

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.

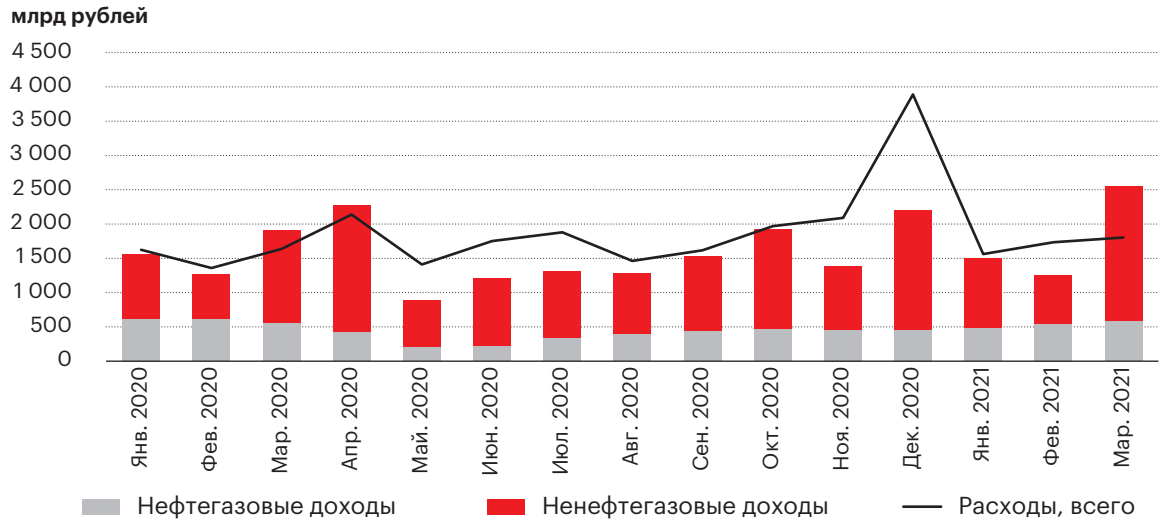
4. Необходимость в заимствованиях для бюджета невысока

На протяжении 2020 года федеральный бюджет сводился с дефицитом: нефтегазовые доходы значительно пострадали в первом полугодии в силу обвала нефтяных цен, нефтегазовые 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 нефтегазовые – начали постепенное восстановление за счет стабилизации цен на нефть, а также снятия существенной части ограничений экономической деятельности.

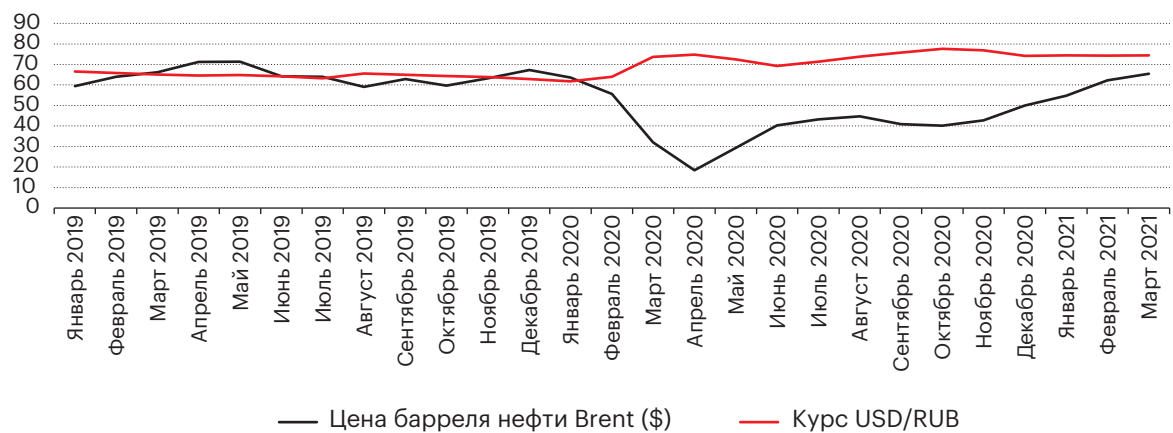
В результате бюджет за 2020 год был сведен с дефицитом меньше запланированного – дефицит составил 4,1 трлн рублей, или около 3,8% ВВП, тогда как осенние оценки предполагали дефицит в 4,73 трлн рублей, выше на 0,6 п.п. в отношении к ВВП.

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 отсутствии 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

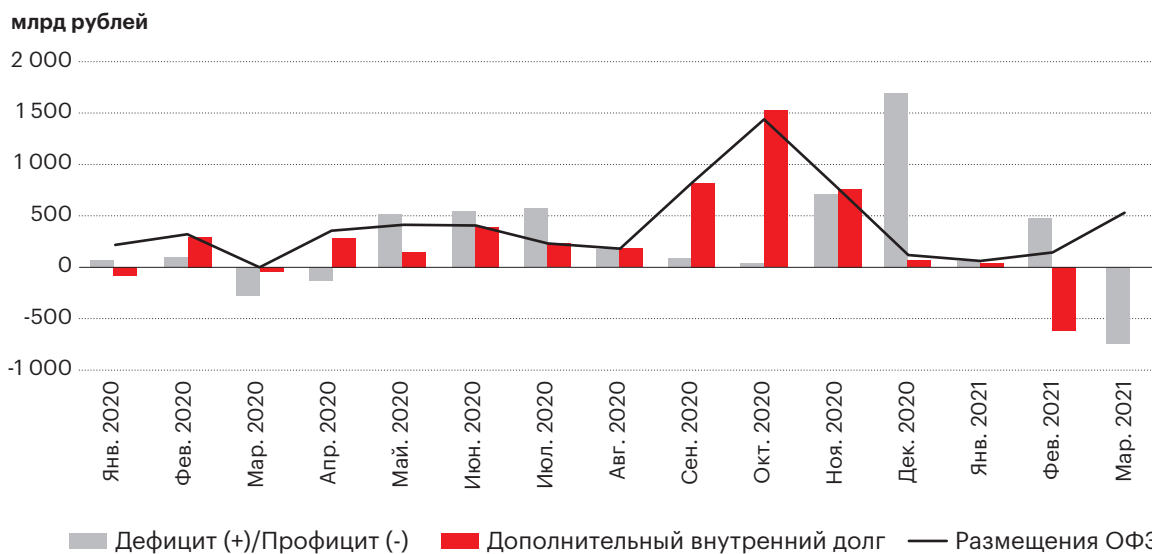
Дополнительный фактор в стабилизации доходной части бюджета – восстановление цен на нефть. К марту 2021 года цены восстановились до предкризисных уровней на фоне ускоряющейся вакцинации по всему миру, «зеленого» курса Байдена, продолжения действия сделки ОПЕК+, санкций в отношении Ирака.

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.

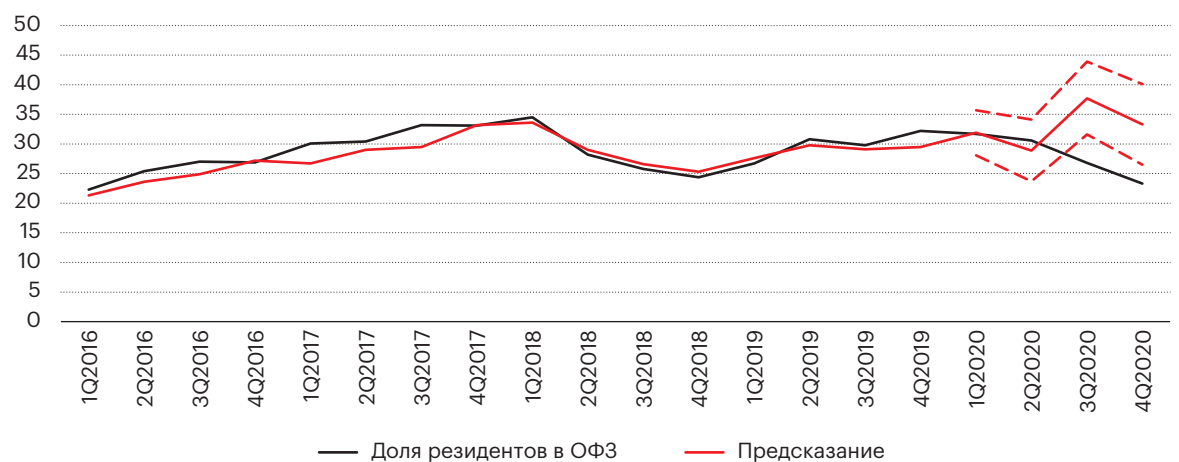
С момента объявления о первом пакете санкций администрации Байдена 2 марта 2021 года доходности как коротких, так и длинных российских ОФЗ прибавили около 40-70 б.п. (на это влияли и другие факторы, описанные выше), хотя санкции, объявленные 2 марта, в сущности повторяли предыдущий раунд санкций Трампа. 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.



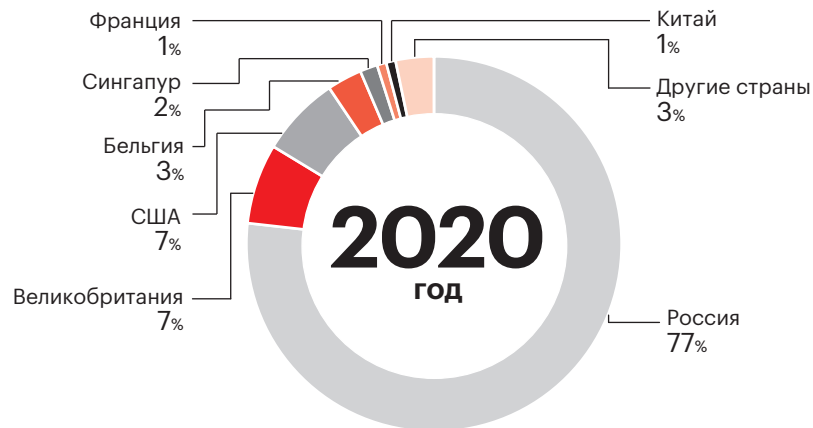
Источник: рассчитано авторами

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.

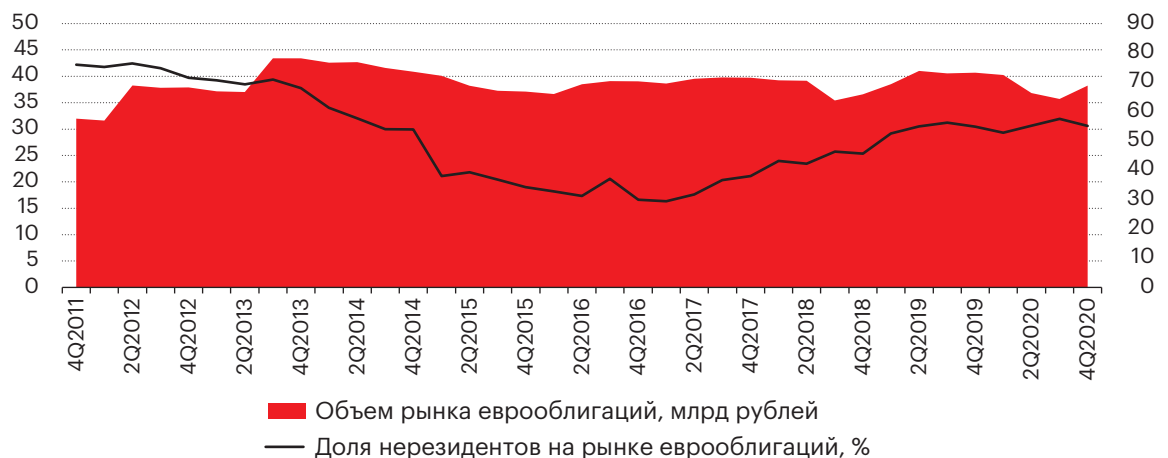


Источник: ЦБ РФ.

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.