DOI: 10.17117/na.2016.12.01.106

Поступила (Received): 27.12.2016

<http://ucom.ru/doc/na.2016.12.01.106.pdf>

Государская А.К., Манджиева З.Е.
Проблема размещения российских ценных
бумаг на международный финансовый рынок

Gosudarskaya A.K., Mandzhieva Z.E.
The problem of issuing Russian Federation Bonds
on the international financial market

Финансирование дефицита бюджета за счет эмиссии государственных облигаций на международный финансовый рынок – это «палка о двух концах»: с одной стороны, это способствует привлечению иностранных инвесторов и их средств, благодаря которым сокращается дефицит бюджета, с другой, внешние заимствования – это приток валюты в страну. Более того, возврат денег иностранным инвесторам приводит к еще большим потерям и увеличению дефицита бюджета

Ключевые слова: дефицит, государственные облигации, евробонды, долг, бюджет

Государская Анна Кирилловна

Финансовый университет при Правительстве РФ
г. Москва, Ленинградский пр., 49

Манджиева Заяна Евгеньевна

Финансовый университет при Правительстве РФ
г. Москва, Ленинградский пр., 49

Financing the budget deficit by issuing government bonds on the international financial markets – is a "double-edged sword": on the one hand, it helps to attract foreign investors and their assets, thanks to which the budget deficit can be reduced, on the other hand, foreign borrowing – is the inflow of currency into the country. Moreover, the repayment to foreign investors leads to even greater losses and an increase in the budget deficit

Key words: deficit, government bonds, Eurobonds, budget, public debt

Gosudarskaya Anna Kirillovna

Financial university under the Government of RF
Moscow, Leningradskiy ave., 49

Mandzhieva Zayana Evgenievna

Financial university under the Government of RF
Moscow, Leningradskiy ave., 49

Девальвация рубля, исторические максимумы курсов доллара и евро, макроэкономические и геополитические вызовы напрямую повлияли на экономику в Российской Федерации, что в свою очередь привело к росту дефицита бюджета.

Как известно, одним из способов финансирования дефицита бюджета является эмиссия государственных облигаций на международный финансовый рынок. Суть данного способа состоит в том, что дефицит бюджета финансируется за счет вырученных средств от продажи государственных облигаций иностранным инвесторам.

Авторы считают, что финансирование дефицита бюджета за счет эмиссии государственных облигаций на международный финансовый рынок – это

«палка о двух концах»: с одной стороны, это способствует привлечению иностранных инвесторов и их средств, благодаря которым сокращается дефицит бюджета. Однако, с другой стороны, внешние заимствования – это приток валюты в страну. Если привлечь значительный объем иностранной валюты, то это скажется на курсе рубля и на дальнейшем его укреплении. Более того, возврат денег иностранным инвесторам, но уже с процентами, приводит к еще большим потерям и увеличению дефицита бюджета.

Рассмотрим эмиссию государственных облигаций с другой стороны: в настоящий момент для инвесторов покупка данного вида ценных бумаг РФ является одной из наиболее выгодных сделок. Ввиду высоких процентов инвесторы проводят операцию *carry trade*, данная операция проводится как на валютном, так и на фондовом рынках. Суть данной операции состоит в том, что инвестор заимствует средства в национальной валюте одной страны, где процентная ставка очень низкая, а затем конвертирует и инвестирует денежные средства в ценные бумаги другой страны, где процентная ставка установлена выше, чем в предыдущей стране. Разница между инвестициями и заимствованием и есть доход инвесторов.

Итак, из всего вышесказанного следует, что у данного способа финансирования дефицита бюджета есть как плюсы, так и минусы. Продажа гособлигаций на международном финансовом рынке – довольно оперативный способ привлечения средств иностранных инвесторов (государственные облигации являются высоколиквидными, так как данные ценные бумаги можно легко продать, их называют «почти деньгами»). Однако не стоит забывать о том, что необходимо выплачивать проценты инвесторам за покупку облигаций, потому что без какой-либо выгоды данные ценные бумаги не будут привлекательны для покупки. Такие выплаты называют «обслуживанием государственного долга», то есть чем больше государство выпускает облигаций, тем больше нужно будет выделять на расходы обслуживания госдолга: однако тем самым страна еще больше увеличивает свои расходы, выплачивая проценты по облигациям.

Чтобы понять, выгодно ли Российской Федерации в условиях экономического спада размещать государственные облигации на международном финансовом рынке капитал, авторы рассмотрят два этапа размещения еврооблигаций.

Согласно Федеральному закону от 4 декабря 2015 года (с изменениями от 22 ноября 2016 года) N 397-ФЗ «О Федеральном Бюджете Российской Федерации на 2016 год» квота внешних займов в иностранной валюте на 2016 год составила 3 миллиарда долларов США [1, с.10]. Как мы видим, изначально в планах российского Минфина было размещение евробондов на сумму 3 миллиарда долларов за один раз. Однако из-за высокой премии (4,75% годовых) было принято решение не размещать весь объем госдолга целиком. Поэтому, в мае этого года Министерство Финансов впервые за три года разместило суверенные 10-летние еврооблигации с погашением 27 мая 2026 года. Всего по итогам размещения были проданы бумаги на сумму \$1,75 миллиардов при спросе \$7 миллиардов. 75% выпуска выкупили иностранцы, из них около трети – инвесторы из Великобритании, остальное – европейские, азиатские и американские инвесторы [2,

с.10]. Стоит заметить, что при размещении основного выпуска евробондов (27.05.2016) Министерство Финансов отсекало российские госбанки, то есть в сделке могли принимать участие только частные банки и управляющие компании из РФ, а также иностранные инвесторы. Организатором размещения был «ВТБ Капитал».

Второй раз в этом году РФ вышла на рынок международного капитала 22 сентября, успешно доразместив десятилетние евробонды на \$1,25 миллиардов. Цена размещения составила 106,75% от номинала. Это подразумевает доходность в 4,75% годовых [3, с.10]. Новые еврооблигации были размещены исключительно среди иностранных покупателей, на долю инвесторов из США пришлось 53%, Европы – 43%, Азии – 4%» [4, с.10]. Большинство экономистов и участников рынка отмечают, что министерство выбрало очень удачный момент для сделки, а предложенный покупателям дисконт к текущей рыночной цене позволил увеличить спрос инвесторов. Министерство Финансов, таким образом, получило не только дополнительные средства в бюджет, но еще и хороший эмиссионный доход, а значит, тактика размещения выпуска евробондов себя частично оправдала.

Необходимо отметить то, что, несмотря на то, что санкции США и ЕС не распространяются на российские государственные заимствования, условия эмиссии содержат три особых положения (Проспект Эмиссии России-2016)[5, с.10], связанных с западными санкциями. Во-первых, изначально обслуживал бумаги Национальный расчетный депозитарий (НРД) – отечественный центральный депозитарий, позже к нему присоединилась система Euroclear. Во-вторых, средства от размещения будут использованы для покрытия долларовых расходов, например, для выплаты процентов и основной суммы по внешнему долгу. Кроме того, условия бумаг предусматривают возможность выплат инвесторам не в долларах, а в других валютах: фунтах стерлингов, евро или швейцарских франках. «На платежи по облигациям могут повлиять геополитические события, и если платеж в долларах станет невозможен, предусмотрены выплаты в альтернативных валютах», – говорится в разделе «Факторы риска». Организаторы рассматривали варианты с размещением бумаг в швейцарских франках, китайских юанях или евро.

Теперь обратимся к статистическим данным. Минфин России рассчитывает размер внешнего долга Российской Федерации в соответствии с положениями Бюджетного Кодекса РФ. Критерием для такого расчета служит валюта, в которой выпущена ценная бумага. Если ценная бумага выпущена в рублях, то независимо от инвестора, она учитывается в составе внешнего долга. Если ценная бумага номинирована в иностранной валюте, то она формирует внешний долг. Внешняя задолженность федеральных органов РФ (табл.1), рассчитанная по этой методике, на 01.10.2016 г. составляла 51475 миллиона долларов США (на 01.07.2016 г. – 50 882 млн долларов США) (в эту величину не вошли еврооблигации, поскольку они номинировались в иностранной валюте).

В отличие от Минфина России, Центральный банк России для подсчета объема внешнего государственного долга использует другую методику, рекомендованную МВФ.

Таблица 1. Структура государственного внешнего долга Российской Федерации по состоянию на 1 октября 2016 года [6, с.10]

Категория долга	млн. долларов США	эквивалент млн. евро**
Государственный внешний долг Российской Федерации	51 475,7	45 866,2
Задолженность по внешним облигационным займам, в том числе:	37 659,7	33 555,8
внешний облигационный заем с погашением в 2026 году	3 000,0	2 673,1
Государственные гарантии Российской Федерации в иностранной валюте	11 855,9	10 563,9

По этой методике внешний или внутренний долг определяется по инвестору. Облигации, приобретенные инвестором-нерезидентом, формируют внешний долг независимо от того в какой валюте они выпущены, а любая облигация независимо от того в какой валюте она номинирована, приобретенная резидентом, относится к внутреннему долгу. Тогда, согласно данной методике внешний долг федеральных органов РФ на 01.07.2016 составлял 34313 млн долларов США, из которых 11999 млн приходилось на ценные бумаги в иностранной валюте, на 01.10.2016 – 36 746 миллионов долларов США, из которых 13572 миллиона долларов приходилось на ценные бумаги в иностранной валюте, (в данную величину вошли только те еврооблигации, которые были приобретены инвесторами-нерезидентами). (таблица 2).

Таблица 2. Внешний долг Российской Федерации по состоянию на 1 октября 2016 год [6, с.10]

	01.01.2016	01.04.2016	01.07.2016	01.10.2016 (оценка)
Всего	518 508	520 533	523 437	516 118
Органы государственного управления	30 551	32 094	35 984	38 437
Новый российский долг	28 747	30 274	34 313	36 746
кредиты международных финансовых организаций	999	980	925	908
МБРР	755	742	708	700
прочие	244	238	216	209
ценные бумаги в иностранной валюте	12 646	11 909	11 999	13 572
ценные бумаги в российских рублях	14 735	17 011	21 022	21 906

Из вышесказанного следует логичный вывод: внешний долг органов государственного управления на фоне новых размещений и активизации нерезидентов на вторичном рынке суверенных заимствований увеличился по сравнению с началом года на четверть, составив 38,4 млрд долларов США, или 7,4% накопленной внешней задолженности страны. Теперь рассмотрим всю сумму госдолга: по предварительной оценке Банка России, объем внешнего долга Российской Федерации по состоянию на 1 октября 2016 года составил 516,1 млрд долларов США, сократившись по сравнению с началом года на 2,4 млрд долларов США, или на 0,5%. Уменьшение накопленной внешней задолженности

произошло главным образом за счет сокращения внешних обязательств и за счет вырученных средств от продажи евробондов. Обратимся к таблице 3.

Таблица 3. Источники внешнего финансирования дефицитов за январь-июль 2016 года [7, с.10]

Наименование показателя	Январь, млрд. руб.	Февраль, млрд.р.уб.	Март, млрд.р.уб.	Апрель, млрд.руб.	Май, млрд.р.уб.	Июнь, млрд.р.уб.	Июль, млрд.р.уб.
Источники внешнего финансирования дефицитов	-3,93	-6,20	-50,38	-50,01	60,05	92,23	96,51
Государственные ценные бумаги, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте	0,00	0,00	-43,77	-43,77	70,34	70,34	70,34
Размещение государственных ценных бумаг Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте					114,11	114,11	114,11
Погашение государственных ценных бумаг Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте	0,00	0,00	-43,77	-43,77	-43,77	-43,77	-43,77
Погашение Российской Федерацией кредитов иностранных государств, полученных в иностранной валюте	-0,56	-1,69	-2,50	-3,60	-7,00	-11,88	-12,72

Как мы можем заметить, начиная с мая источники внешнего финансирования дефицита бюджета резко возросли. Это связано с основным этапом размещения евробондов. Если до 01.05.2016 года внешние источники финансирования отсутствовали, то начиная с мая государственные ценные бумаги, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте, стабильно приносили доход в 70 миллиардов рублей, что позволило увеличить сумму выплат по кредитам с 0,5 миллиардов рублей до 12,7 миллиардов рублей, что в свою очередь привело к небольшому сокращению суммы внешнего долга в период июля по сентябрь (табл.1).

15 декабря 2015 года был подписан закон о федеральном бюджете на 2016 год. Этим законом дефицит бюджета на 2016 год предусматривался на уровне

3% ВВП. 24 ноября 2016 года был подписан закон о внесении изменений в федеральный бюджет – 2016. Согласно этому документу, дефицит увеличится до 3,7% ВВП. Теперь обратимся к рис. 1. Как мы видим, в III квартале дефицита бюджета составил 3,5% от ВВП или 2,2 триллиона рублей [8, с.10]. То есть, за счет выпуска евробондов можно сократить дефицит максимум на 0,2 триллиона рублей (приблизительно на 0,4-0,5%), что в современных экономических реалиях достаточно неплохо.

Рис. 1. Динамика сальдо федерального бюджета по отношению к ВВП (скользящий ряд годовых значений, %)

Подведем итог всему вышесказанному. Приведенные цифры свидетельствуют об относительно высокой экономической эффективности выпуска государственных облигаций с точки зрения привлечения в страну дополнительных иностранных капиталов. С другой стороны, выпуск долговых инструментов в иностранной валюте несет дополнительные риски, которые отсутствуют при размещении рублевых облигаций. В первую очередь сюда следует отнести валютные риски, которые имеют особое значение с учетом неустойчивости курса рубля. Еще одним серьезным риском размещения государственных еврооблигаций является вероятность их массового сброса в случае изменения ситуации на мировом финансовом рынке. Стоит заметить, что на спрос на еврооблигации также в достаточно сильной мере влияет геополитическая ситуация в мире. Так, например, после избрания Дональда Трампа президентом США многие аналитики стали говорить о том, что сейчас довольно выгодно инвестировать в российские облигации федерального займа (ОФЗ). В том числе и Deutsche Bank, он оценил рубль как одну из наиболее привлекательных валют на развивающихся рынках. Объясняется это доходностью операций carry trade с рублем, то есть игрой на разнице процентных ставок в развитых странах и России.

Авторы считают, что, учитывая плюсы и минусы размещения еврооблигаций, следует продолжить практику их дальнейшего выпуска даже с учетом вполне реальной угрозы увеличения бюджетного дефицита по итогам года. Воз-

можно, следует сконцентрироваться не только на эмиссии облигаций в иностранной валюте, но и на эмиссии рублевых долговых инструментов, учитывая, что часть еврооблигаций оседает в портфелях отечественных инвесторов. Выбирая рублевые облигации, следует учитывать, что доля облигаций Федерального займа (ОФЗ), приобретаемая иностранными инвесторами, весьма значительна, хотя и меньше, чем по еврооблигациям. В первую очередь иностранцев привлекает высокая реальная ставка доходности ОФЗ, которая составляла от 3% до 4% годовых. По сравнению с отрицательными ставками по государственным ценным бумагам в таких странах, как Швейцария, Германия, Япония указанный показатель становится особенно значимым для иностранных инвесторов. Как и в отношении еврооблигаций, значительная часть иностранного капитала, вложенного в ОФЗ, носит спекулятивный характер, а значит нельзя сбрасывать со счета риск массовых продаж облигаций в случае изменения ситуации на мировых рынках денег и капиталов, цены на нефть и других факторов.

Список используемых источников:

1. Федеральный закон от 04.12.2015 года (с изм. от 22.11.2016г.) N 397-ФЗ «О Федеральном Бюджете Российской Федерации на 2016 год», с. 2326.
2. Russia talks up foreign interest in Eurobond, investors skeptical.
URL: <http://www.reuters.com/article/russia-eurobond-idUSL5N18M1US>
3. Министерство Финансов РФ. Пресс-центр. URL: http://minfin.ru/ru/press-center/?id_4=34531
4. Божко М., Кошкаров А. Инвесторы из США выкупили более половины евробондов России на \$1,25 млрд. URL: <http://www.rbc.ru/finances/22/09/2016/57e401de9a7947784e9b264f>
5. Проспект эмиссии России. URL: <http://minfin.ru/>
6. ЦБ РФ. Статистика внешнего сектора. Внешний долг РФ.
URL: http://www.cbr.ru/statistics/default.aspx?Prtid=svs&ch=itm_42266#CheckedItem
7. Единый Портал Бюджетной системы РФ.
URL: <http://budget.gov.ru>
8. Актуальные показатели сбалансированности бюджетов.
URL: <http://budget.gov.ru/>
9. ЦБ РФ. URL: http://www.cbr.ru/publ/Stability/fin-stab-2016_2-3r.zip