

5 октября 2020

Рыночной емкости внутренних инвесторов может быть недостаточно для выполнения амбициозной программы государственных заимствований

Для финансирования расходов федерального бюджета могут быть использованы квазирыночные инструменты или накопленные ранее остатки средств федерального бюджета

Потребности бюджета
в 2020 году2

Структура держателей
госдолга5

Возможности
нерезидентов6

Возможности банков8

Возможности финансовых
компаний 12

Возможности
населения 13

Внешние рынки 15

Потребности российского правительства в финансировании федерального бюджета в 2020 году будут заметно выше, чем в предыдущие годы. Это обусловлено непредвиденными шоками, с которыми столкнулась экономика страны в условиях падения цен на нефть и пандемии COVID-19, что привело к сокращению бюджетных доходов и необходимости поддерживать экономику за счет отсрочек платежей в бюджет и увеличения расходов.

В отличие от многих развивающихся экономик Россия подошла к текущему кризису с сильной макроэкономической позицией, в том числе с низким уровнем государственного долга и со значительным объемом ликвидных активов, которые практически покрывают долг федерального правительства. Накопленная ликвидность позволяет либо полностью отказаться от заимствований, либо осуществлять их в небольшом объеме. Тем не менее правительство приняло решение о существенном увеличении программы заимствований, в связи с чем возникает вопрос относительно емкости внутреннего рынка.

По мнению АКРА, емкость данного рынка ограничена, учитывая небольшой объем длинной рублевой ликвидности в экономике и специфику бизнес-предпочтений инвесторов-резидентов (в том числе банков, пенсионных и инвестиционных фондов, страховых компаний и населения). Ставка на инвесторов-нерезидентов повысит чувствительность внутреннего рынка к изменениям мировой рыночной конъюнктуры. У правительства также есть возможность увеличить внешние заимствования, но с оглядкой на санкционные риски.

Наращивание государственных заимствований может создать эффект «вытеснения» с рынка корпоративных заемщиков, а текущий профиль погашения госдолга, приведет к увеличению валовых заимствований, принимая во внимание рост погашения госбумаг в ближайшие годы.

Илона Дмитриева,
Управляющий директор,
руководитель группы
суверенных рейтингов
и макроэкономического анализа
+7 (495) 139-0480, доб. 124
ilona.dmitrieva@acra-ratings.ru

Михаил Николаев
Заместитель директора,
группа суверенных рейтингов
и макроэкономического анализа
+7 (495) 139-0302, доб.179
mikhail.nikolaev@acra-ratings.ru

Валерий Пивень,
Директор, группа рейтингов
финансовых институтов
+7 (495) 139-0493
valeriy.piven@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Алексей Чурилов
Менеджер по внешним
коммуникациям
+7 (495) 139-0480, доб.169
media@acra-ratings.ru

Потребности бюджета в 2020 году

Потребности российского правительства в финансировании бюджета в 2020-м достигнут исторического максимума, учитывая непредвиденные макроэкономические шоки: падение цен на нефть и сокращение спроса в экономике из-за карантинных мер, введенных для борьбы с пандемией COVID-19.

Минфин России ожидает, что в 2020 году дефицит федерального бюджета окажется на уровне 4,4% ВВП по сравнению с профицитом в 1,8% ВВП годом ранее. Это обусловлено как сокращением налоговых поступлений на фоне снижения ВВП и падением цен на нефть (недополученные доходы составят 2,4% ВВП), так и фискальными мерами стимулирования экономики, принятыми правительством для смягчения негативных последствий пандемии (расходы превысят плановые показатели на начало года на 2,9% ВВП). Несмотря на существенное увеличение дефицита бюджета, не все бюджетные потребности будут покрываться за счет заемных средств.

К моменту начала кризиса Россия имела значительный объем ликвидных активов, которые могут быть использованы для сокращения потребностей в долговом финансировании в 2020 году. Текущая редакция бюджетного правила, действующая с 2017 года, предусматривает автоматическую компенсацию части недополученных нефтегазовых доходов за счет средств Фонда национального благосостояния (ФНБ). Кроме того, поддержка расходам может быть оказана и за счет остатков средств федерального бюджета.

По состоянию на начало года ликвидных активов бюджета (сумма свободных остатков, ликвидной части ФНБ и некоторых других активов) в размере 12,7 трлн руб. (11,7% ВВП) было достаточно для покрытия выпадающих доходов в 2020 году. Объем ФНБ на ту же дату был равен 7,7 трлн руб. (7,1% ВВП), в том числе ликвидная часть — 6,1 трлн руб. (5,6% ВВП). В первом полугодии 2020-го в результате сделки по покупке акций ПАО Сбербанк часть ликвидных средств ФНБ фактически была использована для финансирования увеличившихся расходов.

При снятии ограничения на расходы федерального бюджета в рамках бюджетного правила (действие которого, по словам официальных лиц, будет приостановлено в этом и следующем годах) и сохранении цены отсечения нефти Urals правительство будет стремиться компенсировать выпадение доходов в основном за счет заемных средств, а не средств ФНБ, поскольку бюджетное правило в части цены отсечения на нефть не изменилось.

По мнению АКРА, правительство будет пытаться осуществлять заимствования до тех пор, пока будет спрос на его ценные бумаги по приемлемым для Минфина России ценам. В случае значительного давления на цены правительство, скорее всего, задействует свободные остатки вместо заемных средств.

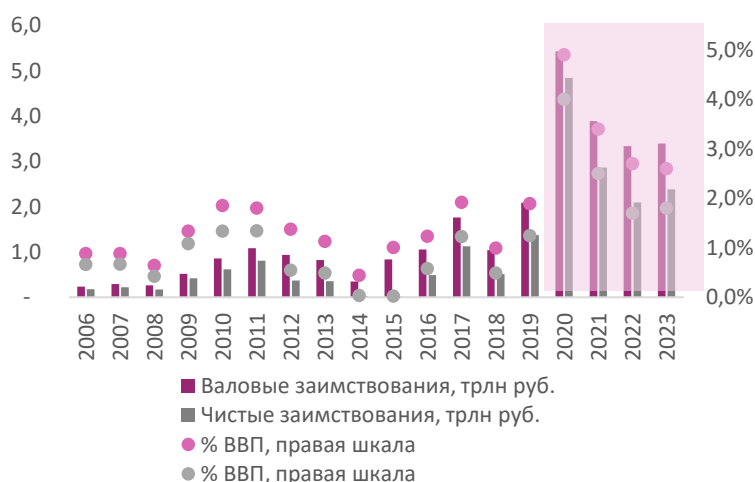
Таблица 1. Ожидаемый объем облигационных заимствований федерального правительства при условии полного исполнения бюджета, % ВВП

	2020	2021	2022	2023
Валовые заимствования	4,9%	3,4%	2,7%	2,6%
Чистые заимствования	4,0%	2,5%	1,7%	1,8%

Источник: Минфин России, расчеты АКРА

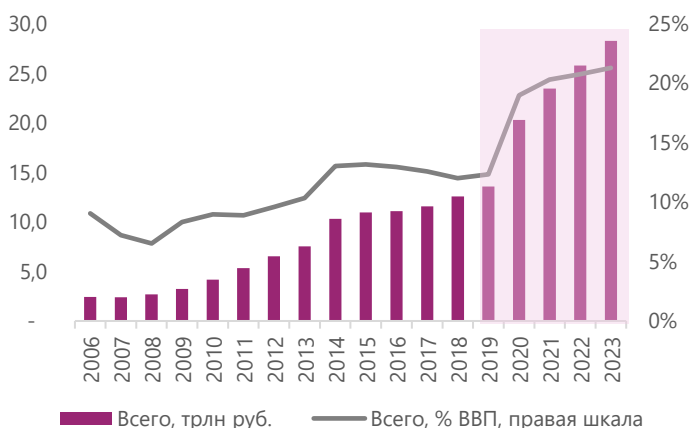
По сравнению с ожидаемыми объемами заимствований (см. табл. 1) валовые и чистые заимствования федерального бюджета за последние пять лет составляли в среднем 1,4 и 0,7% ВВП в год соответственно, что свидетельствует о существенном увеличении предложения государственных ценных бумаг (см. рис. 1). За первые девять месяцев 2020 года Минфин России привлек на аукционах ОФЗ 2,8 трлн руб., немногим более половины (52%) от нового плана на этот год — 5,4 трлн руб. Таким образом, собственной емкости рыночных внутренних инвесторов может быть недостаточно для полного выполнения внутренней программы госзаимствований.

Рисунок 1. Объем валовых и чистых заимствований в национальной валюте



Источник: Минфин России

Рисунок 2. Динамика долга федерального правительства



Источник: Минфин России

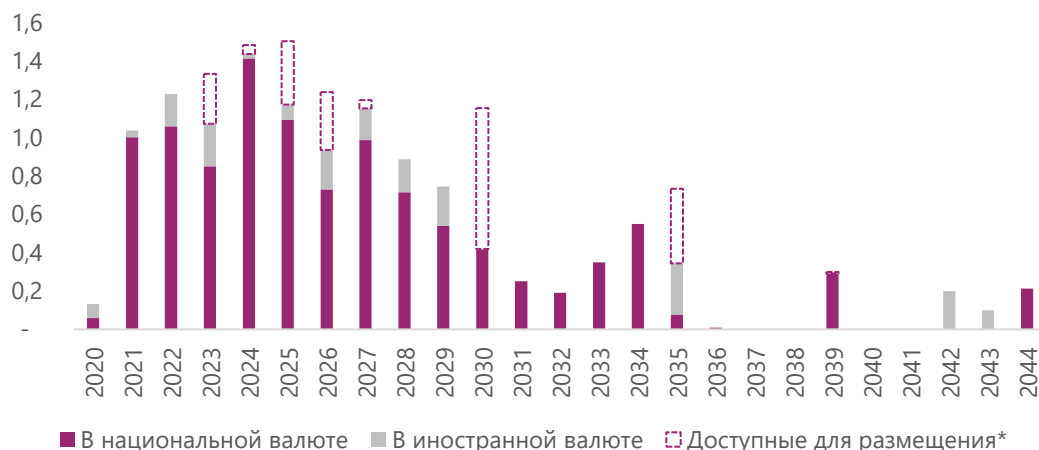
Несмотря на возросшие в 2020 году потребности федерального бюджета в долгом финансировании, долг федерального правительства на конец текущего года останется на низком уровне — 19,1% ВВП (15,8% без учета гарантий). К концу 2023 года долг в абсолютном выражении вырастет более чем вдвое и достигнет 28,4 трлн руб., или 21,4% ВВП (см. рис. 2). В дальнейшем правительство продолжит, по мнению Агентства, выпускать номинированные в национальной валюте облигации, в то время как выпуск долговых обязательств в иностранной валюте, скорее всего, не будет существенным источником финансирования дефицита федерального бюджета.

По оценкам АКРА, у правительства есть несколько вариантов наращивания заимствований в предстоящие годы. Оно может диверсифицировать свою инвестиционную базу за счет привлечения новых иностранных инвесторов и/или популяризации государственных облигаций среди населения, либо использовать квазирыночные инструменты, в том числе долгосрочные операции РЕПО, анонсированные Банком России в этом году.

АКРА отмечает наличие двух факторов риска, способных повлиять на реализацию программ заимствования в ближайшие годы. Во-первых, из-за значительного объема привлечения средств может уменьшиться срочность размещаемого долга и возрасти спрос на среднесрочные облигации вместо долгосрочных. При этом средний срок погашения новых выпусков, вероятно, снизится: если в 2019 году данный показатель составил 8,5 лет, то в текущем году — 7,4 года. Это, в свою очередь, приведет к утяжелению профиля погашения долга в течение следующих трех-семи лет при неизбежном росте потребности в валовых заимствованиях.

Описанная тенденция потенциально негативно повлияет на доходность. В этом случае выплаты по госдолгу будут увеличиваться. Исходя из графика погашения госдолга, уже в следующем году объем погашения практически удвоится и составит около 1,0 трлн руб., а в 2022 году — порядка 1,2 трлн руб. (см. рис. 3).

Рисунок 3. Профиль погашения госдолга, август 2020 года



* Облигации, которые в настоящее время размещает Минфин России.

Источник: Банк России

Во-вторых, есть риск усиления конкуренции между государственным и частным сектором за ресурсы внутренних инвесторов — так называемый эффект вытеснения. Наблюдавшийся с 2017 года рост чистых государственных заимствований уже привел к увеличению доли гособлигаций в совокупном объеме рынка рублевых облигаций (без учета краткосрочных бумаг Банка России, выпущенных в рамках реализации денежно-кредитной политики), хотя ранее эта доля постепенно снижалась (см. рис. 4). Учитывая амбициозные планы правительства по увеличению заимствований, АКРА считает, что доля государства на рынке рублевых облигаций, вероятно, продолжит расти. В результате эффект «вытеснения» будет усиливаться, что оставит частному сектору меньше возможностей для заимствований внутри страны.

Рисунок 4. Доля государственных (без учета Банка России) и корпоративных облигаций на рынке рублевого долга, июль 2020 года



Источник: Банк России

Структура держателей госдолга

Текущая структура держателей федерального долга в национальной валюте сбалансирована. В последние годы правительство в своей долговой политике делало упор на размещение облигаций в национальной валюте, а также на развитие внутреннего рынка. По состоянию на конец августа 2020 года на долг федерального правительства в национальной валюте приходилась львиная доля (79,7%) федерального долга, выраженного в государственных ценных бумагах. В структуре рублевого госдолга в ценных бумагах преобладает рыночный инструмент — облигации федерального займа (ОФЗ; 96,7% в августе 2020 года). АКРА отмечает, что правительству удалось создать ликвидную кривую доходностей госбумаг в качестве ориентира для внутренних заемщиков, а также выстроить необходимую рыночную инфраструктуру.

Это способствовало формированию сбалансированной структуры держателей ОФЗ. К концу 2019 года наибольшую долю вложений в данные бумаги имели банки, на втором месте были нерезиденты, а на третьем — финансовые компании (долгосрочные инвесторы), в том числе пенсионные и инвестиционные фонды, страховые компании (см. рис. 5)¹. Наименьшая доля (2,2%) принадлежала населению. Таким образом, основными держателями государственного долга стали традиционные внутренние инвесторы — банки и финансовые компании, которые в совокупности аккумулировали около двух третей государственных ценных бумаг.

Подробнее в исследовании АКРА [«Краткое описание российского рынка облигаций»](#) от 28 февраля 2019 года.

Рисунок 5. Структура держателей ОФЗ на июнь 2020 года, трлн руб.*



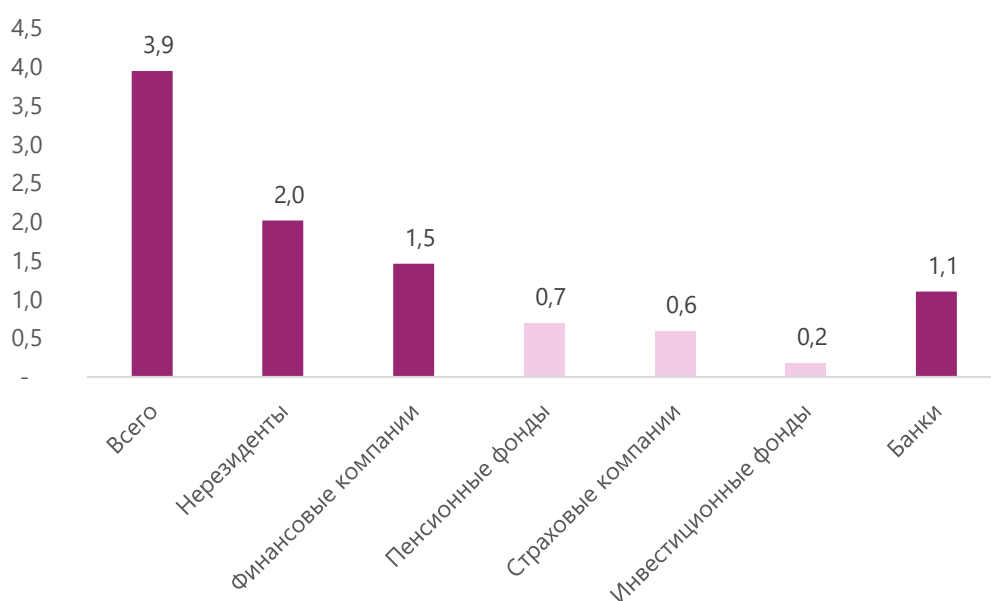
* По финансовым компаниям доступны данные с 2015 по 2019 год, по домохозяйствам — с 2018 по 2019 год.

Источник: Минфин России, Банк России, НАУФОР

¹ АКРА использовало разные источники, поскольку официально публикуемая структура держателей долга отсутствует. В результате за определенные годы сумма частей меньше итогового значения.

АКРА отмечает значительный рост доли нерезидентов в структуре держателей ОФЗ: с 20,2% на конец четвертого квартала 2014 года до 30,8% в четвертом квартале 2019 года (последние данные по всем держателям, имеющиеся в открытом доступе). Именно нерезиденты внесли основной вклад в увеличение госдолга за указанный период (см. *рис. 6*). С начала 2020-го доля нерезидентов несколько снизилась и на август 2020 года составила 29,4% внутреннего долга, выраженного в ценных бумагах. Еще одна быстрорастущая группа инвесторов — финансовые компании. Рост вложений российских банков в ОФЗ был обусловлен в основном программой докапитализации в размере 1,0 трлн руб. в 2014–2016 годах; по итогам августа 2020 года их доля в совокупном объеме ОФЗ в обращении составила 41,5%.

Рисунок 6. Вклад различных типов инвесторов в рост госдолга в ОФЗ с IV кв. 2014 года по IV кв. 2019-го, трлн руб.



Источник: Минфин России, Банк России

Возможности нерезидентов

Могут ли нерезиденты увеличить свою долю в госдолге России?

В отличие от банков и финансовых компаний возможности нерезидентов инвестировать в российский государственный долг практически не ограничены. В данном случае все зависит от их готовности к таким инвестициям, которая в свою очередь определяется восприятием этой категорией инвесторов кредитных и валютных рисков госбумаг России в сравнении с облигациями других развивающихся рынков.

К началу текущего кризиса Россия имела один из наиболее низких уровней госдолга (12,3% ВВП, или 10,8% ВВП за вычетом гарантий на конец 2019 года), а также существенный объем ликвидных активов (ФНБ и прочие денежные средства), что выгодно отличает ее от многих развивающихся стран. На конец 2023 года российский долг может увеличиться до 21,3% ВВП, но по-прежнему останется на умеренном по международным меркам уровне.

Несмотря на практически неограниченные кредитные ресурсы нерезидентов, правительства развивающихся стран с осторожностью относятся к аккумулярованию инвесторами-нерезидентами значительной доли госдолга из-за риска резкой смены их отношения к инвестициям в суверенные облигации этих стран. Инвестиционная активность нерезидентов заметно снижается в периоды роста как глобальных, так и локальных рисков. Свидетельством тому служат прошлые подобные эпизоды: паника на финансовых рынках в 2013 году, вызванная сообщениями о сворачивании ФРС США программы по количественному смягчению, резкое ослабление российской валюты в 2014-м, а также опасения усиления санкций в 2018 году. Последним на сегодняшний день примером такого рода событий стала масштабная продажа гособлигаций развивающихся рынков в марте текущего года, вызванная пандемией коронавируса COVID-19 (см. рис. 7).

На российском рынке нерезидентами приобретаются государственные облигации с различными параметрами, но предпочтение отдается наиболее ликвидным бумагам с длительным сроком до погашения. На конец июля 2020 года в собственности нерезидентов находилось 29,7% от общего объема ОФЗ² в обращении. Доля нерезидентов в структуре держателей ОФЗ становится еще выше, если рассматривать отдельные долговые инструменты: если за 100% принять основной инструмент — ликвидные облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД)³, то доля нерезидентов увеличится до 39,1%. Показатель вырастет еще более существенно (до 48,9%), если учитывать только ликвидные бумаги ОФЗ-ПД со сроком погашения свыше десяти лет. Вот несколько выпусков ОФЗ-ПД, значительная доля которых принадлежит нерезидентам: выпуск 26212RMFS с погашением в январе 2028-го (купон 7,05%) — 69,4%, выпуск 26207RMFS с погашением в феврале 2027-го (купон 8,15%) — 62,6%. Высокая концентрация нерезидентов в таких выпусках говорит о том, что их стоимость во многом зависит от ожиданий этой категории инвесторов.

Рисунок 7. Доля нерезидентов в госдолге и доходность гособлигаций, июль 2020 года



Источник: Банк России, Reuters

Рисунок 8. ОФЗ-ПД с разными сроками погашения, принадлежащие нерезидентам, июль 2020 года



Источник: Минфин России, НРД

² С учетом облигаций федерального займа для физических лиц (ОФЗ-н).

³ За исключением выпуска 26231RFMS на 212,6 млрд руб., переданного в полном объеме ВЭБ.РФ.

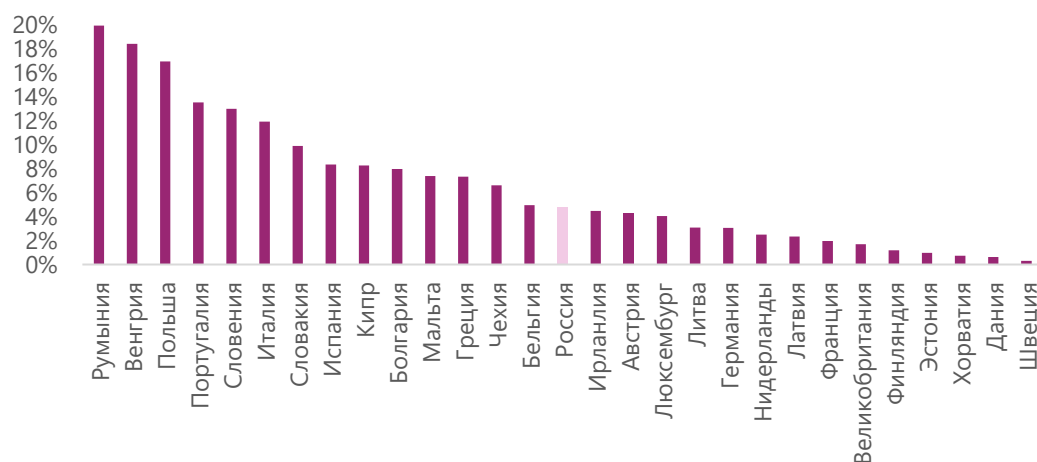
По оценкам АКРА, учитывая сильные макроэкономические показатели России и более низкую волатильность национальной валюты (относительно прошлых кризисных периодов), нерезиденты продолжают покупать ОФЗ. Следует отметить, что находящийся у нерезидентов объем долга консолидированного правительства⁴ — 30,1% на конец первого квартала 2020 года — по-прежнему ниже уровня, рекомендованного МВФ в качестве верхней границы для развивающихся стран (45,0%). Однако увеличение доли нерезидентов в структуре держателей госдолга и их концентрации в определенном сегменте облигаций повышает риски внезапной массовой продажи ими бумаг и, как следствие, «заморозки» рынка. Это может привести к росту стоимости заимствований и пересмотру сроков их осуществления как правительством, так и корпоративными заемщиками.

Возможности банков

Каковы возможности российских банков по увеличению инвестиций в госдолг? АКРА полагает, что дополнительные возможности банковского сектора абсорбировать растущее предложение гособлигаций ограничены, несмотря на менее существенную долю государственного долга в активах банков в России по сравнению с другими странами (см. рис. 9).

Согласно исследованиям⁵, доля банков в госдолге стран с развивающимися рынками вдвое превышает показатель развитых стран: в среднем 10,4 и 5,1% совокупных активов соответственно в 2010–2016 годах. Это обусловлено рядом факторов: на развивающихся рынках в целом меньше инвестиционных возможностей, выше процентные ставки, спрос на кредиты со стороны частного сектора периодически падает, а в банковской системе зачастую преобладают госбанки. В периоды финансовой нестабильности банки проводят ребалансировку своих портфелей в пользу более надежных активов. Следует отметить, что спрос банков на госдолг, как правило, отрицательно коррелирует с ростом кредитов частному сектору.

Рисунок 9. Доля госдолга в активах банков, 2019 год



Источник: ЕЦБ, Банк России

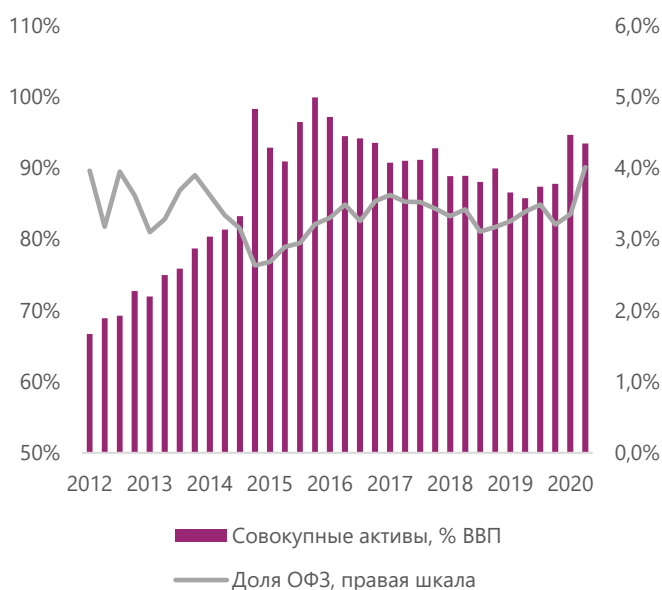
⁴ Федеральный, субфедеральный и муниципальный долг за вычетом гарантий в национальной и иностранной валюте. Допущение: нерезиденты держат только федеральный госдолг.

⁵ Рабочий документ МВФ "Banks' Holdings of Government Securities and Credit to the Private Sector in Emerging Markets and Developed Economics", октябрь 2019 года.

В России отношение совокупных активов банков к ВВП снижается с 2016 года, а недавний рост этого показателя был вызван в большей степени переоценкой номинированных в валюте активов, нежели ростом компоненты в национальной валюте. За это время доля принадлежащих банкам ОФЗ практически не менялась и составляла порядка 3% совокупных активов (см. рис. 10). В августе 2020 года 4,5% активов банковского сектора приходилось на госдолг консолидированного правительства, включая государственные еврооблигации и субфедеральный долг.

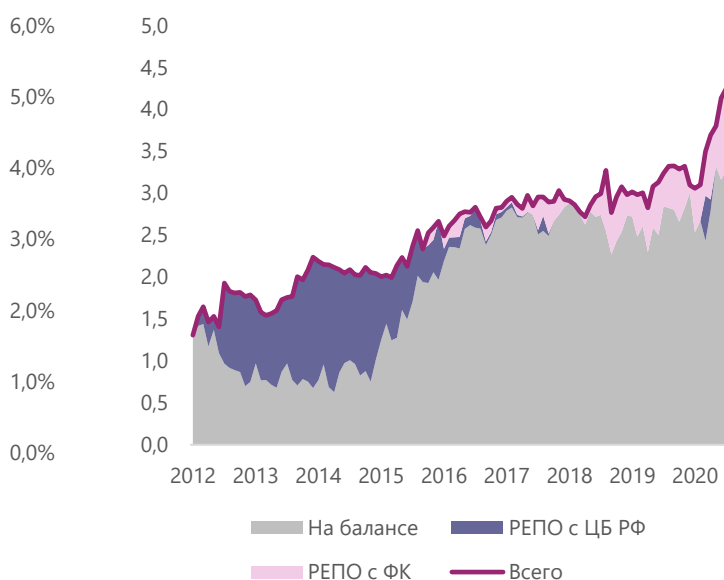
Одной из основных причин аккумуляции банками ОФЗ стала программа докапитализации, нацеленная на оказание поддержки банковской системе после шока 2014 года. В декабре 2014-го правительство выпустило в рамках данной программы ОФЗ на 1,0 трлн руб. и перевело их Агентству по страхованию вкладов (АСВ) — оператору программы докапитализации. В свою очередь АСВ в 2015–2016 годах осуществляло докапитализацию банков на определенных условиях, в том числе требуя от банков поддержания темпов кредитования и ограничения уровня заработных плат своих сотрудников.

Рисунок 10. Совокупные банковские активы и доля в госдолге, июнь 2020 года



Источник: Банк России

Рисунок 11. Принадлежащие банкам ОФЗ, млрд руб., август 2020 года



Источник: Банк России, Федеральное казначейство

В настоящее время в банковской системе наблюдается структурный профицит ликвидности, поэтому потребности привлекать ее от Банка России нет. Однако из-за неравномерного распределения ликвидности отдельные банки испытывают ее недостаток и активно используют операции РЕПО с Федеральным казначейством; в рамках этих сделок банки получают ликвидность в обмен на ОФЗ. Правительство, имеющее на балансе значительный объем свободных средств, предоставляет ликвидность посредством депозитных аукционов, операций РЕПО и операций валютного свопа. В сентябре 2020 года правительством в совокупности было размещено 2,0 трлн руб., или 1,9% ВВП (в сентябре 2019-го показатель достиг максимума и составил 3,4 трлн руб., или 3,1% ВВП).

Последствия масштабной продажи ОФЗ нерезидентами в марте 2020 года во многом были нивелированы благодаря банкам, увеличившим свою долю ОФЗ при одновременном наращивании привлечения денежных средств у правительства под залог ОФЗ. В последние месяцы банки значительно увеличили объемы денежных средств, привлекаемых у Федерального казначейства под ОФЗ (см. *рис. 11*), что может оказывать поддержку регулярным аукционам Минфина России.

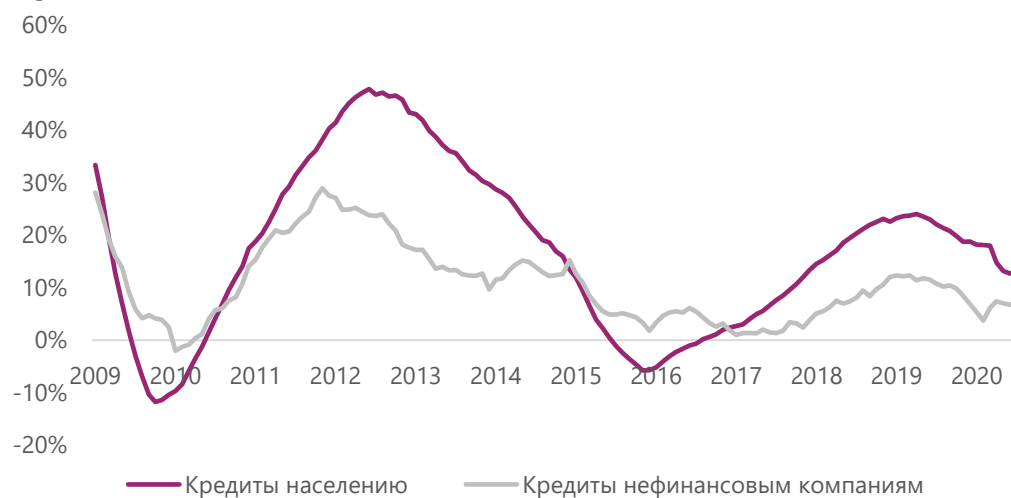
По оценкам АКРА, указанные ниже факторы будут поддерживать спрос банков на гособлигации.

- В периоды кризисов банки отдают предпочтение ликвидным активам. Экономический шок 2020 года, снизивший аппетит банков к риску (несмотря на антикризисные меры по ослаблению регулирования банков, столкнувшихся с ухудшением финансового положения домохозяйств и бизнеса), способствовал накоплению ликвидности. Эти средства могут быть направлены в ОФЗ.
- Суверенный риск в кризис выглядит более предпочтительно, чем кредитоспособность бизнеса и домохозяйств, испытывающих финансовые трудности.
- Ожидания низких процентных ставок в среднесрочной перспективе повышают привлекательность долгосрочных инвестиций (в том числе вложений в гособлигации) и компенсируют для банков рыночные риски, а также риски ликвидности. По мере окончания цикла снижения ключевой ставки привлекательность ОФЗ с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД) будет снижаться, а ОФЗ с плавающим купоном (ОФЗ-ПК) и ОФЗ, защищенных от инфляции (ОФЗ-ИН), напротив, возрастать. В августе текущего года доля ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН в объеме внутреннего госдолга, выраженного в ценных бумагах, составила 21,5%, в том числе на ОФЗ-ПК приходилось 17,2%. Данные уровни еще являются безопасными для бюджета, однако существенное наращивание размещений ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН повысит зависимость расходов на обслуживание долга от динамики процентных ставок, что снизит гибкость бюджетных расходов в периоды роста ставок.

Однако есть факторы, снижающие заинтересованность банков в покупке гособлигаций.

- Волатильность процентных ставок, в большей степени влияет на переоценку облигаций с длинными сроками до погашения. Это может оказывать давление на банковский капитал в среднесрочной перспективе в связи с необходимостью негативной переоценки бумаг.
- Снижение наличных средств в национальной валюте. В августе 2020-го данный показатель снизился до 0,9% совокупных активов (0,8 трлн руб.) по сравнению с 2,0% в 2013 году. Кроме того, 0,8 трлн руб. было инвестировано в облигации Банка России и еще 1,4 трлн руб. — размещено на депозитах в Банке России. Эти средства могут быть частично направлены на покупку ОФЗ, при этом, исходя из большей срочности последних, банки могут потребовать премию.

Рисунок 12. Динамика банковских кредитов в рублях в годовом сопоставлении, август 2020 года



Источник: Банк России

АКРА полагает, что сдерживающие факторы перевесят поддерживающие, в связи с чем банковский сектор вряд ли существенно увеличит свою долю в госдолге.

В то же время для поддержания спроса на ОФЗ Банк России может использовать квазирыночные инструменты. Речь идет, прежде всего, о долгосрочных (сроком на один год) операциях РЕПО, анонсированных Банком России в текущем году. Этот инструмент использовался ЦБ РФ для предоставления банкам денежных средств в национальной валюте во время дефицита ликвидности в 2014-м, в этом году Банк России возобновил его использование для поддержания системы в период повышенной волатильности и из-за неравномерного распределения ликвидности в банковской системе. В то же время Минфин России может использовать указанный инструмент в целях увеличения выпуска госдолга. Банки могут принимать участие в первичных размещениях ОФЗ, затем получать ликвидность от Банка России, используя приобретенные ОФЗ в качестве обеспечения, и направлять ликвидность на дальнейшую покупку госбумаг. Привлекательность подобных операций для банков будет зависеть от положительной разницы между доходностью облигаций и стоимостью ликвидности от ЦБ РФ (ставка РЕПО). В результате использования описанных выше операций Банк России будет фактически финансировать правительство, то есть требования к правительству на балансе Банка России увеличатся.

Вторым нестандартным финансовым инструментом потенциально может стать приобретение Банком России гособлигаций на вторичном рынке, хотя на последней пресс-конференции глава Банка России заявила, что данная возможность не рассматривается. Следует отметить, что на конец 2019 года Банк России владел незначительным объемом ОФЗ (на 34 млн руб.). В развитых странах, где возможности центральных банков по стимулированию экономики путем снижения ключевых ставок ограничены, поскольку ставки уже достигли нулевых или околонулевых значений, такой инструмент используется довольно широко. Однако в ходе текущего кризиса центробанки развивающихся стран (Польша, Турция, ЮАР, Филиппины и др.) также стали прибегать к аналогичным операциям, чтобы оказать поддержку бюджету путем предоставления кредитных ресурсов и снижения их стоимости.

Возможности финансовых компаний

Насколько велика емкость финансовых компаний по покупке государственного долга? В отличие от национальных банков, владеющих небольшим объемом госдолга относительно своего баланса, у финансовых компаний (долгосрочных инвесторов, таких как пенсионные и инвестиционные фонды, страховые компании) государственные облигации являются вторым по величине активом в портфелях. Во втором квартале 2020 года эти активы составили 16,5% от совокупного объема активов долгосрочных инвесторов. С 2015 года эта доля увеличилась на 5,1 п. п., что сопоставимо с ростом доли корпоративных облигаций, которая за тот же период выросла на 5,2 п. п. до 28,3%.

По мнению АКРА, увеличение доли долгосрочных инвесторов в госдолге является вопросом средне- и долгосрочной перспективы. Данной категории инвесторов необходимо значительное расширение своих активов, что может быть обусловлено изменениями в регулировании и/или восстановлением экономики.

Общий объем активов под управлением финансовых компаний во втором квартале 2020 года составил 13,4% ВВП (см. *рис. 13*), что является низким показателем по сравнению с другими странами (см. *рис. 14*). В странах с развитой пенсионной системой активы пенсионных фондов близки к объему ВВП или превышают его. Это связано с наличием развитого корпоративного пенсионного обеспечения, в рамках которого аккумулируются значительные средства в дополнение к государственному пенсионному обеспечению. Накопление негосударственной пенсии также поддерживается налоговыми льготами.

Незавершенная пенсионная реформа в России ограничивает рост активов пенсионных фондов. Российская пенсионная система финансируется за счет обязательных платежей (22 п. п. из 30% социальных взносов) и отчислений в негосударственные фонды. До 2014 года обязательные пенсионные выплаты были разделены на две части: 16 п. п. шло на финансирование текущих пенсионных выплат и 6 п. п. — на накопительные пенсии, которые были одним из основных источников длинных денег на внутреннем рынке. Во время кризиса 2014–2015 годов правительство решило заморозить отчисления на накопительные пенсии и использовать эти средства для выплаты текущих пенсий с целью уменьшения трансфертов из федерального бюджета в Пенсионный фонд России. Заморозка накопительных пенсионных отчислений действует до сих пор, а пенсионная система находится в процессе реформирования. Реформа предполагает использование гарантированного пенсионного плана, который будет формироваться за счет добровольных отчислений граждан и стимулироваться налоговыми льготами. Следовательно, в настоящее время только негосударственное пенсионное обеспечение является источником длинных денег на внутреннем рынке.

Ожидается, что рост активов страховых компаний будет замедляться на фоне снижения темпов увеличения страховых премий. В то же время сегмент страхования жизни продолжит расти, что поддержит спрос на долгосрочные активы. Инвестиционные фонды имеют потенциал роста по мере увеличения степени вовлеченности населения в операции на рынке капитала. В 2019 году объем инвестиций со стороны домохозяйств вырос в годовом сопоставлении на 69,4% (до 3,0% ВВП).

Долгосрочные инвесторы оказали существенную поддержку рынку ОФЗ в 2018 году во время масштабной продажи облигаций нерезидентами, которая была спровоцирована угрозой введения санкций на российский госдолг. По мнению АКРА, способность этого типа инвесторов абсорбировать повышенное предложение ОФЗ ограничена из-за незначительного роста их активов и сократившихся объемов свободных средств. С 2015 года доля их денежных средств и депозитов сократилась на 4,5 п. п. (до 14,4% от общего объема активов по состоянию за второй квартал 2020 года).

Рисунок 13. Финансовые компании, II кв. 2020 года

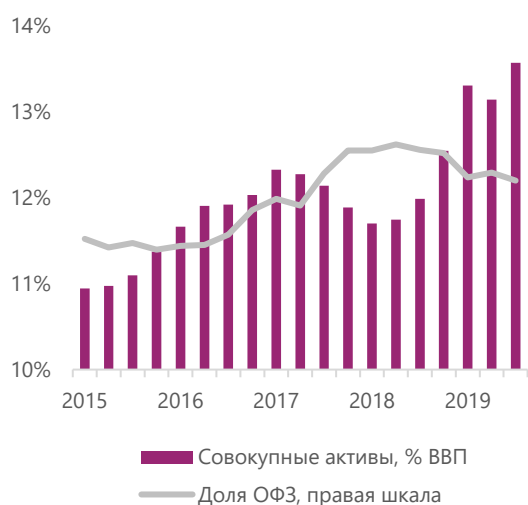
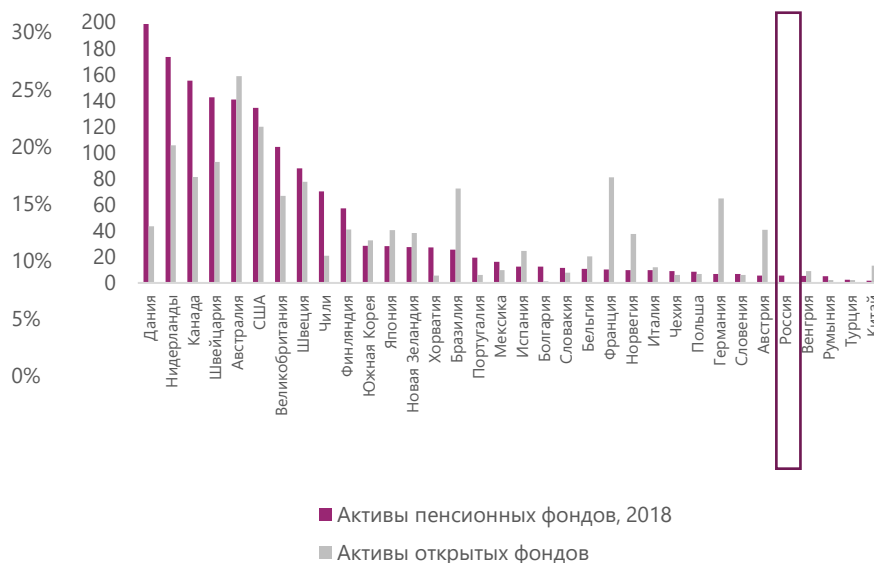


Рисунок 14. Финансовые компании, % от ВВП



Источник: Банк России

Источник: ОЭСР, Investment Company Institute, Банк России

Возможности населения

Является ли население активным инвестором на рынке госдолга?

В настоящее время нет, это вопрос скорее средне- и долгосрочной перспективы. Данный тип инвесторов является новым для российского рынка. В рамках текущего цикла стимулирующей денежно-кредитной политики ставки по депозитам снижаются, в связи с чем население будет искать более привлекательные альтернативные инструменты для инвестирования своих сбережений, в том числе гособлигации.

К концу 2019 года домохозяйства инвестировали в ОФЗ в общей сложности 265,0 млрд руб., что на 47,0 млрд руб. больше, чем годом ранее. Это было обусловлено главным образом возросшей активностью населения на рынках капитала. Тем не менее доля ОФЗ в совокупных финансовых активах населения в 2019 году снизилась с 11,3 до 8,1% в связи с более активным увеличением вложений в другие инструменты. Так, общий объем инвестиций российских граждан в ценные бумаги к концу 2019 года достиг 3,3 трлн руб. (3,0% ВВП) по сравнению с 1,9 трлн руб. в 2018-м.

В России, как и во многих других странах за небольшим исключением, инвестиции домохозяйств составляют незначительную долю в госдолге. Так, в 2019 году доля населения в совокупном объеме размещенных ОФЗ составила около 3,0%. В Италии, например, домохозяйствам принадлежало 5,0% госдолга на конец прошлого года, а в Польше — 4,1%. Страной с высоким показателем является Венгрия, где правительство решило снизить участие нерезидентов в госдолге и прибегло к политике привлечения средств населения на рынок гособлигаций. В результате в 2019 году доля этой категории инвесторов в госдолге Венгрии составила около 30%. Таким образом, хотя сбережения граждан и нельзя считать основным источником финансирования бюджета, определенным потенциалом для этой роли они очевидно обладают.

В настоящее время в России физические лица могут размещать свои сбережения либо через стандартные брокерские счета, либо через счета доверительного управления. Для повышения вовлеченности населения в операции на рынке капитала в 2015 году были введены индивидуальные инвестиционные счета (ИИС), представляющие собой и специальные брокерские счета, и счета доверительного управления, по которым предусмотрены налоговые льготы. Общий объем средств на ИИС в 2019-м достиг 220,0 млрд руб. (0,2% ВВП), из которых 11,4% (25 млрд руб.) были инвестированы в ОФЗ. В 2020 году правительство объявило о мерах по дальнейшему повышению привлекательности ИИС, предложив в том числе увеличить лимит ежегодного пополнения с 1 до 3 млн руб., разрешить досрочное снятие средств и использовать средства на ИИС на определенные цели.

Для расширения базы инвесторов правительство с 2017 года начало предлагать физическим лицам специальные неторгуемые розничные облигации (ОФЗ-н). Резиденты могут приобретать эти облигации через свои брокерские счета (не через ИИС). Совокупный объем непогашенных ОФЗ-н незначителен — в августе 2020 года он составил 43,4 млрд руб. (0,4% рынка ОФЗ). Недавно российское правительство объявило о ряде инициатив для повышения заинтересованности населения в покупке этих облигаций. Ранее граждане, приобретавшие гособлигации, были освобождены от налоговых выплат по купонному доходу, однако недавние изменения в налоговой системе устранили эту льготу. Для поддержания интереса населения к ОФЗ-н правительство решило снизить цену размещения данных бумаг, чтобы компенсировать тем самым налоговые платежи.

На фоне снижения процентных ставок депозиты становятся все менее привлекательными для населения. В августе 2020 года объем средств на депозитах составил 29,1% ВВП, из которых 23,1 п. п. приходилось на рублевые вклады. В этих условиях на рынок капитала может выйти большее количество домохозяйств, привлеченных более высокой доходностью гособлигаций по сравнению с депозитами. По мнению АКРА, домохозяйства обладают потенциалом для поддержки планов правительства, однако, как показывает опыт других стран, правительству, возможно, придется предложить дополнительные премии для обеспечения значимого спроса на госдолг с стороны этой категории инвесторов.

Внешние рынки

Помогут ли заимствования на внешних рынках? Да. Несмотря на санкции со стороны США, остается открытым для заимствований европейский рынок, а также можно привлечь инвесторов с азиатских рынков. Исторически правительство выпускало облигации на внешнем рынке для формирования ориентира (кривой доходности) для корпоративных заемщиков, поддержания своего присутствия на внешнем рынке и взаимодействия с инвесторами-нерезидентами.

В 2019 году правительство разместило еврооблигации на 5,5 млрд долл. США и на 0,75 млрд евро. Традиционно объем заявок инвесторов на приобретение еврооблигаций России превышал объем размещения; это объяснялось высоким аппетитом инвесторов к суверенному риску в иностранной валюте, учитывая сильные макроэкономические показатели России и низкий уровень государственного внешнего долга.

В августе 2019 года Управление по контролю за иностранными активами (OFAC) Министерства финансов США опубликовало директиву о Законе «О химическом и биологическом оружии», запрещающую американским банкам «участвовать в первичном рынке облигаций, не номинированных в рублях, выпущенных российским государством». Несмотря на то что при предыдущих размещениях еврооблигаций Россия не прибегала к услугам американских банков ни в качестве андеррайтеров, ни в качестве депозитариев, клиринг платежей в американских долларах будет осуществляться через американские банки. В связи с этим выпуску еврооблигаций в долларах США сопутствуют санкционные риски.

Российское правительство может производить заимствования в евро благодаря отсутствию со стороны европейских стран антироссийских санкций, схожих с американскими. Недавно правительство подтвердило намерение разместить еврооблигации в евро в текущем году, однако возросшие риски дополнительных санкций могут приостановить или отложить эту инициативу на значительное время. В случае неразмещения еврооблигаций в 2020 году правительство будет вынуждено дополнительно нарастить внутренние заимствования или использовать накопленные остатки денежных средств.

Азиатские рынки также могут рассматриваться в качестве варианта для размещения госбумаг, учитывая, что Минфин России начал подготовку к размещению облигаций в юанях уже несколько лет назад. Правительство намерено получить доступ к новому типу инвесторов, а именно — к внутренним китайским долгосрочным инвесторам (путем размещения на Московской бирже облигаций, номинированных в юанях).

Изначально был объявлен ориентировочный объем размещения на сумму, эквивалентную 1 млрд долл. США, однако в дальнейшем этот показатель может увеличиться из-за большой емкости внутреннего китайского рынка. Ранее препятствием для планировавшегося размещения были введенные китайским правительством меры против оттока капитала из страны, однако с 2019 года эти ограничения были смягчены, что открыло возможности для размещения российских гособлигаций в юанях.

Для получения более подробной информации см. совместное аналитическое исследование АКРА и Golden Credit Rating «Сходства и различия китайского и российского рынков облигаций» от 28 февраля 2019 года.

Емкость китайского внутреннего рынка может помочь России выполнить поставленные перед собой цели по заимствованиям. Помимо этого, такие размещения могут проводиться на регулярной основе, задавая ориентир по заимствованиям в юанях для российских компаний, а также будут способствовать дальнейшему экономическому сотрудничеству между Россией и Китаем.

АКРА считает, что правительство может увеличить программу ежегодных внешних заимствований более чем на 3,0 млрд долл. США (сумма которую правительство традиционно закладывает в программу внешних госзаимствований в последние несколько лет) в течение ближайших трех лет, чтобы ослабить давление на внутренний рынок. Это могло бы помочь России расширить базу инвесторов и диверсифицировать валютные риски при сохранении внешнего госдолга на приемлемом уровне.

(C) 2020

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимая все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.