ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ НАУКИ

ИНСТИТУТ ЕВРОПЫ РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК

125009, МОСКВА, МОХОВАЯ УЛ., 11-3
ТЕЛ.: +7(495)692-10-51/629-45-07
E-MAIL: europe@ieras.ru
WWW.INSTITUTEOFEUROPE.RU

INSTITUTE OF EUROPE RUSSIAN ACADEMY OF SCIENCES

125009, MOSCOW, MOKHOVAYA STR., 11-3
TEL.: +7(495)692-10-51/629-45-07
E-MAIL: europe-ins@mail.ru
WWW.INSTITUTEOFEUROPE.RU

Аналитическая записка №35, 2018 (№131)

Сокращение вложений РФ в гособлигации США: причины и следствия

Кирилл Гусев

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Центра денежно-кредитных и валютно-финансовых проблем ИЕ РАН

Аннотация. *С момента их введения санкции западных государств, прежде всего США, против России практически не влияли на принятое еще в докризисные годы стратегическое решение о вложении значительной части отечественных валютных резервов в государственные облигации США. Однако политика США по наращиваю санкционного давления на РФ, которая вышла в 2018 году на новый практический уровень, наконец, вынудила российские финансовые власти на симметричный ответ.*

Ключевые слова: *Россия, валютные резервы, США, государственные облигации, санкции.*

Санкции как фактор прямого и косвенного давления

Начнем с немного отвлеченных, как может показаться на первый взгляд, статистических данных Банка международных расчетов[1], согласно которым в последнем квартале 2017 года иностранное кредитование России сократилось на 8 млрд долл. Это падение свело на нет весь прирост данной позиции, имевший место с начала 2017 года и остановивший длившееся до этого 15 кварталов подряд сокращение иностранных кредитов российским резидентам, достигшее в итоге 107 млрд долл.

[1] Статистика Банка международных расчетов. URL: https://www.bis.org/statistics/ (Дата обращения: 15 августа 2018 г.)

Столь длительное падение было обусловлено снижением цен на нефть в 2014 году, торможением российской экономики и, наконец, введением санкций против России. В этой связи, неслучайно, что пик падения пришелся на четвертый квартал 2014 года – 17,5 млрд долл. Однако после выхода российской экономики из рецессии в конце 2016 года отечественные компании постепенно начали восстанавливать свои зарубежные обязательства, даже несмотря на нежелание многих иностранных банков на фоне санкций рисковать репутацией в глазах надзорных органов Европы и США.

Сокращение зарубежного кредитования в четвертом квартале 2017 года де факто не было вызвано новыми санкциями, однако, в тот период уже активно обсуждался возможный запрет США на покупку российского государственного долга. Помимо этого, нерезиденты в конце каждого года теперь стремятся сократить вложения в Россию, чтобы не отображать их в отчетности. Сокращается кредитование и в результате погашения старых долгов компаний, которые попали в новые санкционные списки, и больше не могут рефинансироваться на внешних рынках. Примечательно, что зеркально более острожными стали и российские банки, которые в условиях санкций планомерно сокращают свои депозиты в иностранных банках.

В результате, на конец 2017 года долг российских резидентов перед иностранными банками составил 99,4 млрд долл., что было сопоставимо с суммой американских казначейских бумаг, принадлежавших РФ на тот момент (102,2 млрд долл.)

В апреле 2018 года Минфин США все-таки ввел новые санкции против российского бизнеса, при чем самые жесткие с 2014 года, включив в список российских миллиардеров Олега Дерипаску, Виктора Вексельберга, Сулеймана Керимова, руководителей «Газпрома» и ВТБ Алексея Миллера и Андрея Костина, нескольких высокопоставленных чиновников и силовиков, а также алюминиевого гиганта Rusal и многопрофильную группу «Ренова». Тогда же стала муссироваться мысль о том, что события в отношении России в конечном итоге могут развиваются и по иранскому сценарию, чреватому отключением отечественных банков от SWIFT и принятием мер против российского госдолга.

В тот же период, по данным Минфина США[2], Россия начала избавляться от своего портфеля американских гособлигаций. Уже в апреле сокращение составило почти 50% (47,5 млрд долл.), в результате чего объем оставшихся инвестиций РФ в госбумаги США достиг десятилетнего минимума, сравнимого с мартом 2008 года, когда в США с краха инвестиционного банка Bear Stearns начался финансовый кризис. Продажи продолжились и в мае. В итоге за два месяца Россия избавилась от американских облигаций на сумму более чем 80 млрд долл. и выбыла из списка 33 стран, крупнейших кредиторов казначейства США.

По данным Минфина США, на конец мая России принадлежали американские облигации на сумму всего лишь 14,9 млрд долл. Это уровень середины 2007 года. Для сравнения каждому из государств-лидеров списка кредиторов американского казначейства – Китаю и Японии – сейчас принадлежат гособлигации США на сумму

[2] Статистика Министерства финансов США. URL: https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/ (Дата обращения: 15 августа 2018 г.)

более 1 трлн долл. Из стран БРИКС в этом списке также стоит отметить Бразилию – почти 300 млрд долл.

Большинство экспертов сходятся во мнении, что решение о продаже носило политический характер. Но при желании в продаже американских облигаций можно найти и экономическую подоплеку, поскольку рыночная цена этих бумаг снижается на фоне текущего ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США и растущей доходности госдолга в условиях планомерного повышения базовой ставки. В марте ФРС повысила эту ставку на 0,25 п.п., до 1,5-1,75% годовых, на июньском заседании – до 1,75-2%. Как следствие, если в начале 2018 года доходность десятилетних казначейских облигаций США составляла 2,4%, то к середине выросла до 3,1%.

Новая структура вложений на стадии формирования

В июне 2018 года глава Банка России Э. Набиуллина дала свое объяснение решению о продаже гособлигаций США. По ее словам, оно было продиктовано необходимостью диверсификации с учетом финансовых, экономических и геополитических рисков. Правда, при этом не прозвучал ответ на вопрос о том, куда ЦБ вложил резервы, выведенные из США. Причина в том, что Банк России раскрывает данные о своих вложениях с задержкой по времени. «Это политика ЦБ… Мы крупный держатель резервов и не раскрываем своих последних действий. Когда мы опубликуем данные – будет видна новая структура», – заявила Набиуллина[3]. Аналогично, не подтвердила глава Банка России и то, что продажи гособлигаций были спровоцированы санкциями, введенными против РФ в апреле 2018 года.

По данным ЦБ[4], на 31 декабря 2017 года в США было размещено почти 30% резервов Банка России (около 131 млрд долл.), правда, среди этих активов были не только госбумаги, но и депозиты, золотые счета и прочие инструменты. Общие международные резервы ЦБ в апреле-мае 2018 года не сокращались, оставаясь на уровне примерно 450 млрд долл. Это значит, что на практике ЦБ перевел средства из американских облигаций в другие зарубежные активы. В частности, в резервы в наличной валюте и депозитах в других центральных банках, Банке международных расчетов, МВФ, которые, по данным ЦБ, за тот же период выросли почти на 47 млрд долл. (до 140 млрд долл.), а также в иностранных коммерческих банках (43 млрд долл. на 1 апреля и 65 млрд долл. на 1 июня 2018 года).

Также, Банк России, начиная с 2007 года, стабильно увеличивает свои вложения в золото: на 1 июня 2018 года ЦБ владел 62 млн тройских унций рыночной стоимостью 80,5 млрд долл., что составляло почти пятую часть всех международных резервов банка. С начала 2018 года ЦБ ежемесячно покупает примерно по 600 тыс. унций золота. Этот металл традиционно используется для защиты от инфляции, но считается, что долгосрочный рост его цены не всегда способен компенсировать дополнительные свойства американских облигаций, чье преимущество состоит прежде всего в высокой

[3] http://www.interfax.ru/business/621459
[4] Статистика Банка России. URL: https://www.cbr.ru/statistics/ (Дата обращения: 15 августа 2018 г.)

ликвидности. Госдолг США также традиционно считается одним из самых надежных вложений в мире.

Повод для принятия давно назревшего решения

Российские финансовые власти в условиях дефицита доступных «длинных денег» на внутреннем рынке ежегодно получали массу критики за размещение отечественных валютных резервов в американских облигациях. Резервами официально управляет Банк России, но значительная их часть принадлежит Минфину. Именно по указанию последнего ЦБ в 2007 году, накануне глобального мирового финансового кризиса, направил сразу более 100 млрд долл. в облигации проблемных ипотечных агентств США – Fannie Mae и Freddie Mac, а тогдашний министр финансов А. Кудрин защищал эти вложения, которые, по его словам, принесли России не менее 1 млрд долл. дохода.

Отечественные вложения в государственные облигации США не сокращались на фоне ни одного из значимых международных событий последнего десятилетия (будь то финансовый кризис 2008 года или политический кризис 2014 года, вызванный присоединением Крыма к РФ). И только санкции, которые впервые затронули публичные российские компании, перевесили чащу весов в пользу большей «осторожности».

Вряд ли отечественные финансовые власти предполагают, что события в отношении РФ могут развиваться по сценарию Ирана, чьи миллиардные активы были в итоге заблокированы властями США. Но в условиях непредсказуемости поведения американских властей, на самом деле, не стоит исключать ни один сценарий. Тем более, что приметой последних лет уже стал активный поиск нашими зарубежными оппонентами любых поводов для введения новых ограничений против РФ (чего только стоит термин «highly likely», который де факто снимает необходимость каких-либо реальных доказательств вины России в том или ином инциденте).

Так или иначе, в долгосрочной перспективе Банк России, как и центробанки других стран, будет стремиться сочетать максимальную ликвидность и достаточную доходность. Соответственно, высвободившиеся от продажи американских гособлигаций средства могут пойти на покупку иностранных валют и облигаций других стран, приносящих адекватный доход. Хотя наиболее желательным вариантом развития событий было бы, конечно, решение регулятора активно вкладывают деньги в собственную экономику, а не просто в иностранные долговые обязательства. Центробанки многих стран через суверенные фонды покупают акции крупных отечественных компаний и, тем самым, входят в число тех, кто реально материально заинтересован в росте их доходов.

Выводы

Прежняя консервативная стратегия ЦБ, ведущая свою историю с докризисного периода, объективно не отвечает новой политической и экономической реальности. Не

говоря уже о том, что она приносит более низкий доход и не оказывает того позитивного влияния на рост отечественной экономики, который очевиден из данных статистики других стран.

Летом 2018 года Россия перестала снижать свою долю в госдолге США. Однако сохранение вероятности принятия конгрессом США решения о запрете для американцев совершать операции с российским госдолгом не исключает того, что продажи могут возобновиться вплоть до полного обнуления позиции. Если же подобные санкции не будут приняты, вероятно, доля РФ сохранится на нынешнем, достаточно низком уровне, поскольку полное исключение гособлигаций США из портфеля не имеет экономического смысла, эти бумаги традиционно популярны как инструмент диверсификации рисков.

Несистемное поведение американского политического руководства, позитивные высказывания которого по итогам личных встреч сменяются «внезапным» появлением новых предложений о дальнейшем ужесточении санкций против РФ на уровне законодательных органов страны, следует рассматривать не только в политическом аспекте. Пора абстрагироваться от того, что США, начиная с конца Второй мировой войны считались якорем мировой экономики, и принять во внимание растущее значение других участников глобального обмена. Внутреннюю политическую спонтанность в отношении России и других стран, которую Америка демонстрирует в последние годы, пора рассматривать не только, как свидетельство традиционных разногласий двух партий, но и как гораздо более важное, все более выходящее на поверхность явление, характеризующее неадекватную реакцию этой страны на постепенную утрату лидирующих позиций в мировой экономике.

Запоздалый с экономической точки зрения, политический отказ России от хранения почти пятой части своих международных резервов в государственных облигациях США, которые формально будут считаться самыми ликвидными в мире до тех пор, пока гиганты глобальной экономики, подобные Китаю, хранят в них триллионы долларов, способен дать важный сигнал остальным участникам международного трансграничного движения капиталов. Ранее подобные сигналы исходили от не столь политически значимых игроков, попадавших под американские санкции за нарушение «правил глобальной демократии». Примеры Ливии, Ирана, очевидно, не могли впечатлить ключевых кредиторов США. Но решение России, которая, наконец-то, проголосовала «кошельком» против политического и экономического давления со стороны США, может стать аргументом другого уровня.

В этой связи весьма примечательно, что вслед за Россией от американских гособлигаций стала отказываться и Турция, чьи разногласия с США в текущем году привели к взаимному введению пошлин. За два месяца (к июлю 2018 года) эта страна сократила свою позицию в американском госдолге на 42%, до 28,8 млрд долл. и также покинула список крупнейших кредиторов Казначейства США[5].

[5] https://www.rbc.ru/economics/15/08/2018/5b748d389a79471a00c62044

Abstract. *Since their introduction, the sanctions of Western countries, first of all the US, against Russia had no impact on the strategic decision, taken before the economic crisis in 2008, of investing a significant portion of Russian official reserves into US Treasuries. But the aggravation of the US sanction policy in 2018, finally, forced Russian financial authorities to come up with a symmetrical answer.*

Key words: *Russia, official reserves, USA, US Treasuries, sanctions.*

Дата выпуска: 22 августа 2018 года.

Материал доступен для скачивания по адресу: www.instituteofeurope.ru/publications/analytics