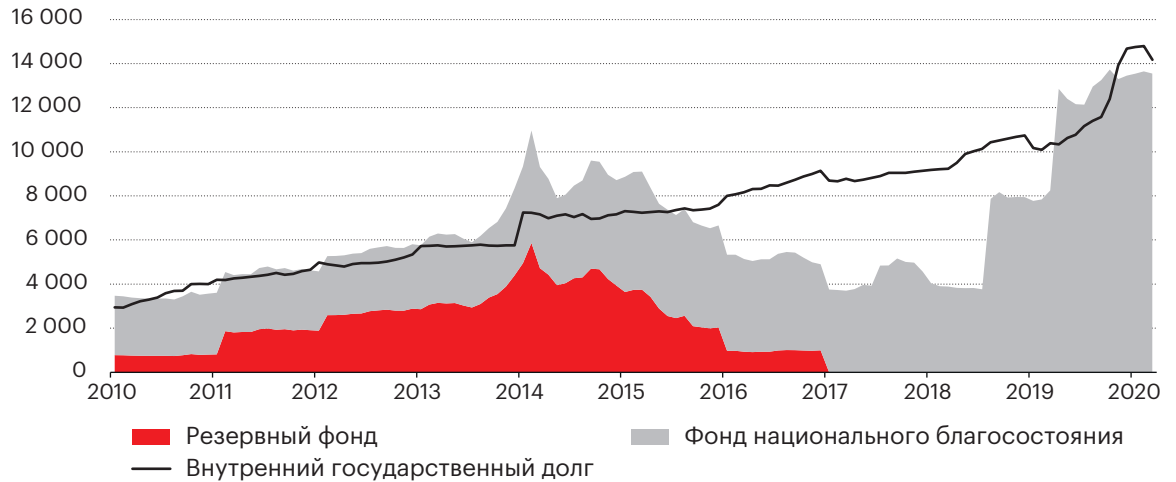
Страна	Кредитный рейтинг (Fitch/Moody's/S&P)	Долг/ВВП (среднее за 5 лет), %	Долг/ВВП (2020*), %	Долг/ВВП (2021*), %
Германия	AAA/Aaa/AAA	64.9	68.9	70.3
США	AAA/Aaa/AA+	110.8	127.1	132.8
Китай	A+/A1/A+	55.5	66.8	69.6
Саудовская Аравия	A/A1/A-	20.9	32.4	31.0
Россия	BBB-/Baa3/BBB-	15.2	19.3	18.1
Индия	BBB-/Baa3/BBB-	74.4	89.6	86.6
Мексика	BBB-/Baa1/BBB	55.6	60.6	60.5
Бразилия	BB-/Ba2/BB-	86.8	98.9	98.4
Южная Африка	BB-/Ba2/BB-	60.1	77.1	80.8

Источник: МВФ, CBonds.

При этом Россия обладает значительным объемом ликвидных активов – в частности, существенным объемом средств в Фонде национального благосостояния. В конце 2019 чистый долг России стал отрицательным: ликвидные активы «расширенного» правительства превысили госдолг в широком понимании (внутренние и внешние долги

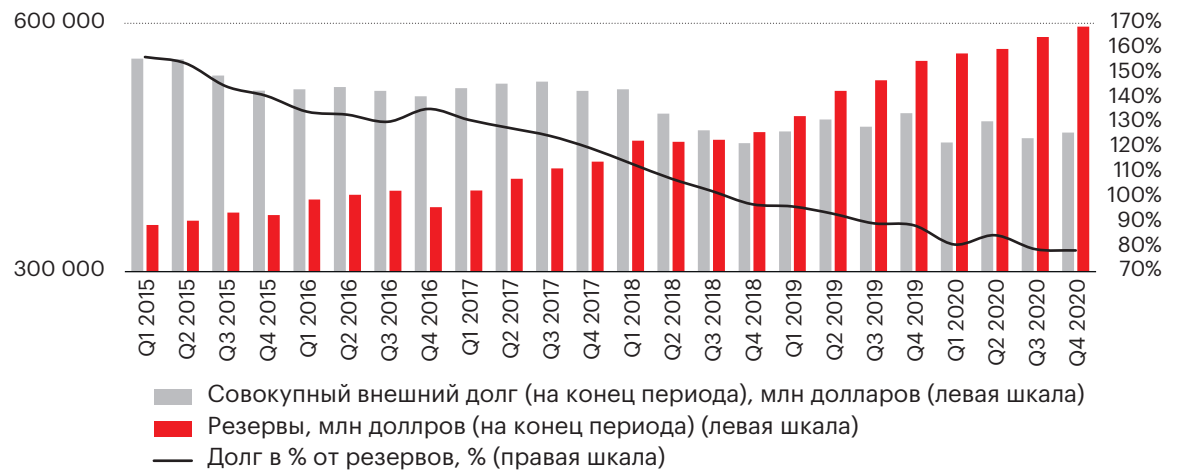
государства, регионов, муниципальных образований). В 2020 году чистый долг снова стал положительным – пандемия COVID-19 потребовала заимствований, однако и на начало 2021 года чистый долг остается небольшим.

График 2. Динамика объемов активов ФНБ, внутреннего государственного долга России



Источник: Минфин РФ

График 3. Динамика объемов резервов Банка России, внешнего государственного долга России

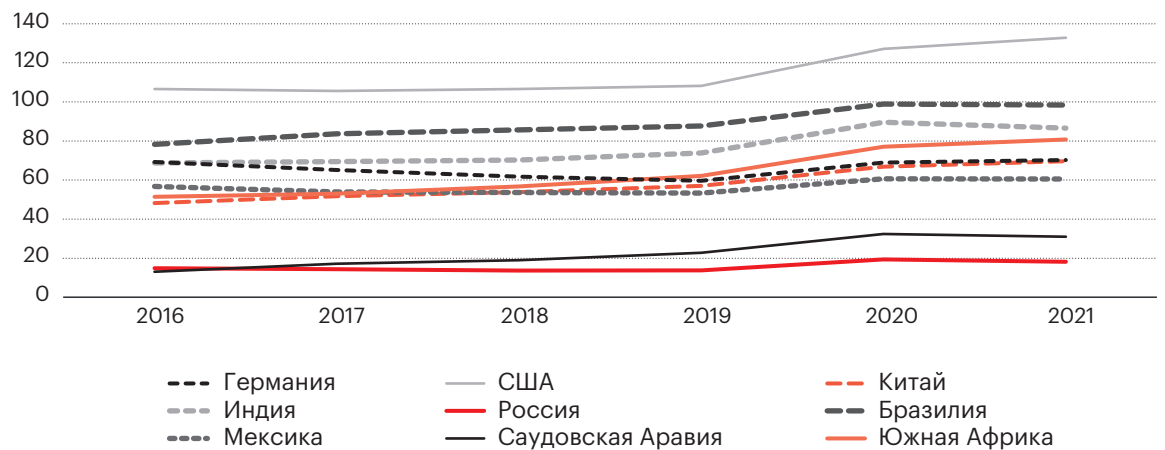


Источник: ЦБ РФ

2. Последствия пандемии: российский госдолг вырос, но меньше, чем в других странах

Государственный долг большинства стран вырос в 2020 году: страны привлекали дополнительные средства для финансирования коронавирусных расходов. Наибольшее расширение государственного долга произошло в развитых странах, в 2021 году по прогнозам МВФ долг развитых стран продолжит возрастать.

График 4. Динамика отношения госдолга к ВВП в некоторых развитых и развивающихся странах.



Источник: МВФ

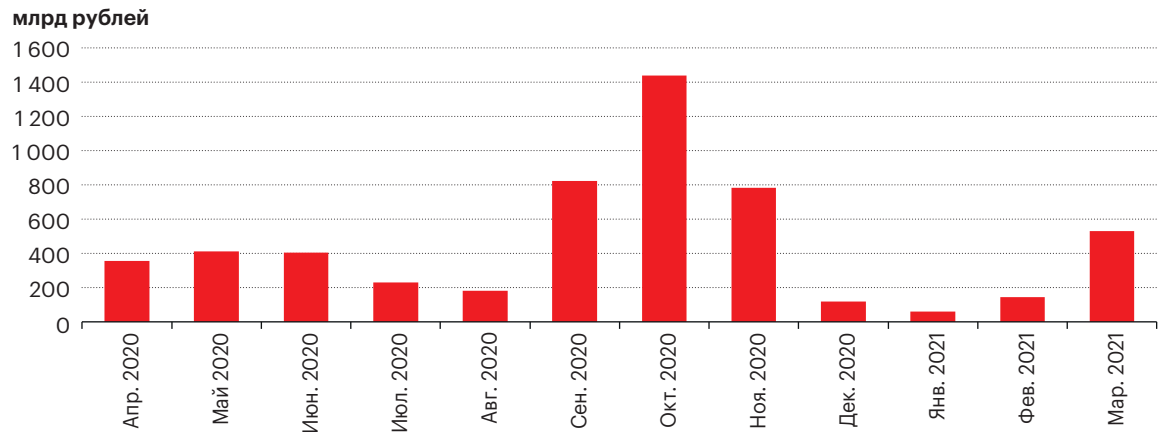
Увеличение соотношения государственного долга к ВВП в России также находится ниже среднего для развивающихся стран: в среднем развивающиеся страны увеличили соотношение госдолг/ВВП на 7,52 п.п., тогда как Россия – на 5,55 п.п.

Таблица 2. Расширение государственного долга к ВВП в 2019-2021 годах в некоторых развитых и развивающихся странах.

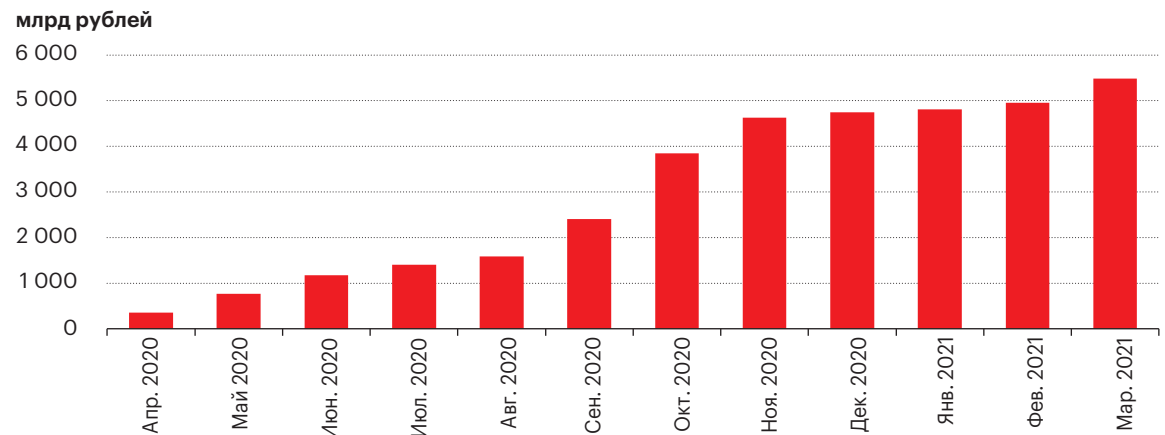
	Долг/ВВП (2020), %	Изменение в отношении долга к ВВП, п.п.	
		2019–20	2020–21
Развитые страны	120.1	18.19	2.39
Развивающиеся страны	64.4	7.52	-0.11
Бедные развивающиеся страны	49.5	3.40	0.40
Германия	68.9	9.28	1.32
США	127.1	18.92	5.73
Китай	66.8	9.77	2.78
Саудовская Аравия	89.6	15.67	-2.96
Россия	19.3	5.55	-1.21
Индия	98.9	11.29	-0.54
Мексика	60.6	7.29	-0.05
Бразилия	32.4	9.64	-1.41
Южная Африка	77.1	14.91	3.72

Источник: МВФ.

В основном рост госдолга произошел за счет размещения Минфином ОФЗ. С начала пандемии Минфин разместил ОФЗ почти на 5,5 трлн рублей, долг по ОФЗ с марта 2020 года по март 2021 года увеличился на 4,7 трлн рублей.

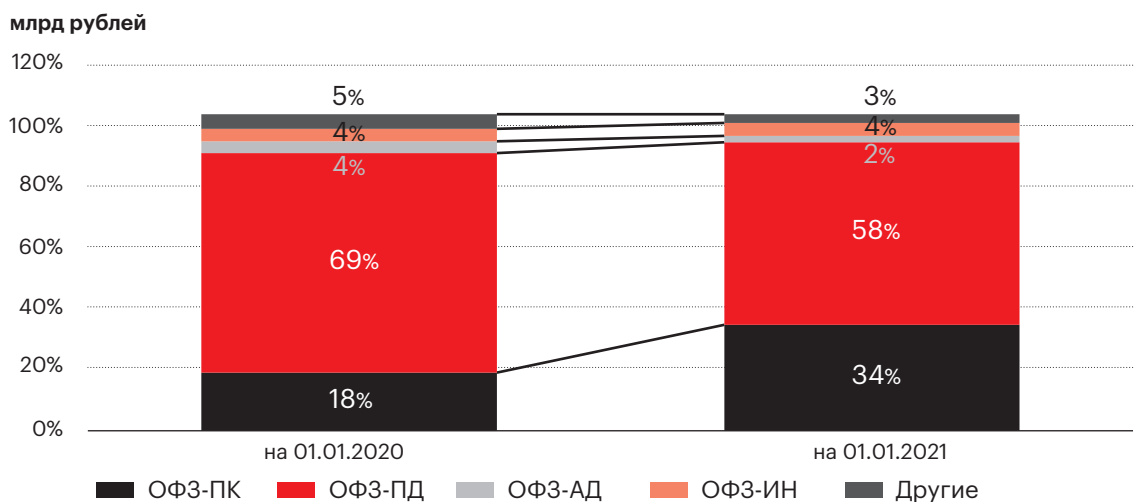
График 5. Помесячное размещение ОФЗ Минфином РФ


Источник: Минфин РФ

График 6. Размещение ОФЗ Минфином РФ с начала 2020 года


Источник: Минфин РФ

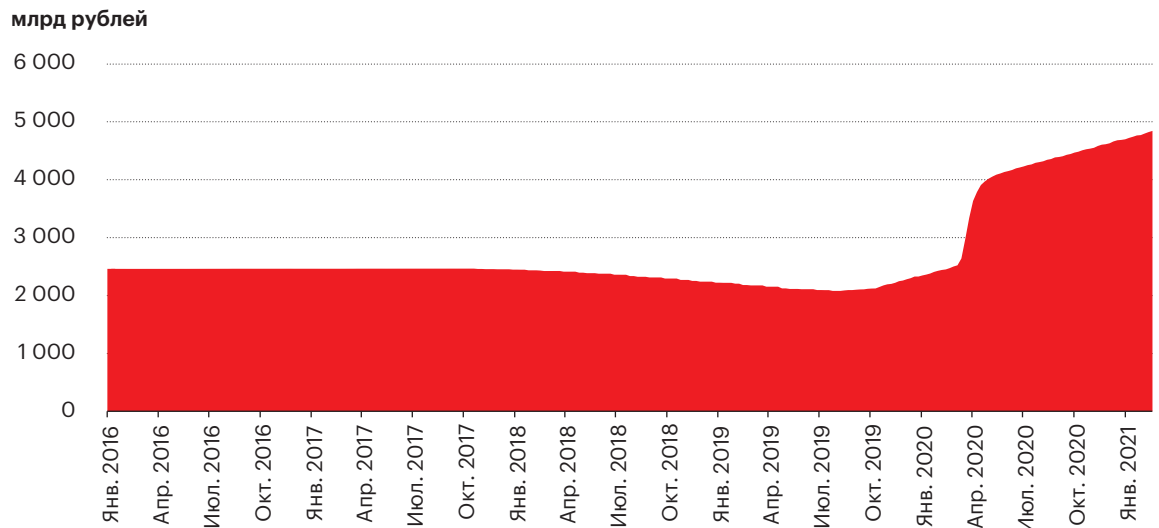
Чаще Минфин размещал бумаги с переменным купоном (доля во внутреннем долге расширена с 18% до 34%) и бумаги с постоянным доходом, также было размещено несколько индексированных выпусков.

График 7. Структура российского госдолга на 01.01.2020 и 01.01.2021


Источник: Минфин РФ

Отток иностранного капитала и уход нерезидентов из ОФЗ, происходившие в 2020 году, вполне естественны для ситуации неопределенности: в моменты высокой волатильности инвесторы предпочитают выводить свои средства из высокорисковых активов и перекладывать их в надежные активы с низким уровнем риска, пусть и с невысокой доходностью – в частности, в американские трежерис.

График 8. Объем американских казначейских облигаций в обращении

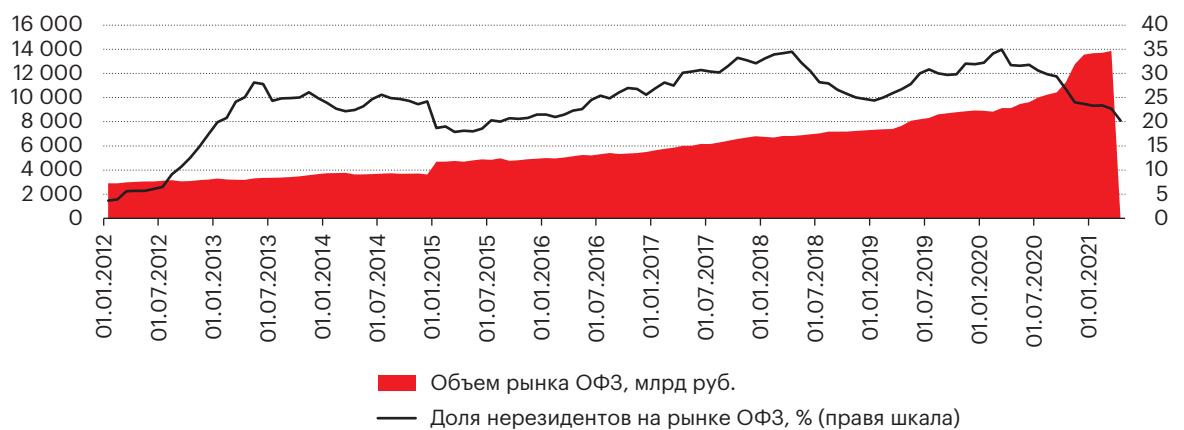


Источник: FRED

С другой стороны, ОФЗ представляют собой подобный надежный актив с низким уровнем риска для российского рынка, поэтому размещения ОФЗ в 2020 году были обеспечены устойчивым внутренним спросом. В среднем с начала пандемии Минфин удовлетворял чуть больше половины спроса на ОФЗ.

В 2020 году государственный бюджет нуждался в финансировании дефицита, возникшего вследствие пандемии COVID-19 и сопутствовавших ограничениях экономической деятельности. Кроме того, мягкая монетарная политика Банка России создавала выгодные условия для заимствований. Банк России провел несколько раундов снижения ключевой ставки процента, опустив ее с 6% до 4,25%.

График 9. Динамика рынка ОФЗ и доля нерезидентов на рынке ОФЗ

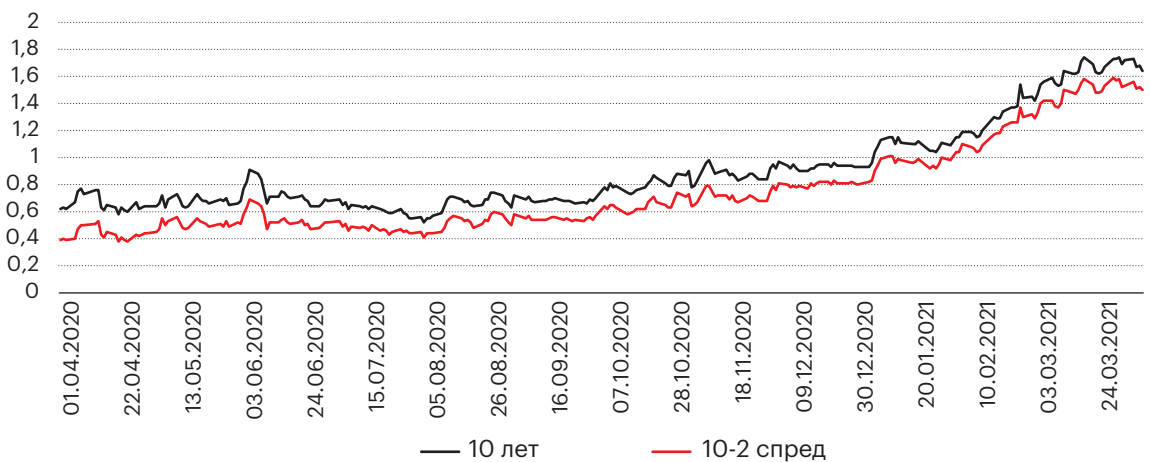


Источник: ЦБ РФ

3. Распродажи ОФЗ в феврале-марте 2021 года компенсировались внутренним спросом

В феврале-марте 2021 года на международных финансовых рынках повышается тревожность, растут доходности по трежерис. Причина связана с растущими инфляционными ожиданиями в США¹, последующими за пакетом Байдена, а также большим объемом заимствований в отсутствие новых мер по предоставлению ликвидности. Значительно увеличились доходности длинных бумаг, в то время как доходности двухлетних казначейских облигаций сохранились на прежнем уровне.

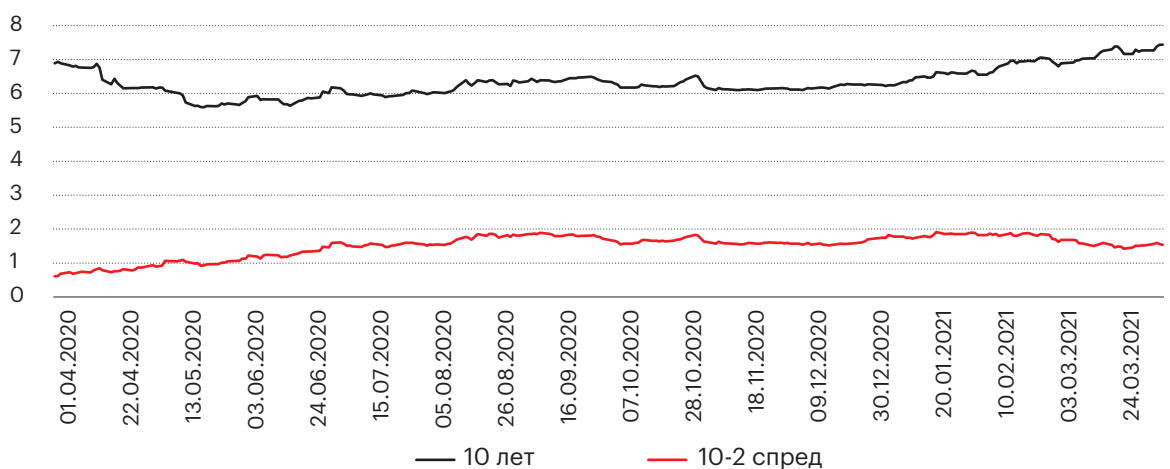
График 10. Динамика доходностей по 10-летним казначейским облигациям США и спреду между 10-летними и 2-летними казначейскими облигациями.



Источник: FRED

Рост доходностей на американском рынке негативно повлиял на рынки развивающихся стран, в том числе и на российский рынок: в феврале-первой половине марта доходности по ОФЗ – как по длинным, так и по коротким – значительно выросли.

График 11. Рост доходностей



Источник: FRED

¹ Ссылка на предыдущий доклад

На фоне повышения инфляции, а также по внутренним причинам центральные банки некоторых развивающихся стран повысили ставки: Бразильский ЦБ поднял ставку на 75 б.п., турецкий – на 200 б.п. Российский ЦБ также завершил цикл смягчающей политики в марте-апреле 2021 повысив ставку в два этапа на 75 б.п. Причиной таких действий российского финансового регулятора стало ускорение инфляции внутри страны, вероятно, решения центральных банков Бразилии и Турции также сыграли некоторую роль.

Рост ключевой ставки, а также санкционные страхи, о которых будет сказано в одном из следующих разделов, дали стимул дальнейшему умеренному повышению ставок ОФЗ.

При этом размещения ОФЗ в феврале и марте 2021 года (за исключением аукциона 3 февраля, признанного несостоявшимся) продолжают проходить высокими темпами – в первую очередь за счет внутреннего спроса от крупнейших участников рынка.

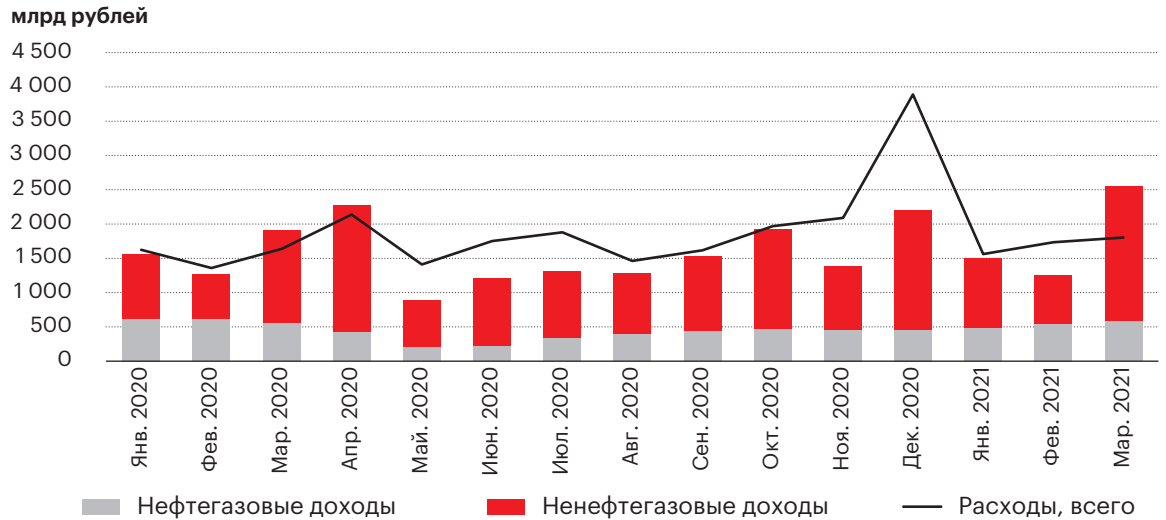
4. Необходимость в заимствованиях для бюджета невысока

На протяжении 2020 года федеральный бюджет сводился с дефицитом: нефтегазовые доходы значительно пострадали в первом полугодии в силу обвала нефтяных цен, нефтяные доходы – из-за ограничений экономической деятельности, введенных для борьбы с пандемией COVID-19. Расходы, в свою очередь, выросли за счет введения фискальных мер поддержки экономики.

Однако уже во втором полугодии 2020 года доходы – в первую очередь нефтяные – начали постепенное восстановление за счет стабилизации цен на нефть, а также снятия существенной части ограничений экономической деятельности.

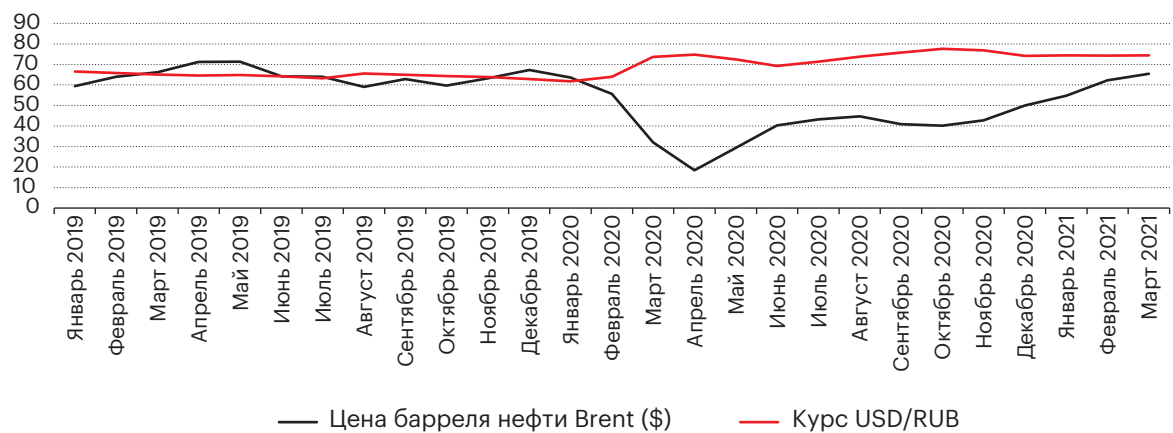
В результате бюджет за 2020 год был сведен с дефицитом меньше запланированного – дефицит составил 4,1 трлн рублей, или около 3,8% ВВП, тогда как осенние оценки предполагали дефицит в 4,73 трлн рублей, выше на 0,6 п.п. в отношении к ВВП.

В марте 2021 года доходная часть бюджета впервые с начала пандемии исполнена с профицитом. За счет этого в первом квартале 2021 года собираемость налогов находится на еще высоком уровне: исполнение доходной части бюджета составляет 28,2%, тогда как, например, в 2019 году за первый квартал было исполнено только 21,1% доходов бюджета. Во многом это связано с реализацией отложенного спроса на фоне ослабления пандемии и отсутствия серьезных ограничений, поэтому не следует ожидать перевыполнения доходной части бюджета в 2021 году. Однако есть основания полагать, что в отсутствие третьей волны коронавируса доходная часть бюджета будет исполнена в полной мере.

График 12. Динамика доходов и расходов российского федерального бюджета в 2020-2021 годах.


Источник: Минфин РФ

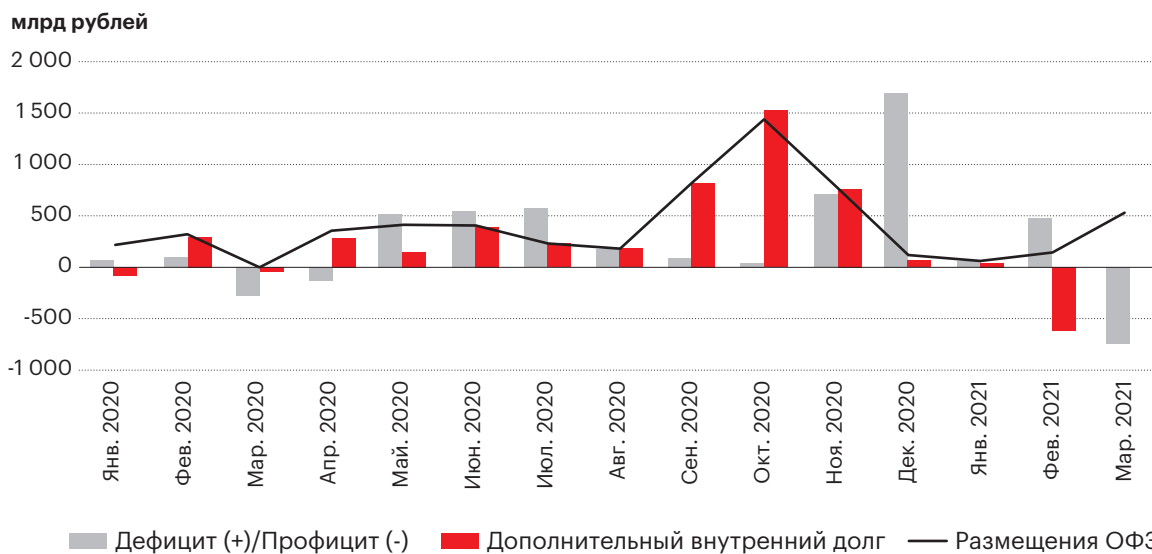
Дополнительный фактор в стабилизации доходной части бюджета – восстановление цен на нефть. К марту 2021 года цены восстановились до предкризисных уровней на фоне ускоряющейся вакцинации по всему миру, «зеленого» курса Байдена, продолжения действия сделки ОПЕК+, санкций в отношении Ирака.

График 13. Динамика цен на нефть, курса рубля к доллару


Источник: ЦБ РФ

В первом квартале 2021 года Минфину удалось разместить внушительный объем ОФЗ, несмотря на высокие ставки в США, опасения относительно инфляции, а также санкционные страхи.

График 14. Дефицит российского федерального бюджета, а также динамика заимствований Минфина в 2020-2021 годах.



Источник: Минфин РФ

В марте 2021 года Минфин сделал заявление о сокращении плана заимствований на 2021 год в условиях высокого уровня исполнения доходной части бюджета. В заявлении озвучено намерение сократить план заимствований и сохранить госдолг ниже 20% от ВВП в 2021 году. Заявление повлекло за собой повышение спроса на ОФЗ, что обеспечило несколько более низкие ставки заимствований для Минфина.

5. Риск санкций уже во многом реализовался

Историческая справка о санкциях

Основная масса санкций против России была введена после присоединения Крыма в 2014 году, хотя некоторые индивидуальные ограничения существовали и до этого – например, в рамках списка Магнитского.

Первые введенные в 2014 году ограничения в основном были направлены на физических лиц, однако уже в начале второго полугодия 2014 года были введены серьезные санкции и против юридических лиц: крупнейших игроков нефтегазовой отрасли российской экономики (Роснефти, Новатэка, Газпрома, Лукойла, Транснефти и др.), российского банковского сектора (Внешэкономбанка, Газпромбанка, Сбербанка, ВТБ и др.), оборонно-промышленного сектора. Санкции против перечисленных компаний в первую очередь направлены на ограничение доступа к иностранному капиталу. Также в 2014 году были введены санкции против Крыма.

В 2015–2017 годах списки компаний, против которых действуют санкции, расширялись – добавлялись дочерние структуры, аффилированные компании, компании из других секторов экономики. В 2017 году США объявили о санкциях в отношении третьих лиц за сотрудничество с физическими лицами или компаниями из санкционного списка.

Начиная с 2018 году основные санкции против России вводятся за нарушение Конвенции о запрещении химического оружия – сначала за отравление Сергея и Юлии Скрипалей, затем за отравление Алексея Навального. В соответствии с Законом «О контроле над химическим и биологическим оружием и запрете их военного использования», в августе 2018 года США вводит санкции, значительно ограничивающие сотрудничество и экспортно-импортные операции для отраслей, связанных со сферой национальной безопасности США, а также для нефтегазовой отрасли.

В соответствии с Законом, через 3 месяца после введения первого пакета санкций предполагается введение следующего пакета мер. В случае, если не предоставлены гарантии уничтожения химического и биологического оружия, новый пакет санкций в отношении России вводится только через год. В августе 2019 года дополнительно были введены ограничения на предоставление России займов и помощи международными финансовыми институтами, а также запрет для американских резидентов на покупку еврооблигаций на первичном рынке – первые ограничения в отношении российского госдолга. Рынок отреагировал на ограничение незначительно в связи с номинальным характером меры – резидентам США не запретили покупку ОФЗ на первичном и вторичном рынке, для приобретения еврооблигаций также остался открытым вторичный рынок.

Летом 2019 года начинается обсуждение следующего пакета санкций, содержащего дополнительные индивидуальные меры, новые санкции против нефтегазового, банковского сектора, а также запрет на участие американских резидентов в российском госдолге. Рынки реагируют на это обсуждение – с этого момента вероятность введения санкций в отношении суверенного долга начинает серьезно учитываться.

В первом полугодии 2020 года санкционное давление стабилизируется, однако уже в августе 2020 года происходит инцидент с Алексеем Навальным, вызвавший значительное повышение санкционного давления. 2 марта 2021 года Джо Байден вводит номинальный пакет санкций против России за применение химического оружия, повторяющий санкции 2018 года. 15 апреля США вводят следующий пакет санкций, ограничивающий резидентов США в операциях с российским госдолгом: с 15 июня американским резидентам будет запрещено покупать на первичном рынке российские гособлигации.

Российская экономика с 2014 года существует в условиях существенных санкционных рисков, в некоторые периоды опасения относительно введения новых санкций увеличиваются, в другие – снижаются. Со вступления Джо Байдена в должность президента США санкционные страхи для российской экономики увеличились. На данный момент наиболее опасная потенциальная санкционная мера – введение ограничений на приобретение и владение российским суверенным госдолгом.

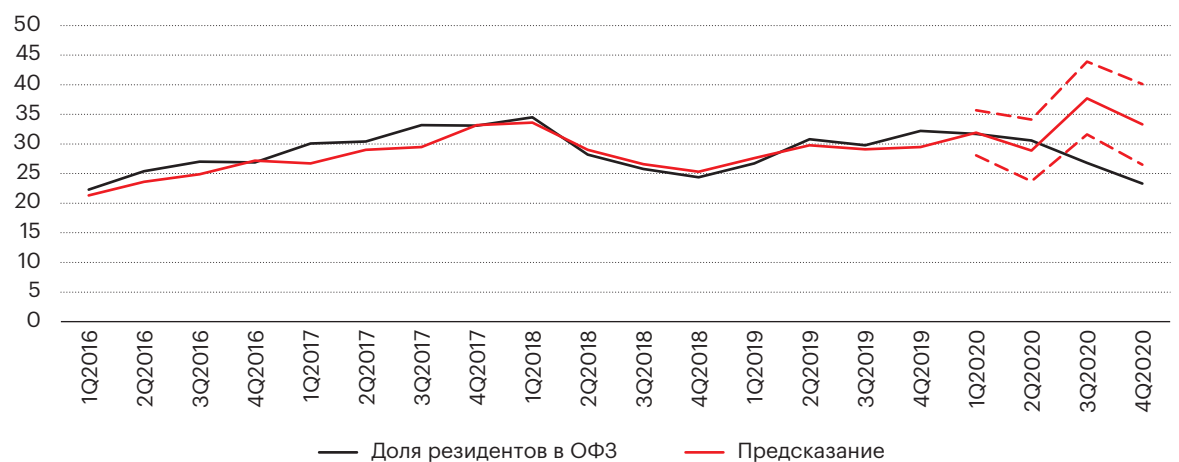
С момента объявления о первом пакете санкций администрации Байдена 2 марта 2021 года доходности как коротких, так и длинных российских ОФЗ прибавили около 40-70 б.п. (на это влияли и другие факторы, описанные выше), хотя санкции, объявленные 2 марта, в сущности повторяли предыдущий раунд санкций Трампа. В большинстве своем реакции рынка на объявление санкций со стороны США включали себя потенциальную возможность санкций в отношении суверенного долга России. Таким образом, риск подобных санкций уже оказывается заложенным в страновую премию.

Инвесторы, для которых такой уровень риска оказывается неприемлемым, выводят капитал из российских ценных бумаг, не дожидаясь непосредственно объявления ограничений на приобретение или владение российским госдолгом.

Доля нерезидентов в ОФЗ была смоделирована в зависимости от изменения темпов экономического роста, цен на нефть, также в модель была включена авторегрессионная компонента и переменная, отвечающая за введение санкций в августе 2018 года. Для моделирования был использован период с 2013 по 2019 год.

- Отток нерезидентов из ОФЗ после введения санкций за инцидент в Солсбери продолжался на протяжении трех кварталов².
- Предсказание доли нерезидентов в ОФЗ, сделанное на основе данных в 2013–2019 годах, оказывается значительно выше, чем в реальности. Это демонстрирует уже начавшийся отток иностранного капитала из российского государственного долга.
- Предсказанная доля нерезидентов в ОФЗ на начало 2021 года примерно на 10 п.п. выше, чем реальная – около 33% вместо 23%, таким образом можно говорить об оттоке капитала вследствие инцидента с Навальным в размере около 1,3 трлн рублей за два квартала.

График 15. Рассчитанная и реальная доля нерезидентов на рынке ОФЗ.



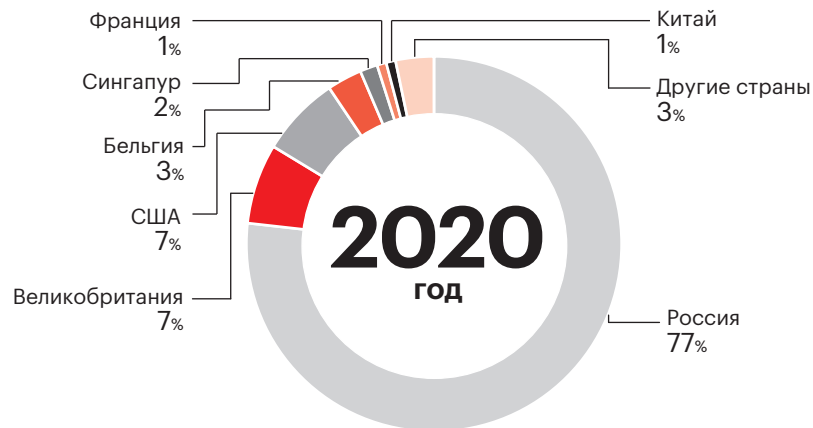
Источник: рассчитано авторами

В первом квартале отток иностранного капитала из ОФЗ продолжился. По оперативным данным, доля нерезидентов на конец первого квартала составила 20,2%

По данным Банка России, на начало 2021 года доля американских резидентов, владеющих российскими ОФЗ составляла около 7%. Такой же долей владеют резиденты Великобритании, 3% - у резидентов Бельгии, относительно небольшие доли у резидентов Сингапура, Франции, Китая.

² Три лага дамми-переменной санкций статистически значимы.

График 16. Страновая структура владения ОФЗ на 01.01.2021.

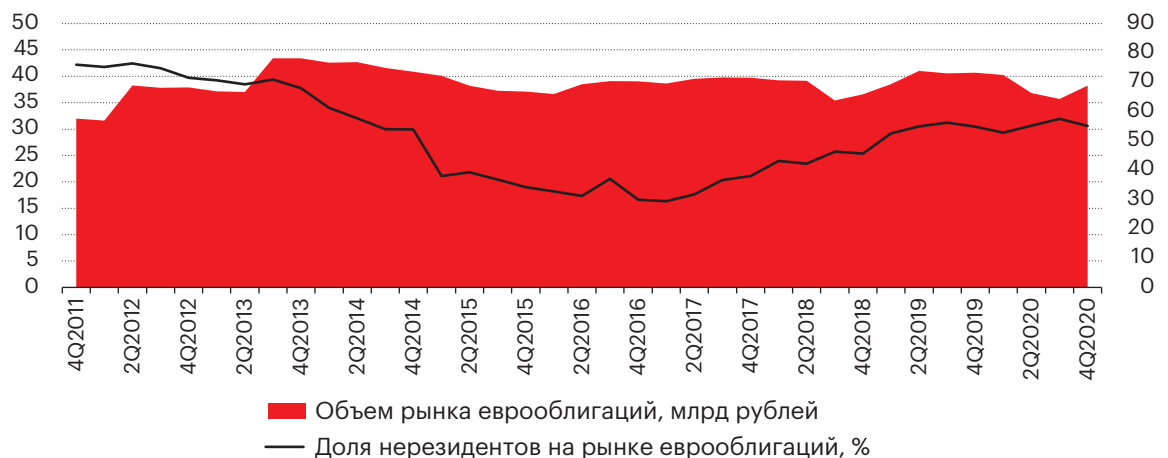


Источник: ЦБ РФ.

На рынке еврооблигаций в 2020 году оттока иностранного капитала не произошло, несмотря на значительное снижение аппетита к риску в силу коронавирусной неопределенности. Однако при этом темпы возврата иностранных инвесторов в российские евробонды снизились.

Не ожидается оттока иностранного капитала из российских еврооблигаций и на фоне санкционных страхов: в соответствии с построенной моделью, иностранные инвесторы в еврооблигации в первую очередь реагируют на изменение ключевой ставки³, а введенный в августе 2019 года запрет на приобретение еврооблигаций на первичном рынке для резидентов США не оказал статистически значимого влияния на долю нерезидентов. Основной (и статистически значимый) отток иностранного капитала происходил после II квартала 2014 года – присоединения Крыма. Таким образом, рынок еврооблигаций отреагировал на потенциальную возможность введения санкций, поэтому в сам момент их введения никаких изменений в динамике рынка не произошло.

График 17. Динамика рынка государственных еврооблигаций РФ.



Источник: ЦБ РФ

Существует диапазон разных по жесткости санкционных мер в отношении российского госдолга: начиная от достаточно мягкого запрета для американских резидентов на покупку ОФЗ на первичном рынке, который был введен 15 апреля 2021 года, заканчивая запретом для американских резидентов на владение ОФЗ.

³ Для доли нерезидентов в ОФЗ эта переменная оказалась незначима.

- Введение запрета на покупку ОФЗ на первичном рынке не вызовет значительного дополнительного оттока иностранного капитала как из ОФЗ, так и из еврооблигаций. Доходности по ОФЗ вырастут, но тоже незначительно: премия за риск дополнительных санкций в отношении суверенного российского долга уже заложена в доходность.
- В случае введения (значительно менее вероятного) запрета на владения ОФЗ для американских резидентов последствия будут более значительными и в отношении доли нерезидентов, и в отношении доходностей, однако их влияние на устойчивость государственного долга для России также будет ограничена.

В наиболее пессимистичном сценарии запрета на владение ОФЗ американскими гражданами отток всего американского капитала из ОФЗ приведет к снижению доли нерезидентов до 15-16%, что будет эквивалентно оттоку в объеме около 1 трлн рублей из ОФЗ.

6. Российский долг устойчив

Федеральный бюджет России в доходной части в первом квартале 2021 года исполняется с опережением как за счет уверенного роста сбора нефтегазовых доходов, так и на фоне комфортных для российского бюджета цен на нефть. Минфин РФ объявил о сокращении программы заимствований на 2021 год.

Российская экономика обладает существенным запасом резервов, в частности, находящихся в ФНБ, а также механизмами, позволяющими с помощью этих резервов обеспечить внутренний рынок необходимой для финансирования внутреннего долга ликвидностью. Центральный банк в рамках длинного РЕПО кредитует коммерческие банки, которые в свою очередь инвестируют в государственные бумаги, привлекательность которых для банков растет на фоне снижения кредитного качества других заемщиков, о принуждении банков к инвестированию в ОФЗ речи не идет. Во втором полугодии 2020 года именно крупные банки во многом выступили кредиторами для российского правительства: согласно «Обзору рисков финансовых рынков» Банка России, в сентябре доля участия системно-значимых кредитных организаций в ОФЗ выросла до 82,9%.

Кроме того, завершение цикла смягчения монетарной политики и постепенный переход к нейтральным процентным ставкам (5-6%) создает дополнительные стимулы для новых инвесторов, особенно на фоне низкого уровня процентных ставок в развитом мире.

Доля нерезидентов находится на минимальном уровне с 2013 года – большая часть инвесторов, для которых неприемлем текущий уровень риска, уже ушли с рынка.

Отток 1 трлн иностранного капитала из ОФЗ может быть за несколько месяцев компенсирован на внутреннем рынке: так в марте 2021 года Минфин разместил ОФЗ на более чем 500 млрд рублей.

Долги госкомпаний и муниципальные долги также на данный момент не представляют угрозы для устойчивости российского долга.

На сегодняшний день мы не наблюдаем признаков дестабилизации российского госдолга, хотя высоковероятно будем наблюдать дальнейший небольшой отток иностранного капитала, некоторое повышение доходностей.

Рейтинги, которым доверяют

Крупнейшее российское рейтинговое агентство

Кредитное рейтинговое агентство «Эксперт РА» основано в 1997 году и на сегодняшний день является старейшим и крупнейшим в России.

Включено в реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России

Рейтинги агентства используют Банк России, Министерство финансов, Министерство экономического развития, Московская биржа, а также сотни компаний и органов власти при проведении конкурсов и тендеров.

Лидер российского рынка рейтинговых услуг

Агентством поддерживается более 600 кредитных рейтингов. Мы прочно занимаем лидирующие позиции по рейтингам кредитных организаций, страховых компаний, компаний финансового и нефинансового секторов.

Наши контакты

АО «Эксперт РА»
г. Москва, ул. Николаямская, д. 13, стр. 2
+7 (495) 225 34 44

www.raexpert.ru



Следите
за нашими новостями
в Telegram
[@expert_ra](https://t.me/expert_ra)

По вопросам получения рейтинга

Роман Ерофеев,
коммерческий
директор –
член правления
erofeev@raexpert.ru

По вопросам рейтинговой деятельности

Марина Чекурова,
первый заместитель
генерального
директора
chekurova@raexpert.ru

По вопросам международного сотрудничества и новых продуктов

Сергей Назаров,
заместитель
генерального директора –
член правления
nazarov@raexpert.ru

По вопросам информационного сотрудничества

Сергей Михеев,
руководитель
отдела по связям
с общественностью
mikheev@raexpert.ru

© 2021 АО «Эксперт РА». Все материалы и публикации Агентства, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом.

Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Никакие из материалов, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, не должны копироваться, воспроизводиться, переиздаваться, использоваться, размещаться, передаваться или распространяться любым способом и в любой форме без предварительного письменного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник. Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Агентство не несет ответственности за перепечатку материалов Агентства третьими лицами, в том числе за искажения, несоответствия и интерпретации таких материалов.

Рейтинговые оценки, обзоры, исследования и иные публикации, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендаций покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, исследованиях, обзорах и иных публикациях, выпущенных Агентством, или отсутствием всего перечисленного.

Агентство не несет ответственности и не имеет прямых или косвенных обязательств в связи с любыми возможными или возникшими потерями или убытками любого характера, связанными с содержанием сайта и с использованием материалов и информации, размещенных в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, в том числе прямо или косвенно связанных с рейтинговой оценкой, независимо от того, что именно привело к потерям или убыткам.

Никакие материалы, отчеты, исследования, информация или разъяснения, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, не могут в каком бы то ни было отношении служить заменой иных проверок и процедур, которые должны быть выполнены при принятии решений, равно как и заменять суждения, которые должны быть выработаны относительно вопросов, представляющих интерес для пользователей. Никто не должен действовать на основании таких материалов, отчетов, исследований, информации или разъяснений, которые могут предоставляться Агентством в связи с ознакомлением с указанными материалами, отчетами, исследованиями, информацией, разъяснениями в каких бы то ни было целях.

На сайте Агентства могут быть предоставлены ссылки на сайты третьих лиц. Они предоставляются исключительно для удобства посетителей сайта. В случае перехода по этим ссылкам, Вы покидаете сайт Агентства. АО «Эксперт РА» не просматривает сайты третьих лиц, не несет ответственности за эти сайты и любую информацию, представленную на этих сайтах, не контролирует и не отвечает за материалы и информацию, содержащиеся на сайтах третьих лиц, в том числе не отвечает за их достоверность.

Единственным источником, отражающим реальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» www.raexpert.ru.

АО «Эксперт РА» оставляет за собой право вносить изменения в информационные материалы сайта в любой момент и без уведомления третьих лиц. При этом Агентство не несет никаких обязательств по обновлению сайта и материалов, представленных на сайте.