

ОТ «ТРИЛЛОВ» ШИЛЛЕРА К «ОЙЛАМ» ОТ РОССИЙСКИХ УГЛЕВОДОРОДОВ

Воробьев Анатолий Иванович

доктор экономических наук, заведующий кафедрой менеджмента и маркетинга спортивной индустрии РЭУ им. Г. В. Плеханова.

Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова», 117997, Москва, Стремянный пер., д. 36.

E-mail: anatoliy.vorobiev@gmail.com

Гудков Павел Андреевич

преподаватель кафедры менеджмента и маркетинга спортивной индустрии РЭУ им. Г. В. Плеханова.

Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова», 117997, Москва, Стремянный пер., д. 36.

E-mail: lokomotion710@gmail.com

В условиях дефицита бюджета и затруднений в займе капиталов на мировых рынках наиболее актуальным становится вопрос внутреннего заимствования. Дериватив, в равной степени выгодный как правительству, так и гражданам, хранящим свои сбережения в российских банках, мог бы стать частичным решением текущей непростой экономической ситуации внутри страны. В статье приведены технологии создания нового финансового инструмента, дан анализ его доходности и стоимости обслуживания по сравнению с наиболее популярными объектами инвестирования или займа. На базе исследований авторами составлены прогнозы конъюнктуры нефтяного рынка на ближайшие десять лет, что является основой предлагаемого дериватива.

Ключевые слова: экономика, дериватив, нефть, внутренние заимствования, доходность, дефицит бюджета.

FROM SCHILLER'S 'TRILL' TO 'OIL' FROM RUSSIAN HYDROCARBONS

Vorobiev, Anatoliy I.

Doctor of Economics, the Head of the Department for Management and Marketing of Sports Industry of the PRUE.

Address: Plekhanov Russian University of Economics, 36 Stremyanny Lane, Moscow, 117997, Russian Federation.

E-mail: anatoliy.vorobiev@gmail.com

Gudkov, Pavel A.

Lecturer of the Department for Management and Marketing of Sports Industry of the PRUE.

Address: Plekhanov Russian University of Economics, 36 Stremyanny Lane, Moscow, 117997, Russian Federation.

E-mail: lokomotion710@gmail.com

In conditions of budget deficit and difficulties in capital borrowing on global markets the issue of home borrowing is becoming more and more acute. A derivative profitable both for the government and citizens, who keep their savings in Russian banks, could become a partial solution for the current complicated economic situation in the country. The article shows technologies of creating a new finance tool, provides the analysis of its profitability and service costs in comparison with the most popular units of investment or loan. On the basis of research the authors worked out forecasts of the oil market situation for the next 10 years, which serves as a foundation of the derivative being proposed.

Keywords: economy, derivative, oil, home borrowings, profitability, budget deficit.

За несколько лет до получения Нобелевской премии один из наиболее влиятельных экономистов американский ученый Роберт Шиллер выдвинул более чем оригинальную идею. Она заключалась в том, что государства могли бы выпускать не облигации, а нечто похожее на привилегированные акции, названные Шиллером «триллами» – триллионной долей от ВВП страны.

По существу, «триллы» являются скорее не акцией как таковой, а производным финансовым инструментом, имеющим в качестве базового актива ВВП. Они не имеют номинала, но по ним предполагается ежеквартально выплачивать одну триллионную часть ВВП, «заработанную» за истекший период. Государство эмитирует подобные бумаги и продает их на рынке, используя полученную выручку на свои нужды, оплачивая лишь обслуживание своеобразного заимствования.

Интерес государства к таким ценным бумагам достаточно понятен: покрытие дефицита бюджета или реализация приоритетных крупномасштабных национальных проектов за счет внутренних заимствований. Вместе с тем не менее привлекательными они могут быть и для инвесторов, которые почти никогда не получают прибыль, приходящуюся на их акции в полном размере. Часть прибыли остается у компаний на развитие, а размер дивидендов определяется советом директоров, который может принять решение о заморозке выплат за тот или иной период. В случае с «триллами» расчет предполагаемой прибыли очень прозрачен при усло-

вии достоверности статистических данных по ВВП страны.

Не углубляясь в анализ преимуществ и возможных рисков выдвинутой Шиллером идеи расчета «справедливой» цены и доходности «триллов» для США и Канады¹, перейдем к возможной адаптации предложенного подхода к российским экономическим реалиям.

В последние два года официальные лица Минфина высказывали алармистские сценарии о возможном истощении в ближайшее время резервных фондов, а представители научно-образовательного сообщества возвращались к рекомендациям былых времен, предлагая «уронить» рубль и осуществить денежную эмиссию. Ни тот ни другой сценарий, как известно, до сих пор так и не был реализован, а проблема недофинансирования экономики остается неразрешенной. Поэтому трансформация идей одного из наиболее достойных нобелиатов и их материализация в отечественной экономике становятся весьма актуальной задачей. Позаимствовав основные идеи Роберта Шиллера, власти могли бы выпустить ценные бумаги нового типа, не отягощенные печальным опытом дефолта и подвергающейся и поныне критике приватизационной реформой.

ГКО и ваучеры должны быть табуированы в силу генетической памяти участников и наследников подобных финансовых манипуляций. Попытка еще раз вступить в ту же воду уже не позволит вовлечь население и институциональных инвесторов в

¹ URL: https://mobile.nytimes.com/2009/12/27/business/economy/27view.html?_r=0

подобные авантюры, ибо, «обжегшись на молоке», последние вряд ли захотят повторить печальный опыт. Потеря доверия к экономическим новациям может быть восстановлена исключительно прозрачными финансовыми инструментами при масштабной просветительской кампании, сродни той, что разъясняет международную политику нашего государства.

К российскому ВВП, переживающему нелучшие времена в своей истории, да к тому же не обладающему безупречной статистической методологией расчета, потенциальным инвесторам, а тем более населению будет практически невозможно «привить» требуемую дозу доверия. Соответственно, средства размером более 22,5 трлн рублей¹, которые в настоящее время физические лица хранят в коммерческих банках, вряд ли перетекут в новые финансовые инструменты, основанные на ВВП. Другое дело, если мы найдем в качестве обеспечения и предмета инвестиционного интереса более понятный и измеримый актив, к вовлечению которого в хозяйственный оборот постоянно призывают представители постсоветской экономической школы. Это самый понятный для обывателя и привлекательный для всех субъектов хозяйственной деятельности углеводородный потенциал России, ее нефтегазовые ресурсы.

Переходя непосредственно к предлагаемой модели построения и размещения отечественного «трилла», дадим ему рабочее название «ойл», что подчеркивает базовую природу данного финансового инструмента. Если движение ВВП в условиях несовершенства отечественной статистики, тотального недоверия к подобным расчетам, экономической безграмотности значительной части населения, как мы уже отмечали, не станет лакомым куском общественного пирога, то нефтяные и газовые деривативы, правильно сконструированные и доступно доведенные до пенсионера и «офисного планктона» да еще и выпускаемые государством, а не трастовой компанией или коммерческим банком, могут и должны «вы-

стрелить». Инвесторы должны быть уверены в том, что власти будут выплачивать определенную долю дохода, получаемого в результате роста мировых цен на нефть, а также связанных с ней нефтегазовых продуктов, или в любой момент выкупят «ойлы» в случае, если кто-то предпочтет вернуться к традиционным консервативным способам сохранения своих сбережений. Но для начала следует объяснить преимущества и потенциальную доходность предлагаемых ценных бумаг. Поможет нам в этом динамика нефтяных котировок, например, за последние десять лет, хотя в дальнейшем при более детальных расчетах можно воспользоваться как более широким набором исходных параметров, так и более глубокой ретроспективной.

«Пространство степеней свободы» для построения модели предлагаемого инновационного финансового инструмента достаточно широко. В самом общем виде конструкция «ойла» может выглядеть следующим образом: «ойлы», привязанные к динамике цен на нефть, отражают обязательство государства выплачивать определенный процент от дохода бюджета за счет прямого экспорта, налогов, акцизов и прочих нефтегазовых доходов. Например, в бюджете 2015 г. общий объем подобных поступлений составлял 5,86 трлн рублей, а годом ранее – более чем на 1,5 трлн больше. Учитывая, что максимальная цена на нефть марки Brent за последние 10 лет была 134,67 доллара за баррель (июнь 2008 г.), а минимальная – 32,13 доллара (январь 2016 г.), сегодняшние 46–48 долларов за баррель имеют большую перспективу к росту, чем к падению. Как известно, нефтяной рынок – один из самых непредсказуемых в мире, но большинство экспертов сходятся на том, что он так или иначе будет расти, так как есть все факторы, обуславливающие этот рост. Вопрос только в темпах.

«Ойлы», выпущенные государством в отдельные годы, могли бы приносить рассчитываемые ежеквартально выплаты, во много раз превосходящие не только дивиден-

¹ URL: <http://www.cbr.ru/>

денды на акции отдельных корпораций («Газпрома», «Лукойла» или «Роснефти»), но и депозиты в наиболее надежных банках вроде Сбербанка, ВТБ или Газпромбанка. Следует также учитывать тот факт, что капитализация отдельных флагманов нашей экономики из нефтегазовой сферы снизилась как в рублевом, так в валютном исчислении. Например, при выплатах одного процента от вложенных в «ойлы» средств при росте нефтяных котировок за

квартал на один доллар, а также при условии отсутствия выплат при падении цен размер дохода от покупки «ойлов» с 2006 по 2015 г. составил бы 359% при условии вложения начисленных дивидендов в покупку новых «ойлов». Выплаты по депозитам в банках (средний процент) приведены в табл. 1, откуда следует более привлекательный доход по нашему инновационному финансовому инструменту.

Таблица 1

Сравнение предполагаемой доходности «ойла» с доходностью по средневзвешенной депозитной ставке в 2006–2015 гг. (в руб.)

Год		Средневзвешенная депозитная ставка по рублевым вкладам населения в кредитных организациях сроком до 1 года, кроме депозитов до востребования, %		Доходность «ойла», %	
2006	I квартал	7,9	2,1	4,85	0,0
	II квартал		7,9		3,4
	III квартал		7,6		1,4
	IV квартал		7,7		0,0
2007	I квартал	7,2	7,4	16,31	0,0
	II квартал		7,3		5,7
	III квартал		7,0		4,3
	IV квартал		7,2		5,5
2008	I квартал	7,6	7,0	41,80	24,2
	II квартал		7,1		11,6
	III квартал		7,5		2,3
	IV квартал		9,0		0,0
2009	I квартал	10,4	10,0	18,55	0,0
	II квартал		10,8		7,3
	III квартал		10,7		5,8
	IV квартал		10,2		4,4
2010	I квартал	6,8	8,5	26,10	14,2
	II квартал		7,1		1,0
	III квартал		6,0		0,0
	IV квартал		5,6		9,4
2011	I квартал	5,4	5,3	30,44	17,4
	II квартал		5,1		11,1
	III квартал		5,1		0,0
	IV квартал		6,4		0,0
2012	I квартал	6,5	6,6	10,77	8,3
	II квартал		6,4		0,0
	III квартал		6,2		2,3
	IV квартал		6,8		0,0
2013	I квартал	6,6	7,1	11,59	3,8
	II квартал		6,7		0,0
	III квартал		6,3		7,5
	IV квартал		6,1		0,0
2014	I квартал	6,5	6,0	1,20	0,0
	II квартал		6,1		1,2
	III квартал		6,2		0,0
	IV квартал		7,9		0,0
2015	I квартал	9,6	12,1	8,80	0,0
	II квартал		9,6		8,8
	III квартал		9,0		0,0
	IV квартал		7,9		0,0
Итого за 10 лет		109,5		358,95	

На начало 2016 г. средний размер вклада в банках России составлял 155 тыс. рублей¹. Предположим, что примерно треть (50 000 руб.) этой суммы гражданин России предпочел в последние 10 лет не размещать на депозитах, а решил покупать «ойлы» из расчета их доходности – 1% от роста нефти на 1 доллар с ежеквартальными выплатами. В табл. 1 представлена поквартальная и среднегодовая доходность подобных вложений исходя из фактических колебаний цен на нефть за рассматриваемый период, а также приведены данные о доходности депозитных вкладов за аналогичный период.

«Ойлы» как инвестиционный финансовый инструмент побеждают за явным преимуществом: их доходность за 10 лет, даже при достаточно высоких банковских депозитных ставках, превышает доходность последних более чем в 3 раза. В 2008, 2010 и 2011 гг. она составляла более 25% годовых. Существенное отставание от ставок по депозитам наблюдалось только в 2014 г., «неурожайными» для «ойлов» были 2006 (4,85%) и отчасти 2015 (8,8%) годы. Таким образом, при покупке «ойлов» на 50 000 рублей среднестатистический их обладатель получил бы доход за 10 лет в размере 179 475,7 рублей. При этом за счет банковских вложений его совокупный доход составил бы 54 751,99 рублей.

Для обоснования привлекательности «ойлов» можно провести сравнительный анализ их доходности с другими инвестиционными инструментами. Рассмотрим доходность таких альтернативных объектов инвестирования, как акции компаний сырьевой отрасли, на золото и недвижимость. Инвестирование в ценные бумаги таких сырьевых конгломератов, как государственный «Газпром» или частный «Лукойл», всегда считалось низкорисковым и достаточно доходным вложением. Так ли это на сегодняшний день? Хотя дивиденды на обыкновенную акцию «Лукойла» в рассматриваемом периоде (2006–2015) постоянно росли, даже в кризисные 2008–2009 гг.,

и в 2015 г. составили 177 рублей на обыкновенную акцию, дивидендная доходность впервые за десять лет была ниже, чем год назад. Она составила 6,9% в 2015 г. против 7,56% в 2014 г. И хотя нефтяной гигант обещает выплату дивиденда в 2016–2018 гг. из расчета минимум 200 рублей на обыкновенную акцию², мы предполагаем, что дивидендная доходность расти в этот период не будет и останется на уровне около 7% на стоимость акции, что в свою очередь обусловливается постоянным увеличением чистого долга компании. С 2012 по 2015 г. чистый долг «Лукойла» увеличился более чем в 5 раз (с 112 692,8 млн до 602 450 млн руб., или на 434,6%), в то время как среднегодовой курс рубля к доллару за тот же период увеличился менее чем в 2 раза – с 31,1 до 61 рублей за доллар (на 96%).

«Газпром» тоже несколько теряет позиции в глазах потенциальных инвесторов. Хотя дивиденд на обыкновенную акцию в последние три года был выше 7 рублей за акцию, дивидендная доходность составляла менее 6%. У газового монополиста тоже есть существенные проблемы с чистыми долгами. За пять лет (2011–2015) чистый долг «Газпрома» увеличился более чем в два раза – с 1 028 млрд до 2 083 млрд рублей, или на 102,6%. По информации «Ведомостей», «Газпрому» придется менять планы по выплате и размеру дивидендов. Издание, ссылаясь на рейтинговое агентство Fitch, сообщает, что в ближайшие два года «Газпрому» потребуется 1,3 трлн рублей для погашения долга (900 млрд руб.) и покрытия отрицательного денежного потока (400 млрд руб.). Хотя топ-менеджеры компании и считают, что долговая нагрузка «Газпрома» находится на комфортном уровне, если экспортные цены на газ в Европу снизятся или останутся на современном уровне, «Газпрому» действительно может не хватить операционного денежного потока на все дивидендные выплаты³.

² Там же.

³ URL: <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/03/11/633145-gazpromu-vozmozhno-pridetsya-otkladivat-proekti-snizhat-dividendi-fitch>

¹ URL: <http://ria.ru/economy/20160328/1398913866.html>

Таким образом, портфельные инвестиции в ценные бумаги нефтегазовых компаний не обладают прежней привлекательностью. Сегодня инвестор, покупающий акции практически любого крупного предприятия сырьевой отрасли, вкладывает деньги в компанию с растущим долгом и имеющую проблемы с его погашением, что, несомненно, сказывается на размере капитализации и, соответственно, дивидендной доходности.

Покупка золотой тройской унции до недавнего времени считалась стабильным и прибыльным вложением средств. Как видно из графика (рисунок), с февраля 2001 г. цена тройской унции имела положительную динамику в долгосрочной перспективе вплоть до сентября 2011 г. За этот период стоимость тройской унции золота выросла с 261,97 до 1 777,31 доллара, практически на 580%.



Рис. Динамика цен на золото (comex.GC, долл. за тройскую унцию)

С сентября 2012 г., когда цена за унцию составляла 1 748,54 доллара, начался долгосрочный тренд на снижение и закончилась положительная динамика цен на золото, длившаяся более 11 лет. Низшей точкой падения стал декабрь 2015 г., когда цена за тройскую унцию составила 1 068,76 доллара. С начала 2016 г. цена на золото стала расти. Это вызвано высоким спросом со стороны развивающихся рынков Индии и Китая и центральных банков большинства стран, продолжающих закупать золото для замены обесценивающихся доллара и евро в своих золотовалютных резервах.

Согласно аналитическому отчету GFMS Gold Survey, опубликованному Thomson Reuters, к концу 2017 г. средняя годовая

цена золота составит 1 259 долларов за унцию. Повышение котировок будет связано с нестабильной политической ситуацией в мире. Опасения у инвесторов, в частности, будут вызывать дальнейшие действия Дональда Трампа на посту президента США и результаты выборов в Европе. При этом, как отмечают эксперты из Thomson, в первом полугодии сдерживать рост котировок золота может укрепляющийся доллар.

Другие, более оптимистично настроенные аналитики и эксперты прогнозируют цену на золото в 2017–2018 гг. в районе 1 300–1 350 долларов за унцию, что в любом случае еще далеко от пиковых цен на актив, наблюдавшихся с апреля 2011 по май 2013 г.

Наверное, не будет преувеличением сказать, что инвестиции в недвижимость являются одним из любимых вложений населения России. В то же время рынок коммерческой недвижимости тесно связан с общим положением дел в экономике. В сложившейся ситуации вряд ли стоит ожидать массового появления новых офисов и торговых центров, как это было с середины нулевых до недавнего времени. Потребительский бум пройден, а с ним уходит в прошлое цена как покупки, так и аренды коммерческой недвижимости.

Цена аренды жилья тоже, как минимум, не растет. Съемщики, наоборот, ищут все более дешевые варианты и предлагают арендодателю снизить цену, что в совокупности с повышением налога на собственность и сборов по капитальному ремонту лишает практического смысла инвестиции в недвижимость с целью дальнейшей сдачи в наем жилого помещения.

Вместе с тем, даже учитывая все приведенные нами аргументы в пользу «ойлов», не стоит забывать, что в соответствии с основными принципами финансовой теории существует неразрывная связь между доходностью и надежностью финансового инструмента. Если инструмент на рынке высокодоходен, то, вероятнее всего, он сопряжен с существенными рисками, и наоборот, чем более надежным является ин-

струмент, тем минимальнее его потенциальная доходность.

Приведенный анализ показывает, что «ойл» на сегодняшний день мог бы стать наиболее эффективным вложением для населения в условиях неопределенности будущего курса экономического развития страны. При вероятной недооцененности российского рубля и его неконвертируемости обывателю будет трудно без поддержки государства эффективно инвестировать свой капитал. Так, по данным авторитетного британского журнала «The Economist», рубль на июль 2016 г. был недооценен более чем на 50%¹. Это значит, что любая серьезная покупка на рынке является переплатой, будь то акции или золото, так как они торгуются в иностранной валюте на международных биржах. В такой сложной ситуации приобрести актив по «справедливой» цене можно только у самого эмитента денежной массы (в нашем случае это Центральный банк Российской Федерации, т. е. государство).

В то же время сами граждане должны понимать, что в условиях экономических санкций и ограниченного доступа к заимствованию на внешних рынках именно их денежные средства могут стать тем самым локомотивом экономики. Тут можно привести пример Южной Кореи, когда к концу XX в. южнокорейская экономика была слишком перекредитована западным капиталом, внешний долг стремительно увеличивался и над страной возникла угроза дефолта. Граждане массово вкладывали свои сбережения и драгоценности в экономику страны для того, чтобы национальная валюта не превратилась в бумагу. В России же помнят «черный август» 1998 г., и чтобы это не произошло со страной еще раз, надо действовать на опережение. «Ойлы» представляют собой именно тот механизм, который одновременно поможет гражданам не потерять и даже приумножить свои накопления, а стране наконец-то выйти из экономического пике.

Вместе с тем у потенциального инвестора может возникнуть вполне закономерный вопрос: если государство привлечет деньги вкладчиков в «ойлы», направит их на те или иные цели, а цена на нефть останется неизменной или вообще упадет, то как тогда будут возмещаться вложенные средства? Отвечаем: в этом случае предполагается независимо от текущей цены на нефтяном рынке направлять на погашение часть прибыли от проданного сырья. Поскольку номинальная цена «ойлов» не зависит от рыночной цены на нефть (от котировок зависит только размер предполагаемой прибыли), то размер их обеспечения всегда одинаков, в связи с чем даже при неблагоприятной конъюнктуре рынка государству не придется изыскивать дополнительные средства, чтобы расплатиться по «ойлам», если вкладчики захотят расстаться с рассматриваемым финансовым инструментом.

Продолжая изучение возможности использования творческого наследия Роберта Шиллера для российской экономики, перейдем к другой стороне медали, которую нобелевский лауреат, безусловно, заслужил за свою дерзкую идею «триллов», – а именно к интересам государства в подобной финансовой кампании. Оставим за скобками очень важную, но не совсем экономическую компоненту восстановления доверия между народом и властями. В постаучерный период движения навстречу друг другу внутри страны не наблюдалось, в отличие от несомненной консолидации на фоне известных событий во внешнеполитической жизни. Выпуск «ойлов» при правильной просветительской работе с населением может стать экономической опорой для наведения мостов взаимопонимания. Тотальное недоверие к любым экономическим реформам может быть преодолено не только за счет масштабной PR-кампании, но и появления новых лиц, не скомпрометировавших себя прошлыми «подвигами» и пустословием. В противном случае генетическая память населения немедленно извлекет негативный прошлый опыт, и лю-

¹ URL: <http://www.economist.com/content/big-mac-index>

бые, даже самые прогрессивные, финансовые инновации будут обречены на провал.

Возникает закономерный вопрос: в чем же интерес государства, а возможно, и ведущих корпораций нефтегазового сектора делиться своими доходами с потенциальными инвесторами, среди которых могут быть и институциональные? Ответ на него особенно очевиден сейчас, в условиях экономических санкций, дефицита бюджета и более чем скромного размера внутренних заимствований – всего чуть более 66 млрд рублей в 2015 г., что является минимальным значением за последние десять лет. Вообще за период с 2006 по 2015 г. размер привлеченных внутренних заимствований за год всего дважды превышал триллион рублей (в 2011 и 2014 гг.), и хотя в 2016 и 2017 гг. Минфин планировал привлечь 297 и 546 млрд рублей соответственно, в банках находятся вклады населения почти на два порядка больше приведенных сумм. Что же до внешних кредитов, то и государственные, и большинство крупных частных институций лишены доступа к «западным» деньгам в результате известных событий, и когда этот финансовый инструмент снова будет доступен, наверное, не знает никто. К моменту, когда крупнейшие мировые банки по обе стороны Атлантики снова будут готовы предоставить свои займы, Россия вполне может полностью с ними расплатиться по старым счетам, в том числе и за счет выпуска «ойлов».

Вместе с тем пора переходить к заявленной части исследования, посвященной внутренним заимствованиям за счет размещения «ойлов». В бюджете 2015 г. весь объем внутренних заимствований исчислялся чуть более 66 млрд рублей, в то время как внешний долг вообще уменьшился на 4,4 млрд долларов. Нефтегазовые доходы бюджета, формируемые за счет НДС в виде углеводородного сырья, вывозных таможенных пошлин на нефть, природный газ и товары, выработанные из нефти, в 2015 г. существенно сократились и составили 5,86 трлн рублей, что почти на 1,6 трлн меньше, чем в 2014 г. Тут можно

еще раз с сожалением констатировать, что в условиях консервации бюджета отставание даже на несколько лет в таких областях, как наука и образование, медицина, IT-технологии и т. п., от стран первого мира, а также Китая будет только увеличиваться, и в дальнейшем, даже вернув доступ к иностранным рынкам капитала, приблизиться к передовым странам по уровню промышленного производства высокотехнологичных продуктов будет если и не невозможно, то невероятно сложно.

Для реализации программы внутренних заимствований в настоящее время используются следующие источники: государственные займы, осуществляемые за счет выпуска ценных бумаг от имени субъекта Федерации; бюджетные ссуды, получаемые от бюджетов других уровней бюджетной системы Российской Федерации; кредиты, получаемые от кредитных организаций в национальной валюте. Дополнение этого перечня заимствованием денежных средств населения за счет выпуска «ойлов» могло бы способствовать снижению бюджетной нагрузки на текущее обслуживание займов за счет конвертирования будущих доходов в настоящие, а также вовлечению значительных ресурсов в данный бюджетный процесс и отказу от использования накоплений Резервного и Пенсионного фондов для покрытия дефицита бюджета.

Мы предлагаем следующий механизм эмиссии «ойлов»: номинальная цена одного «ойла» будет составлять 100 рублей независимо от текущей рыночной цены на нефть. Благодаря высокой потенциальной доходности, а также возможности продать «ойл» в конце каждого квартала по его номинальной стоимости это позволит привлечь максимально широкий круг заинтересованных граждан.

Так как по предварительным прогнозам цена на нефть будет продолжать расти и к концу 2017 г. цена за баррель нефти марки Brent может составить 55 долларов за баррель, «ойлы» будут самыми привлекательными вложениями капитала для населе-

ния. Если данные аналитиков окажутся верными, то доходность «ойла» к концу года составит около 4–5%, что в пересчете на годовую ставку значительно выгоднее того, что может принести банковский вклад.

Если же подробно рассматривать сценарии на нефтяном рынке в ближайшие

десять лет, можно выделить три варианта долгосрочного прогноза цены на нефть в 2017–2026 гг. (табл. 2): пессимистичный (данные Минфина), расчетный (собственные данные РЭУ) и оптимистичный (мнение «трейдеров-быков», вложившихся в нефтяные фьючерсы и ожидающие получить существенную прибыль от сделок).

Т а б л и ц а 2

Прогноз средневзвешенной цены на нефть на 2017–2025 гг. в среднем за год (в долл./баррель)

Год	Прогноз цены на нефть		
	пессимистичный (Минфин)	расчетный (РЭУ)	оптимистичный (информация трейдеров, ожидающих повышения цены)
2017	40,8	51,6	55,6
2018	41,6	57,8	68,9
2019	42,4	65,7	81,7
2020	43,3	72,4	99,3
2021	44,2	76,1	101,7
2022	45	77,3	108,2
2023	45,9	80,9	113,4
2024	46,9	81,6	119,5
2025	47,8	82,3	122,7

Мы считаем, что за счет «ойлов» государству при грамотной информационной политике и ее поддержке удалось бы привлечь около 5% совокупных депозитов населения в течение полугода, т. е. примерно 1 трлн рублей. Это почти в два раза выше, чем объем запланированного внутреннего заимствования на 2017 г.

Выплаты дивидендов изначально будут формироваться за счет бюджета, а кон-

кретно – за счет статьи доходов от нефтегазовых налогов. В табл. 3 приведена стоимость обслуживания заимствования по «ойлам» за 10 лет, если бы первоначальная их эмиссия произошла до конца 2016 г. Как видно из приведенных данных, по любому из сценариев стоимость обслуживания была бы меньше первоначально привлеченных заимствований, а по нашему расчету она обошлась бы менее чем в треть.

Т а б л и ц а 3

Стоимость обслуживания заимствований по «ойлам» (в млрд руб.)

Год	Прогноз выплат к концу периода		
	пессимистичный	расчетный	оптимистичный
2017	5	16	56
2018	8	62	133
2019	8	79	128
2020	9	67	176
2021	9	37	24
2022	8	12	65
2023	9	36	52
2024	10	7	61
2025	9	7	32
ВСЕГО за 9 лет	75	323	727

Проведя сравнительный анализ выгоды «ойлов» для населения и инвесторов, перейдем к вопросу интереса государства от эмиссии нового денежного инструмента. Сравним выгоду государства от эмиссии «ойлов» с выгодой, например, от выпуска облигаций федерального займа. Минфин России планировал в первом квартале 2017 г. предложить на аукционах ОФЗ на общую сумму 400 млрд рублей, как свидетельствует график аукционов, опубликованный на сайте министерства. Облигации со сроком обращения до 5 лет планировалось разместить на 100 млрд рублей, от 5 до 10 лет – на 210 млрд рублей, от 10 лет – на 90 млрд рублей. Если отталкиваться от условно базовой ставки в 10%, несложно подсчитать, что «ценой» привлечения этих 400 млрд будут 300 млрд выплаченных процентов, не считая основной суммы долга (по нашим расчетам немного больше – 323 млрд за те же 10 лет, но при привлеченном триллионе рублей).

Естественно нельзя не отметить, что планируемое увеличение платежей по мере повышения цен на нефть будет являться точно такими же издержками по обслуживанию долга, как и любые другие. С одной стороны, подобные инструменты крайне неудобны с точки зрения бюджетного планирования, ведь предсказать точный размер выплат довольно сложно, что, по мнению некоторых специалистов, делает их использование крайне ограниченным. С другой стороны, если цена на угле-

водороды не растет, то нет и издержек и обслуживание займа равно нулю. Что же до опасений насчет того, что «синтетический» финансовый инструмент более затратный в обслуживании, чем простые деривативы, то такой риск есть всегда, но в нашем случае он просчитываемый, так как имеет прямую корреляцию с ценой барреля сырьев на рынке.

Если посмотреть на ретроспективу выпуска облигаций федерального займа за последние 5 лет и сфокусировать внимание на тех, которые продолжают находиться в обращении, мы увидим что за это время государство заняло чуть больше 6 трлн рублей (табл. 4). Говорить, что «ойлы» бы принесли в казну сопоставимую сумму, несколько преждевременно, но сравнить «цену заимствования» и условия мы можем. Естественно, выпущенные Минфином облигации различаются как по видам дохода, так и по срокам и условиям их погашения, но общий тренд остается неизменным. Облигации «дороги» для государства, особенно при нынешней экономической ситуации, но в то же время недостаточно привлекательны и для инвестора, поскольку при стабильных выплатах доходность сравнительно невелика. «Ойлы» же не обременяют бюджет необходимостью изыскивать средства точно в срок для погашения займа. Наоборот, при неприятной нефтяной конъюнктуре они позволяют пользоваться деньгами без дальнейшей долговой нагрузки на бюджет.

Т а б л и ц а 4

Привлеченные средства за счет выпуска облигаций в 2012–2016 гг.*

Год	Сумма привлеченных средств вследствие размещения облигаций на внутреннем рынке, в настоящее время находящихся в обращении, млрд руб.
2012	650,0
2013	1 190,0
2014	2 000,0
2015	1 460,9
2016	850,0
Итого	6 150,9

* Источник: URL: <http://www.rusbonds.ru/emittools.asp?emit=6874>

Завершая первое погружение в достаточно глубокий и беспокойный океан инновационных финансовых инструментов, используя в качестве аквананга российский «ойл» как импортозаменитель шиллеровского «трилла», попытаемся сформулировать предварительные выводы.

Данный продукт может быть широко востребован финансовыми рынками и инвесторами при умелой маркетинговой и иной поддержке.

Основные постулаты поведенческой экономики и конкретные социологические примеры, приводимые гуру поведенческой экономики Д. Канеманом, Р. Шиллером, Р. Талером и другими, а также российский опыт начала и середины 1990-х гг. убеждают в возможности активирования средств населения, не вовлеченных в настоящее время в хозяйственный оборот.

Предварительные расчеты показывают перспективность использования накопле-

ний граждан для использования новых форм внутренних заимствований для ликвидации дефицита бюджета России.

Предлагаемая методология к созданию новых инновационных финансовых механизмов отражает эволюцию взглядов ведущих зарубежных и отечественных экономистов и является в определенном смысле компромиссом между сторонниками рентных отношений использования общенародной собственности и классического рыночного подхода к проводимым в стране экономическим реформам.

Формирование нового сегмента макро-рынка ценных бумаг, созданного на основе природных ресурсов, и вовлечение граждан в данный процесс существенно укрепят доверие населения к власти, что позволит более адресно проводить социально-политические реформы в стране.

Список литературы

1. Грозовский Б. Читая экономистов. – URL: https://ridero.ru/books/chitaya_ekonomistov/
2. Льюис М. Игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы. – URL: <https://www.ozon.ru/context/detail/id/135173281/>
3. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты. – URL: <http://institutiones.com/download/books/1321-proizvodstvennye-finansovye-i-tovarnye-instrumenty.html>
4. Akerlof G. A., Shiller R. J. Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism. – URL: <http://press.princeton.edu/titles/9163.html>

References

1. Grozovskiy B. Chitaya ekonomistov [While Reading Economists' Works]. (In Russ.). Available at: https://ridero.ru/books/chitaya_ekonomistov/
2. Lewis M. Igra na ponizhenie. Taynye pruzhiny finansovoy katastrofy [Sell Short. Secret Springs of Finance Disaster]. (In Russ.). Available at: <https://www.ozon.ru/context/detail/id/135173281/>
3. Feldman A. B. Proizvodnye finansovye i tovarnye instrument [Derivative Finance and Commodity Instruments]. (In Russ.). Available at: <http://institutiones.com/download/books/1321-proizvodstvennye-finansovye-i-tovarnye-instrumenty.html>
4. Akerlof G. A., Shiller R. J. Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism. Available at: <http://press.princeton.edu/titles/9163.html>