

05.12.2017 22:22

<https://rg.ru/2017/12/05/gurvich-o-privlekatelnosti-gosdolga-rf-govorit-rost-pokupok-nerezidentami.html>

Чем опасны новые санкции для госдолга

Текст: Евсей ГурвичРоссийская газета - Федеральный выпуск №7442 (276)

Менее чем через два месяца минфин США может запретить покупку вновь выпускаемых российских облигаций федерального займа (ОФЗ).

Такую возможность предусматривает закон, принятый конгрессом в августе. В отличие от предыдущих законов о санкциях против России он не столько устанавливает конкретные ограничительные меры, сколько очерчивает широкое поле, в пределах которого они могут дополнительно вводиться. Одна из важных новаций этого закона - потенциальное распространение санкций на рынок российских ценных бумаг.

Не будем гадать, произойдет ли это, лучше оценим влияние возможных санкций. Весь объем рынка гособлигаций составляет 6,7 трлн рублей, но из закона следует, что ограничения коснутся не всего рынка, а только новых размещений. В ближайшие три года их выпуск будет составлять от 1,4 трлн рублей в 2018 году до 1,8 трлн в 2020 году. Нерезидентам принадлежит примерно треть ОФЗ, и даже если допустить, что все нерезиденты подчинятся новым санкциям и полностью перестанут покупать новые выпуски облигаций, то правительство недосчитается от 480 до 600 млрд рублей заемных средств в год. Это, конечно, немалая сумма, но далеко не критическая - максимум, что может произойти в таком случае, - номинальная доходность облигаций не снизится вслед за инфляцией, а значит, незначительно вырастет в реальном выражении.

В остальном уход иностранных инвесторов с рынка ОФЗ не выглядит серьезной угрозой для бюджета, поскольку у него есть сразу несколько уровней защиты.

Во-первых, сами параметры бюджета имеют достаточный запас прочности - заложенные в него на трехлетие цены на нефть колеблются от 42 до 44 долларов за баррель, но с большой вероятностью фактические цены окажутся выше (по прогнозу МВФ, 50-51 доллар за баррель). Вероятных дополнительных нефтегазовых доходов хватит, чтобы полностью компенсировать бюджету те средства, которых он мог бы лишиться, если бы ушедших с рынка ОФЗ нерезидентов было некому заменить. То есть эти заимствования просто не понадобятся.

Во-вторых, недополученные инвестиции (или по крайней мере основную их часть) можно компенсировать за счет российских инвесторов. В 2018 году предполагается уменьшить объем размещения гособлигаций на полтриллиона рублей, то есть достаточно сохранить объем

выпуска на уровне 2017 года, чтобы не нуждаться в нерезидентах на этом рынке. При этом спрос на ОФЗ стабилен, в 2017 году проблем с их размещением не было.

В-третьих, скорее всего, часть иностранных инвесторов не захочет уходить с привлекательного рынка ОФЗ, поскольку ставки купонного дохода достаточно высоки по сравнению с незначительными макроэкономическими рисками. Многие из них, несомненно, найдут возможность обойти американские санкции. Например, крупные иностранные банки имеют в России "дочек", которые могли бы приобретать российские облигации и потом делиться прибылью с материнскими организациями. Существуют и другие достаточно безопасные схемы.

На привлекательность российского госдолга для нерезидентов указывает тот факт, что в текущем году их доля на этом рынке устойчиво росла. И это - результат ответственной макроэкономической политики.

Наш опыт жизни в условиях санкций показывает, что инвесторы ориентируются не только на запреты и ограничения, но и на совокупность рисков - начиная от угрозы подвергнуться "наказанию" за нарушение санкций и кончая опасностью дестабилизации экономики.

В первые полгода после введения финансовых санкций в середине 2014 года приток инвестиций упал не только по тем направлениям, которые были прямо ограничены, но и по другим, то есть инвесторы "на всякий случай" толковали санкции очень расширительно. В частности, по оценкам Экономической экспертной группы, внешний спрос на рынке российского госдолга упал на 12 млрд долларов - это достаточно ощутимая сумма. В последние год-полтора влияние санкций на приток капитала в Россию существенно снизилось, а на рынке госдолга вообще перестало ощущаться. Это фактически отражает доверие инвесторов к российской макроэкономической политике. Сокращение дефицита бюджета и использование Резервного фонда дали возможность не увеличивать сильно госдолг и полностью приспособиться к сильному снижению доходов из-за падения цен на нефть.

Общий вывод: в условиях санкций правительство и Банк России должны проводить особенно осторожную политику, рассчитанную на то, чтобы можно было обходиться только внутренними ресурсами. С моей точки зрения, это ограничение - скорее, позитив для экономики, поскольку создает серьезные стимулы для правительства не раздувать государственные расходы, повышать их эффективность.

Не следует при этом считать, что экономика вообще может обойтись без внешних инвесторов или что санкции не могут оказать на нее заметного действия. Однако прежде всего нам нужно сделать ее привлекательной для прямых иностранных инвестиций (а не для "горячего" капитала, который способен быстро уйти), с которыми приходят передовые технологии. Не будем забывать также о том, что сохраняется большой потенциал инвестиций за счет внутренних источников. Из страны по-прежнему уходит больше денег, чем приходит, и

так уже 10 лет. Предстоит еще многое сделать для того, чтобы переломить этот тренд и чтобы иностранных инвесторов привлекала не только высокая доходность гособлигаций, но и инвестиции в развитие производства.