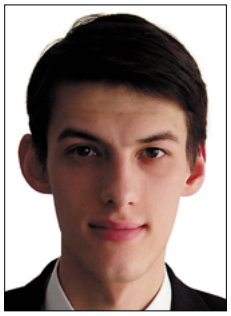


Анна ПОЛИЕНКО,
аналитик дирекции операций
на финансовых рынках,
банк «Санкт–Петербург»

Андрей КАДУЛИН,
старший аналитик дирекции
операций на финансовых рынках,
банк «Санкт–Петербург»

Бюджетное правило–2018: в главной роли Минфин

В 2017 году Минфин РФ вернулся к покупкам валюты, объем которых за год составил 825.3 млрд руб., при этом уже за два месяца 2018 года на пополнение резервов будет потрачено 555.2 млрд руб. Увеличение объема покупок связано с новым механизмом бюджетного правила, введенного с начала текущего года. Обновленное правило решает ряд проблем конструкции бюджетных механизмов версии 2017 года. В последней версии объем валютных интервенций существенно вырос, он зависит только от цены нефти и не меняется вслед за колебаниями рубля. Таким образом, курс рубля должен стать менее волатильным, что повысит стабильность и прогнозируемость ключевых макроэкономических показателей, в частности, бюджета РФ.

ИСТОРИЯ БЮДЖЕТНОГО ПРАВИЛА В РФ

Для сырьевых экономик, у которых существенная доля доходов бюджета формируется за счет нефтегазовых поступлений, критически важно иметь механизм минимизации неблагоприятного влияния динамики цен на нефть. Российская экономика является экспортноориентированной, то есть с точки зрения платежного баланса характеризуется положительным сальдо текущих операций, что создает нетто-приток валюты. Поэтому цены на нефть влияют на курс национальной валюты, ВВП, инфляцию и другие макроэкономические показатели. Для повышения стабильности макроэкономических показателей (в особенности федерального бюджета), снижения волатильности и производственной активности в недобывающем секторе, а также для сдерживания излишнего укрепления реального курса рубля финансовым властям требовался механизм сглаживания волатильности нефтяных цен. Он получил название бюджетного правила.

До 2004 года колебания на валютном рынке сглаживались только за счет действий Банка России, который проводил валютные интервенции, так как удерживал курс рубля в границах бивалютного коридора. В 2004 году Минфин запустил механизм бюджетного правила, который также начал оказывать влияние на курс рубля. Для поддержания стабильного уровня расходов бюджета и погашения внешнего долга в неблагоприятные экономические периоды был создан Стабилизационный фонд и утвержден следующий порядок его формирования: в фонд перечислялись нефтегазовые доходы, образующиеся за счет превышения цены нефти над базовой ценой («ценой отсечения»), которая была определена на уровне $20 за баррель. С тех пор бюджетное правило претерпело целый ряд модификаций; главным изменениям подвергалась формула расчета предельной величины расходов при планировании бюджета на соответствующий период. Их объем определялся максимальной величиной структурного дефицита.

В 2007 году базовую цену нефти увеличили до $27 за баррель. Однако в условиях существенного превышения темпов роста цен на нефть над «ценой отсечения»

объем Стабфонда значительно увеличивался (его размер к концу 2004 года составил 522 млрд руб., или 3.1% ВВП, а по итогам 2007 года — 3849 млрд руб., или 11.6% ВВП). Правительство РФ стало использовать средства Стабфонда «внутри страны» — они направлялись в инфраструктурные проекты, а также в уставные капиталы институтов развития.

Объем накопленных к 2008 году средств в суверенных фондах был существенным, однако в связи с кризисом 2008 года и падением цены на нефть более чем в три раза Минфин РФ приостановил бюджетные правила, и все поступающие нефтегазовые доходы направлялись на финансирование расходов бюджета. Вместе с тем средства суверенных фондов стали использовать не по назначению, а для поддержки банковской системы РФ и реального сектора экономики в период экономического кризиса, в результате чего объем суверенных фондов сильно сократился.

В 2008 году в целях формирования более прозрачной системы контроля расходования средств Стабфонда было принято решение о его реструктуризации с разделением на два фонда разного назначения: Резервный фонд и Фонд национального благосостояния (ФНБ). Резервный фонд стал аналогом Стабфонда, а ФНБ, куда поступали нефтегазовые доходы при превышении нормативного объема Резервного фонда (10% ВВП), был призван повышать устойчивость пенсионной системы РФ. Кроме того, объем нефтегазовых доходов, который можно направить на финансирование расходных статей бюджета, был ограничен нефтегазовым трансфертом, который определялся как фиксированная доля к ВВП. Размер нефтегазового трансферта, согласно бюджету РФ на 2008–2010 годы, должен был снизиться с 6.1% ВВП до 3.7% ВВП к концу 2010 года. Новая «цена отсечения» по нефти была определена на уровне $45–50 за баррель.

Минфин пояснял, что при цене на нефть $45–50 за баррель производятся отчисления в фонд, а правительство осуществляет покупки иностранных активов и, поскольку эти покупки финансируются бюджетными средствами, это не будет нести инфляционных последствий в отличие от прямых покупок валюты Банком России. Однако в силу того, что интервенции превышали резервы, реальный курс рубля укреплялся, а конкурентоспособность бизнеса снижалась на фоне увеличения зарплат с опережением роста производительности труда.

В связи с ростом цены нефти в 2013 году была представлена третья версия бюджетных правил. Основным отличием стал отказ от нефтегазового трансферта, «цена отсечения» рассчитывалась как среднее за 10 лет значение и была определена на уровне $91 за баррель, а ФНБ начинал пополняться при превышении Резервным фондом 7% ВВП. Кроме того, предельный объем расходов не должен был превышать расчетную величину доходов (при базовой цене на нефть), увеличенную на 1% ВВП. Поэтому во второй половине 2014 года в условиях снижающихся цен на нефть расчетного объема резервов стало не хватать для покрытия расходов бюджета, и Минфину пришлось вновь отказаться от использования бюджетных механизмов в пользу «ручного управления». Тем временем Банк России окончательно перешел к таргетированию инфляции и плавающему валютному курсу, минимизировав свое участие на валютном рынке. При этом Минфин конвертировал валюту из фондов для покрытия дефицита бюджета напрямую в ЦБ РФ, не выходя на рынок и не оказывая влияние на курс.

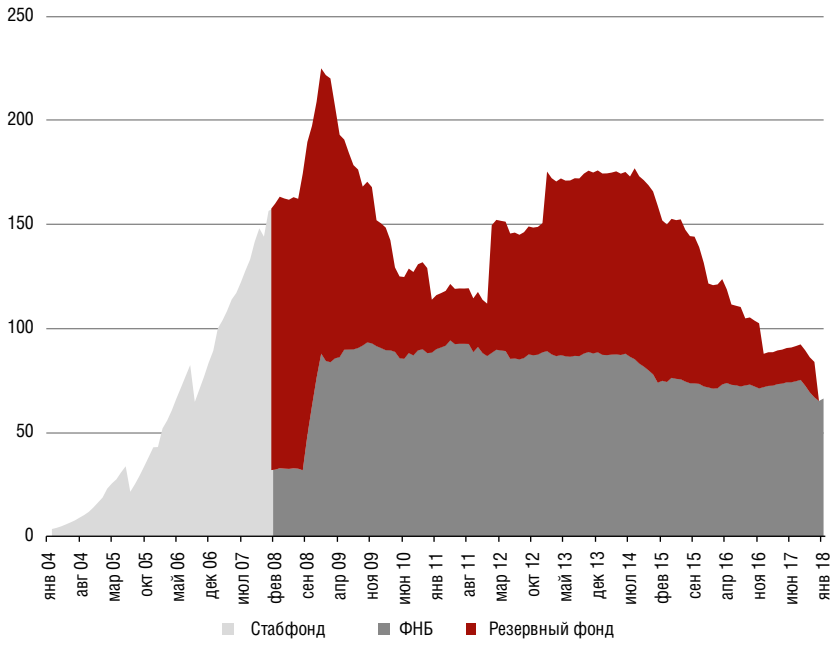
Несмотря на то что применение бюджетных правил оказывало позитивное влияние на российскую бюджетную систему, их конструкция не позволяла обеспечить эффективного снижения неблагоприятного влияния волатильности нефтяных цен на стабильность федерального бюджета РФ.

БЮДЖЕТНОЕ ПРАВИЛО ФОРМАТА 2017 И 2018 ГОДА

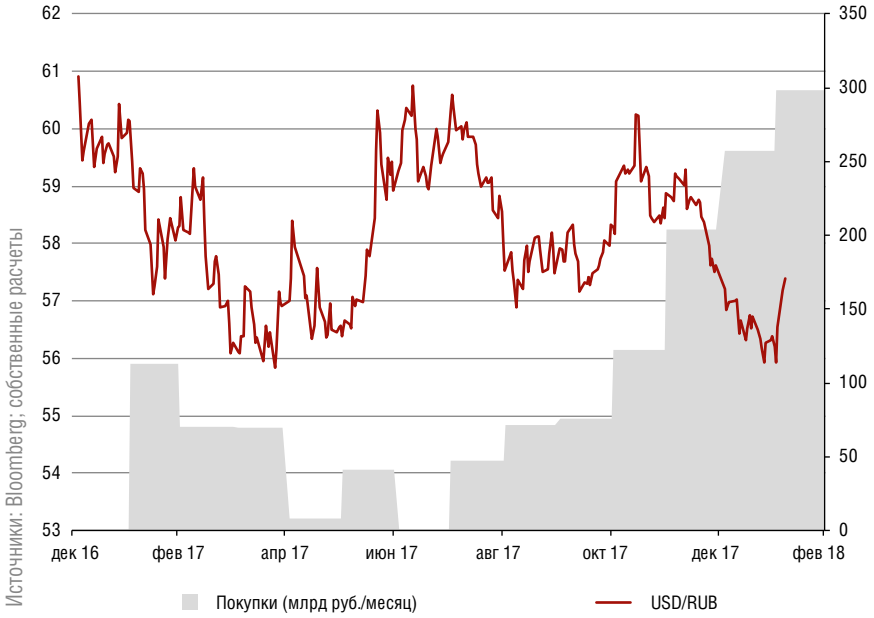
Новая, четвертая версия конструкции бюджетного правила была призвана снизить влияние волатильности нефтяных цен на реальный эффективный курс рубля, ВВП, инфляцию, госрасходы, занятость и реаль-

С НАЧАЛА 2018 ГОДА РОЛЬ МИНФИНА НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ ВОЗРОСЛА ИЗ-ЗА УВЕЛИЧЕНИЯ ОБЪЕМА ПОКУПОК ВАЛЮТЫ В РАМКАХ БЮДЖЕТНОГО ПРАВИЛА

Рисунок 1
Динамика объемов Стабилизационного фонда, Резервного фонда и ФНБ, $ млрд



Источники: Bloomberg; собственные расчеты



Источники: Bloomberg; собственные расчеты

Рисунок 2
Покупки Минфина и курс рубля

ные доходы населения. Однако основной сложностью практического применения данного механизма стали ожидания того, что снизившиеся нефтяные цены зафиксируются на этих уровнях в долгосрочной перспективе, в то время как объем резервов в суверенных фондах составлял $88 млрд (см. рисунок 1). Таким образом, целевой уровень расходов невозможно было обеспечить в течение короткого промежутка времени, а объема средств в резервах было недостаточно для обеспечения долгосрочной сбалансированности федерального бюджета.

По этой причине было решено реализовать переходное положение новой конструкции бюджетных правил, чтобы создать достаточный объем резервов и снизить дефицит бюджета. Было принято решение сохранить дополнительные нефтегазовые доходы, если цена на нефть превышает отметку в $40 за баррель, и проводить операции по покупке / продаже валюты на открытом рынке.

В соответствии с «переходным» бюджетным правилом предельный объем расходов определялся как сумма объема ненефтегазовых доходов (рассчитанных в соответствии с базовым сценарием прогноза Минэкономразвития), нефтегазовых доходов бюджета (рассчитанных при базовой цене на нефть, базовой цене на газ, базовом курсе рубля), нормативного размера дефицита бюджета, ежегодной докапитализации Внешэкономбанка и процентных расходов по обслуживанию долга. Объем средств, направляемых на пополнение Резервного фонда, определялся как превышение доходов над расходами бюджета без учета расходов на обслуживание государственного долга (равен первичному профициту). Таким образом, по итогам 2017 года Минфин потратил 825.3 млрд руб. (около $14.2 млрд) на покупки валюты.

Вместе с тем переходное положение новой конструкции бюджетных правил в 2017 году выявило ряд проблем. В частности, когда нерезиденты предъявляли спрос на покупки российских активов в условиях высоких реальных ставок и поддерживаемой умеренно жесткой денежно-кредитной политики ЦБ РФ — рубль укреплялся, а объем покупок валюты Минфином уменьшался (см. рисунок 2). И напротив, при увеличении оттока капитала и ослаблении рубля Министерство финансов увеличило бы объем валютных интервенций, оказывая дополнительное давление на курс. Это и является эффектом «проциклицности потоков капитала».

Минфин утверждал, что благодаря валютным интервенциям произошло заметное снижение зависимости между динамикой курса рубля и ценами на нефть, сокращение риск-премии по российским активам, а значит, снижение требуемой доходности и равновесных реальных процентных ставок в экономике. Однако, по нашему мнению, в большей степени этот эффект был связан именно с притоком капитала со стороны нерезидентов, чем с действиями Минфина.

Для того чтобы убрать эффект «проциклицности», с 2018 года было введено новое бюджетное правило, в соответствии с которым все нефтегазовые доходы, полученные от продажи нефти по цене выше $40 за баррель, пойдут не на покрытие расходов, а в резерв. Параметры федерального бюджета РФ также рассчитываются исходя

Таблица 1
Расчетные значения объема покупок в год в соответствии с новой редакцией бюджетного правила, $ млрд

Нефть Urals \ USD/RUB	50	52	54	56	58	60	62	64	66	68	70	72	74	76	78	80
70	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
68	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
66	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
64	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59
62	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54
60	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49
58	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44
56	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
54	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
52	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29
50	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
48	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
46	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
44	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
42	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
40	−2	−2	−2	−2	−2	−2	−2	−2	−2	−2	−2	−2	−2	−2	−2	−2
38	−7	−7	−7	−7	−7	−7	−7	−7	−7	−7	−7	−7	−7	−7	−7	−7
36	−12	−12	−12	−12	−12	−12	−12	−12	−12	−12	−12	−12	−12	−12	−12	−12
34	−17	−17	−17	−17	−17	−17	−17	−17	−17	−17	−17	−17	−17	−17	−17	−17
32	−23	−23	−23	−23	−23	−23	−23	−23	−23	−23	−23	−23	−23	−23	−23	−23
30	−28	−28	−28	−28	−28	−28	−28	−28	−28	−28	−28	−27	−26	−26	−25	−24

Источники: Bloomberg; собственные расчеты

из цены на нефть марки Urals на уровне $40 за баррель в ценах 2017 года, которые с 2018 года будут ежегодно индексироваться на 2%. Вместе с тем Резервный фонд прекратил свое существование и был объединен с ФНБ. Кроме того, если раньше Минфин использовал в своих расчетах прогнозный курс рубля, то новое бюджетное правило предполагает использование фактического рыночного курса, из-за чего объем покупок в долларах существенно вырастет в сравнении с 2017 годом, будет зависеть только от цены на нефть Urals и не будет меняться вслед за колебаниями рубля (см. Таблицы 1 и 2). Так, при постоянных внешних условиях, то есть при неизменной цене нефти и потоках капитала по финансовому счету платежного баланса в условиях повышенного спроса на валюту рубль будет более слабым, что вызовет расширение сальдо текущего счета за счет снижения импорта. Таким образом, платежный баланс найдет равновесие в новых условиях, поэтому покупки Минфина будут оказывать давление на курс рубля (см. Рисунок 3).

Так, если в 2017 году на покупки валюты было потрачено 825.3 млрд руб. (около $14.2 млрд), то в 2018 году, по нашим оценкам, в условиях неизменного сальдо финансового счета в $10 млрд, при среднегодовой нефти Urals $60 за баррель счет текущих операций составит $60 млрд, Минфин совершит покупки валюты в объеме $50 млрд, а среднегодовой курс рубля составит 63 руб. за доллар. При среднегодовой цене нефти Urals на уровне $55 за баррель счет текущих операций уменьшится до $47.8 млрд, покупки валюты составят $37.8 млрд, а среднегодовой курс рубля — 65.3 руб. за доллар.

В зависимости от изменения цены нефти меняется и объем нефтегазовых доходов, которые будут направлены на исполнение расходной части бюджета — по оценкам самого Минфина, доля изъятия дополнительных нефтегазовых доходов увеличится с 30–40% в 2017 году до 70% в 2018 году. Поэтому при снижении рублевой цены нефти Минфин будет вынужден увеличить объем заимствований (ОФЗ и суверенные еврооблигации). Вместе с тем ведомство ограничило объем заимствований разницей между объемом фактически полученных ненефтегазовых доходов и ненефтегазовых доходов, рассчитанных в соответствии с бюджетом. Это позволяет избежать замещения средствами ФНБ недобора источников финансирования или доходов бюджета, не связанных с отклонением цен на нефть. В этих условиях дефицит бюджета и госдолг перестают быть непосредственно связанными между собой.

Таким образом, с начала 2018 года роль Минфина на валютном рынке возросла из-за увеличения объема покупок валюты в рамках бюджетного правила. По формальным признакам это не противоречит политике плавающего валютного курса, хотя и оказывает на рубль существенное влияние. Сырьевая экономика, безусловно, требует внедрения механизмов, которые будут защищать от волатильности сырьевых рынков, так как прогнозирование цены нефти — дело неблагодарное. Сегодня этот механизм находится в руках Министерства финансов, и на данный момент абсолютно разумной выглядит идея получения бездефицитного бюджета при относительно низких ценах на нефть и минимизации колебаний реального курса рубля.

Таблица 2

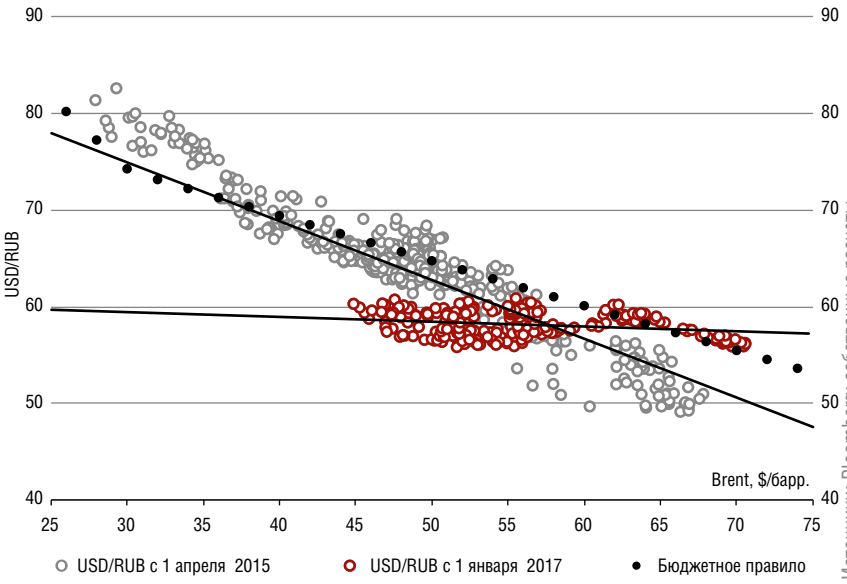
Расчетные значения объема покупок в год в соответствии с предыдущей редакцией бюджетного правила, $ млрд

Нефть Urals \ USD/RUB	50	52	54	56	58	60	62	64	66	68	70	72	74	76	78	80
70	29	35	40	45	50	54	58	62	66	69	72	75	78	81	83	85
68	24	30	35	40	45	49	53	57	60	64	67	70	73	75	78	80
66	19	25	30	35	40	44	48	52	55	59	62	65	68	70	73	75
64	14	19	25	30	34	39	43	47	50	54	57	60	62	65	68	70
62	9	14	20	25	29	34	38	41	45	48	52	55	57	60	63	65
60	3	9	15	20	24	29	33	36	40	43	46	49	52	55	57	60
58	0	4	9	14	19	23	27	31	35	38	41	44	47	50	52	55
56	0	0	4	9	14	18	22	26	30	33	36	39	42	45	47	50
54	0	0	0	4	9	13	17	21	25	28	31	34	37	40	42	44
52	0	0	0	0	4	8	12	16	19	23	26	29	32	34	37	39
50	0	0	0	0	0	3	7	11	14	18	21	24	27	29	32	34
48	0	0	0	0	0	0	2	6	9	12	16	19	21	24	27	29
46	0	0	0	0	0	0	0	0	4	7	11	14	16	19	22	24
44	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	5	8	11	14	16	19
42	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	6	9	11	14
40	−48	−42	−37	−32	−27	−23	−19	−15	−11	−8	−5	−2	0	0	0	0
38	−53	−47	−42	−37	−32	−28	−24	−20	−16	−13	−10	−7	−4	−1	0	0
36	−58	−52	−47	−42	−37	−33	−29	−25	−22	−18	−15	−12	−9	−7	−4	−2
34	−63	−57	−52	−47	−42	−38	−34	−30	−27	−23	−20	−17	−14	−12	−9	−7
32	−68	−63	−57	−52	−48	−43	−39	−35	−32	−29	−25	−22	−20	−17	−14	−12
30	−73	−68	−62	−57	−53	−48	−44	−41	−37	−34	−30	−27	−25	−22	−19	−17

Источники: Bloomberg; собственные расчеты

Рисунок 3

Курс рубля, модельные значения и нефть Brent



Источники: Bloomberg; собственные расчеты