

РЕЗЕРВНЫЕ ФОНДЫ РОССИИ: ПОСЛЕДСТВИЯ УСКОРЕННОГО РАСХОДОВАНИЯ

Краткий обзор

Международные резервы России остаются одним из ключевых показателей финансовой надежности страны, на который также ориентируются мировые рейтинговые агентства – отметим, что Fitch предоставит оценку суверенного рейтинга России 16 октября.

Банк России (ЦБ РФ) планирует увеличить объем международных резервов до 500 млрд долл. в течение следующих 5-7 лет, что выведет страну на пятое место в мире по данному показателю. Вместе с тем, согласно проекту федерального бюджета на 2016 г., правительство планирует потратить 2,1 трлн руб. из Резервного фонда, что частично затронет и международные резервы.

В результате возникают три основных вопроса:

- 1) Не будут ли средства Резервного фонда потрачены слишком быстро (в течение 2016-2017 гг.) на финансирование дефицита федерального бюджета?
- 2) Каковы возможные последствия использования средств Резервного фонда для процентных ставок, валютного рынка и инфляции?
- 3) Достаточно ли текущего объема международных резервов?

Выводы

- ▶ Вероятность того, что Резервный фонд будет полностью исчерпан к концу 1П18, довольно высока в условиях заморозки бюджетного правила на 2016 г. Выход на целевой уровень по размеру Резервного фонда в 2 трлн руб. к концу 2017 г. выглядит весьма сомнительным.
- ▶ Если масштабное расходование средств Резервного фонда продолжится, ЦБ РФ будет вынужден абсорбировать избыточную ликвидность, чтобы избежать дальнейшего роста рублевых процентных ставок и разгона инфляции.
- ▶ Вследствие запланированных на 2016 г. серьезных трат Резервного фонда можно ожидать соответствующего снижения объема операций валютного РЕПО с ЦБ РФ. При этом вероятность того, что Банк России повысит нормы резервирования, незначительна.
- ▶ Текущий уровень международных резервов России является комфортным и довольно внушительным по сравнению с другими странами G-20.
- ▶ Целевой уровень международных резервов в 500 млрд долл. выглядит избыточным даже с учетом того факта, что Россия, будучи ресурсной (и, как следствие, зависимой от цен на сырьевые товары) экономикой, вынуждена поддерживать более высокий объем международных резервов, чем прочие развивающиеся страны.

Гульнара Хайдаршина, к.э.н.

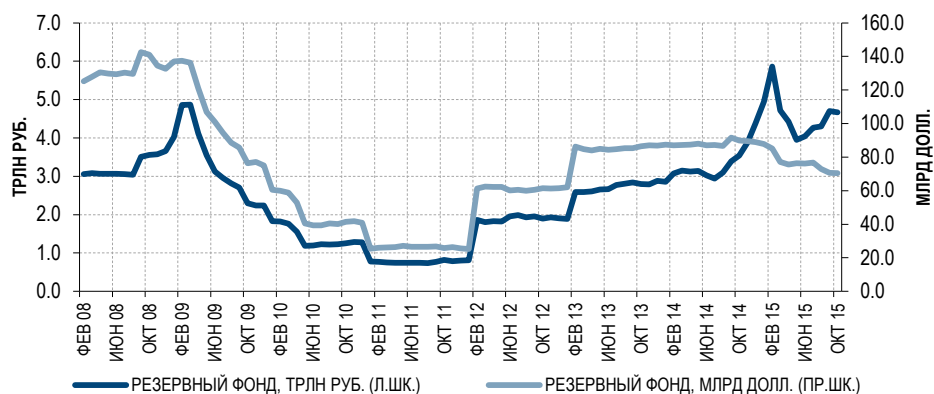
+7 (495) 983 17 25

Gulnara.Khaidarshina@gazprombank.ru

1. Резервный фонд как часть международных резервов: потенциал исчерпания

Согласно данным Министерства финансов РФ, на 1 октября размер Резервного фонда в рублевом выражении составлял 4 671 млрд руб. (6% от ВВП), что на 5,6% ниже январского уровня. В долларовом выражении сокращение Резервного фонда за аналогичный период было более существенным – на 19,8% до 70,5 млрд долл. В связи с этим возникает вопрос – на сколько хватит средств Резервного фонда и когда правительству потребуются больше международных резервов для финансирования дефицита бюджета.

Динамика изменения Резервного фонда (в рублях и долларовом эквиваленте)

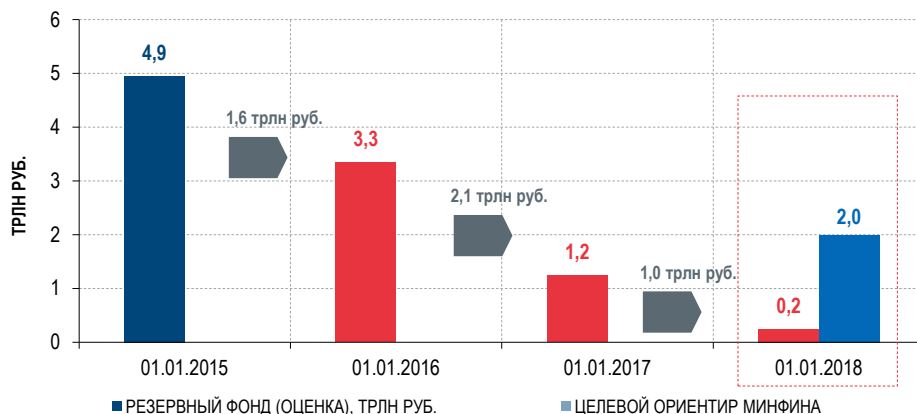


Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

По прогнозам Минфина, в 2015 г. из Резервного фонда будет потрачено 1,6 трлн руб. или 32,4% его совокупного объема по состоянию на конец 2014 г. Принимая во внимание намерение Минфина потратить еще 2,1 трлн руб. в 2016 г. и до 1 трлн руб. в 2017 г., мы полагаем, что Резервный фонд может быть полностью исчерпан к концу 1П18.

В сентябре правительство проголосовало за заморозку бюджетного правила в 2016 г., которое является основанием для дальнейшего накопления Резервного фонда в случае положительной динамики нефтяных котировок. В результате в следующем году ограничение госрасходов, в случае увеличения объема дополнительных доходов от нефти, не будет действовать. Таким образом, даже в случае удорожания нефти вероятность компенсации трат Резервного фонда в 2016 г. в рамках нового бюджетного правила – минимальна.

Прогнозный объем трат Резервного фонда



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Следующий вопрос заключается в том, каким образом Минфин намерен сохранить объем Резервного фонда на уровне 2,0 трлн руб. к концу 2017 г. при дефиците федерального бюджета в 3% от ВВП в 2016 г. (2,4 трлн руб. – согласно проекту бюджета, который находится на рассмотрении).

Два возможных сценария достижения целевого ориентира по Резервному фонду:

- ▶ увеличение госзаимствований; или
- ▶ использование средств Фонда национального благосостояния (ФНБ).

На наш взгляд, привлечение дополнительных госзаимствований для покрытия дефицита бюджета выглядит более целесообразно в условиях умеренного соотношения «долг/ВВП» (13,4% в 2014 г.). В таком случае наиболее подходящим способом могло бы стать размещение локальных госбумаг, но для этого необходимо участие иностранных инвесторов, например, китайских. Однако если дополнительный чистый объем госзаимствований превысит 2 трлн руб. в 2016 г., внутренний рынок долга пострадает вследствие вытеснения с него эмитентов негосударственного сектора, даже несмотря на привлечение иностранных инвесторов. По нашим оценкам, свободная емкость локального рынка облигаций в 2016 г. составит не более 1,3 трлн руб., а значит восполнить бюджетный дефицит, не прибегая к помощи Резервного фонда и ФНБ (и, как следствие, международных резервов), будет проблематично.

2. Потенциальное влияние расходования средств Резервного фонда на российские финансовые рынки

Учитывая, что значительная часть средств Резервного фонда номинирована в иностранной валюте, существенное их расходование может оказать влияние на валютный рынок РФ и уровень процентных ставок, если Центробанком не будут своевременно реализованы мероприятия по стерилизации ликвидности.

«Расходование» средств Резервного фонда в текущем году осуществлялось ЦБ опосредованно, путем сокращения объемов собственных кредитных операций. Согласно регулятору, в случае крупномасштабного расходования международных резервов, ему придется прибегнуть к стерилизации увеличившегося денежного предложения. Можно предположить, что расходование средств, эквивалентных 2,1 трлн руб., в течение года будет чувствительным для рынка, поскольку средневзвешенный объем валютного РЕПО ЦБ с российскими банками оценивается в 1,8 трлн руб. Мы полагаем, что наиболее вероятным способом абсорбции значительной доли притока валютной ликвидности на локальный рынок станет снижение объемов сделок валютного РЕПО ЦБ с банками. В этом случае серьезных последствий ни для обменного курса рубля к доллару, ни для процентной ставки не будет.

Следующий вопрос в том, по-прежнему ли Россия обладает достаточным объемом международных резервов.

3. Достаточность международных резервов России

На текущий момент Россия занимает восьмое место в мире по объему международных резервов, уступая Китаю, Японии, Саудовской Аравии, Швейцарии, Тайваню, Бразилии и Южной Корее.

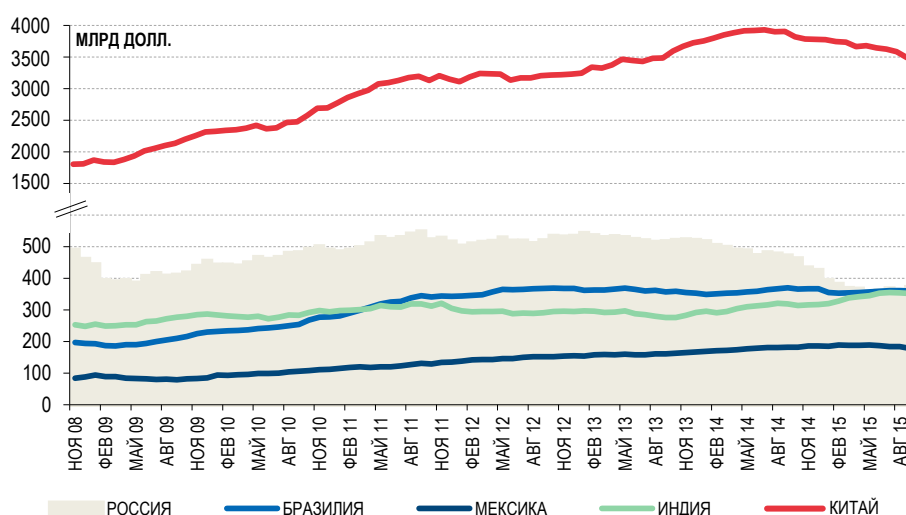
По состоянию на 1 октября размер международных резервов страны составил 371,3 млрд долл., снизившись на 3,8% с начала года. С 1 января 2014 г. на фоне высокой рыночной волатильности Россия израсходовала 27,1% своих международных резервов. К 1 октября объем резервов остается на 13% ниже уровня декабря 2008 г.

Вплоть до конца 2012 г. Россия наравне с другими странами БРИКС (за исключением Индии, которая в 2011 потратила 7% своих международных резервов) нарастила международные резервы благодаря высоким ценам на нефть. Вопреки популярному

Расходование средств Резервного фонда: ЦБ абсорбирует излишнюю ликвидность с целью предотвращения волатильности внутренней процентной ставки

мнению о том, что значительное сокращение международных резервов России началось в ЗК14, отметим, что в действительности этот процесс начался годом ранее (с ЗК13) на фоне исчерпания профицита бюджетов других стран БРИКС (за исключением Китая, на долю которого приходится около 32% общемирового объема международных резервов).

Сравнение международных резервов России и некоторых развивающихся рынков



Источник: МВФ, Bloomberg

Согласно ЦБ, целевой уровень международных резервов России на 5-7-летнем горизонте составляет 500 млрд долл. (это уровень 2010-2013 гг.). С мая по июль 2015 г. ЦБ постепенно приобретал американскую валюту на внутреннем рынке. В результате регулятору удалось нарастить объем международных резервов лишь на 0,45%. Учитывая, что умеренная волатильность перестала быть типичной для обменного курса рубля к доллару, мы полагаем, что вероятность значительного пополнения международных резервов РФ в ближайшие 12 месяцев довольно мала.

При оценке достаточности международных резервов страны экономисты исходят из разных критериев. Мы для проведения стресс-теста международных резервов РФ в текущих условиях применили нижеизложенные критерии, согласно следующим ориентирам:

Критерии, определяющие достаточность национальных международных резервов

КРИТЕРИЙ	ПОРОГОВЫЙ УРОВЕНЬ	КОММЕНТАРИЙ
Международные резервы/ объем внешних краткосрочных суверенных долговых обязательств	100%	Критерий, известный как «правило Гринспена-Гвидотти», является одним из наиболее широко применяемых экономистами. Согласно ему, объем международных резервов должен быть достаточен для покрытия суверенных долговых обязательств в краткосрочной перспективе.
Международные резервы/ денежная масса M2	20%	Логика применения данного критерия предполагает, что денежная масса должна обеспечиваться высоколиквидными активами, а международные резервы явно могут считаться своего рода гарантией. Данный критерий особенно применим к ресурсным экономикам, таким как российская (несмотря на меры, применяемые для развития импортозамещения).
Международные резервы/ квартальный объем импорта	100%	Данный ориентир важен для стран с высоким уровнем зависимости от импорта; подверженным рискам, связанным с шоками для платежного баланса и с ограниченным доступом к рынкам капитала (Россия в этой связи является хорошим примером, учитывая санкции).
Международные резервы/ ВВП	10%	Мера достаточности, отражающая стабильность объема международных резервов по отношению к масштабу экономики страны.

Исходя из вышеуказанных критериев, мы приходим к выводу о том, что объем международных резервов РФ достаточен и в большей части хорошо сопоставим со средним значением стран G-20.

Объем международных резервов России остается достаточным

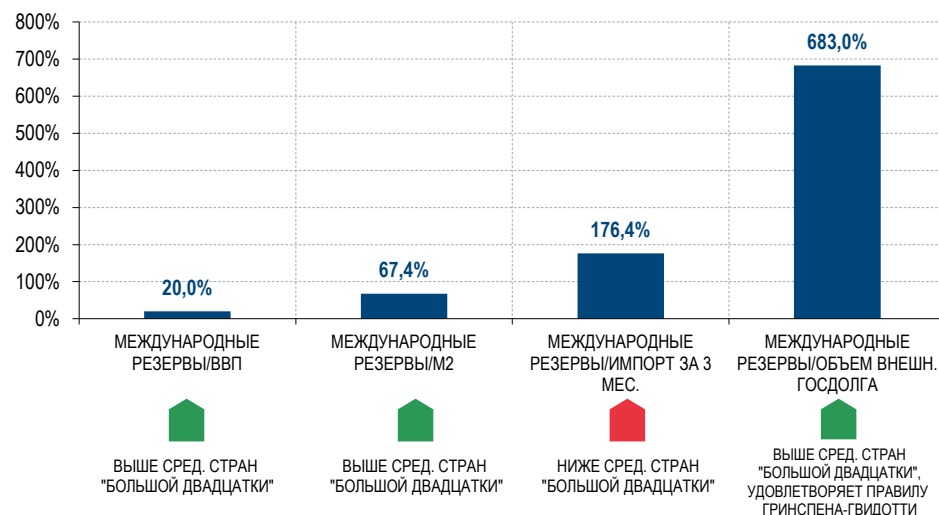
По состоянию на 1 октября объем международных резервов РФ превысил общий размер госдолга в 6,8 раз, что указывает на возможность погашения внешнего долга в полном объеме (включая краткосрочную часть) даже на ожиданиях вероятных расходов средств для финансирования дефицита госбюджета.

Объем квартального импорта также с существенным запасом покрывается международными резервами РФ: данное соотношение близко к 1,8х, что мы считаем довольно высоким значением.

Соотношение международных резервов России и денежной массы M2 более чем в три раза выше порогового значения в 20% (а также среднего значения стран G-20), что является дополнительным позитивным моментом.

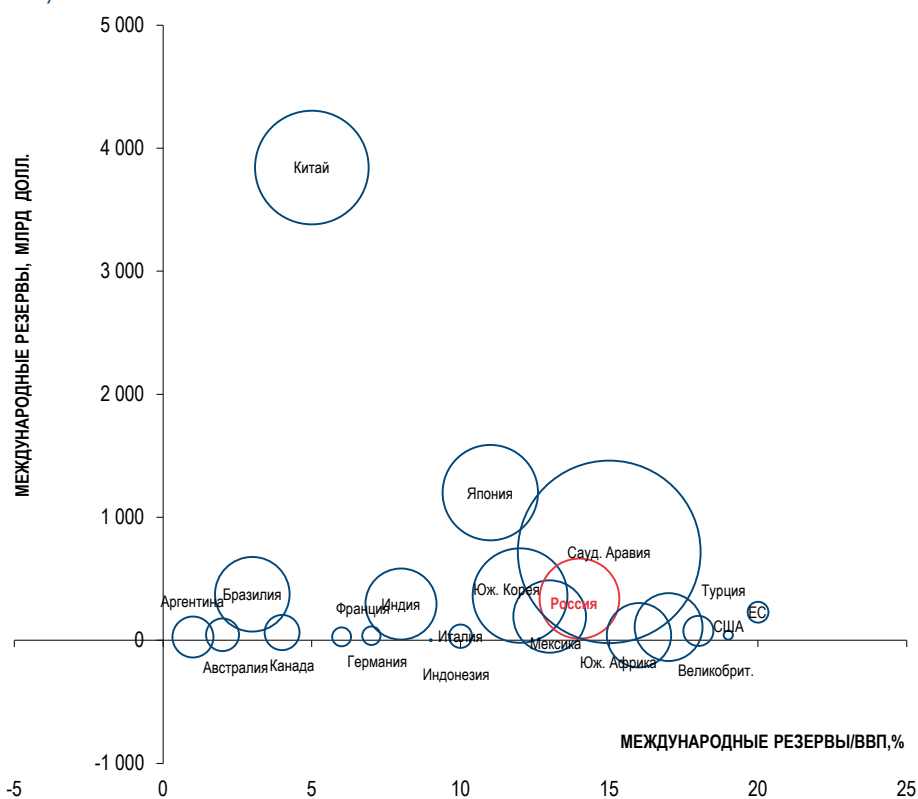
Соотношение международных резервов и ВВП также довольно высокое и по-прежнему находится на уровне 20%, что примерно на 5 п.п. выше показателей Мексики, Индии и Бразилии, но ниже показателя Китая – 34,3%.

Достаточность международных резервов России: анализ критериев



Источник: МВФ, ФСГС, Минфин, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

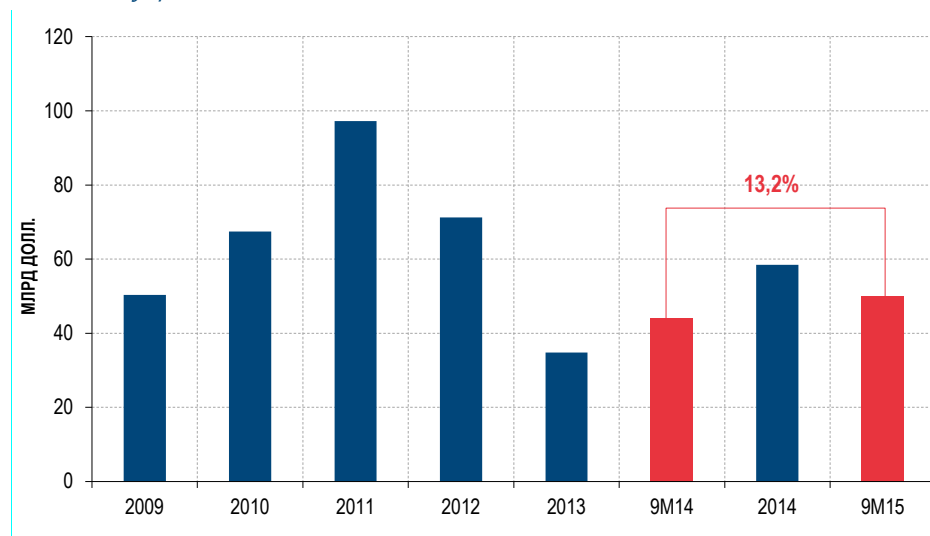
Соотношение международных резервов и ВВП России и других стран «Большой двадцатки»



Источник: МВФ, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Баланс текущего счета России остается положительным; за 9М15 он составил 49,9 млрд долл., увеличившись на 13,2% г/г благодаря сокращению дефицита счета операций с капиталом с 10,2 млрд долл. по состоянию на 30 сентября 2014 г. до 0,2 млрд долл. на 30 сентября 2015 г. Таким образом, состояние счета текущих операций выглядит позитивно и не требует привлечения дополнительных средств из международных резервов в краткосрочной перспективе.

Баланс текущего счета России



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

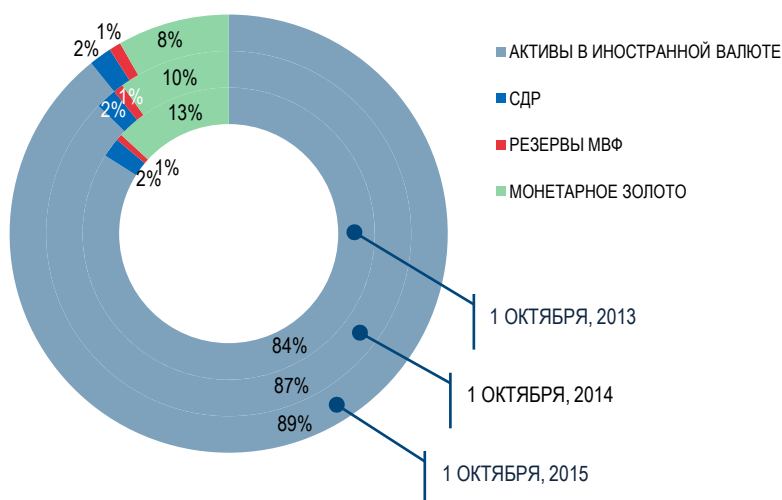
Наши расчеты говорят о том, что международные резервы России по-прежнему находятся на достаточно высоком уровне. Таким образом, даже если запасы Резервного фонда будут исчерпаны, это не приведет к дефициту высоколиквидных резервных активов в экономике страны.

4. Потенциальные изменения в структуре международных резервов

Структура международных резервов России остается стабильной – в ней преобладают высоколиквидные активы, номинированные в иностранной валюте (89% по состоянию на 1 октября). Они включают в себя ценные бумаги, валюту и депозиты (более подробно мы раскрыли структуру международных резервов России в нашем отчете [Central Bank's FX Reserves: a sneak peak](#) от 20 января 2015 г.).

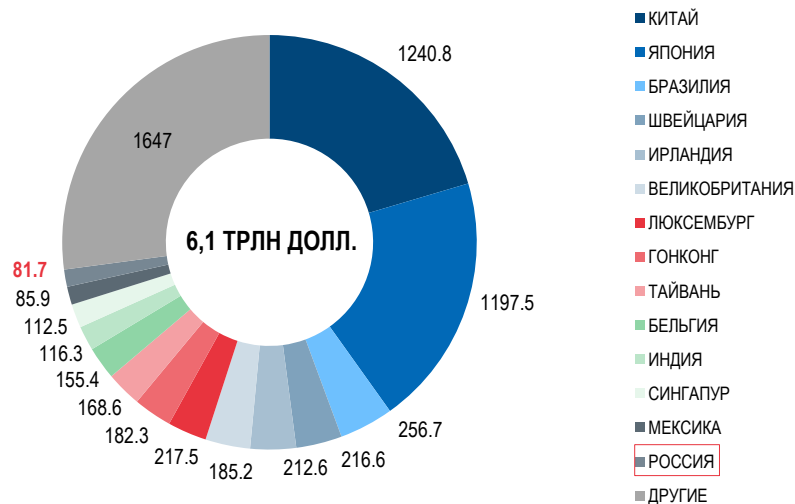
По нашим расчетам, около 20% международных резервов России составляют казначейские облигации США (US Treasuries, UST), что привело к высокой зависимости благосостояния нашей страны от изменения цены этого инструмента. Вслед за заметным снижением вложений в UST в период 2013-1К15 Россия вновь увеличила объем UST (+22,8%) в мае-июле 2015 г. (хотя другие страны БРИКС не были склонны наращивать вложения в этот инструмент). По состоянию на 31 июля, Россия была 16-м по величине держателем UST (среди внешних инвесторов).

Структура международных резервов России



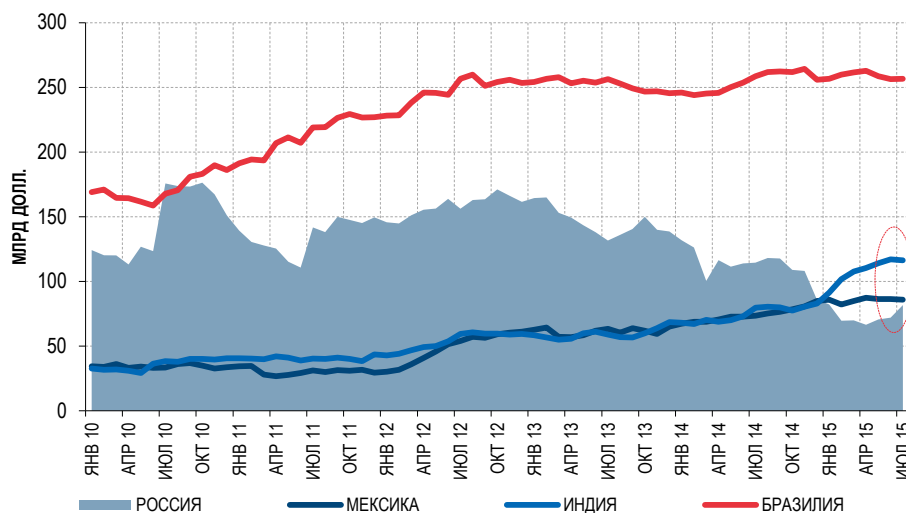
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Крупнейшие держатели UST среди зарубежных государств по состоянию на 1 июля 2015 г.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Держатели UST: России в сравнении с рядом развивающихся рынков



Источник: Bloomberg

Мы считаем, что в дальнейшем Банк России может обратиться к вопросу снижения доли UST в структуре международных резервов России по следующим причинам:

- ▶ высокая волатильность рынка на фоне продолжающейся неопределенности по поводу дальнейших изменений ставок по федеральным фондам США; и
- ▶ крупные продажи UST, осуществленные Китаем (крупнейшим держателем UST среди зарубежных государств) с целью оказания экстренной поддержки локальным финансовым рынкам. Международные резервы Китая сократились на 329 млрд долл. с начала года (цифра, сопоставимая с общим объемом резервов России и Индии) ввиду принятия правительством страны срочных мер по стабилизации финансовых рынков. Вероятней всего, сокращение резервов связано с продажей Китаем UST.

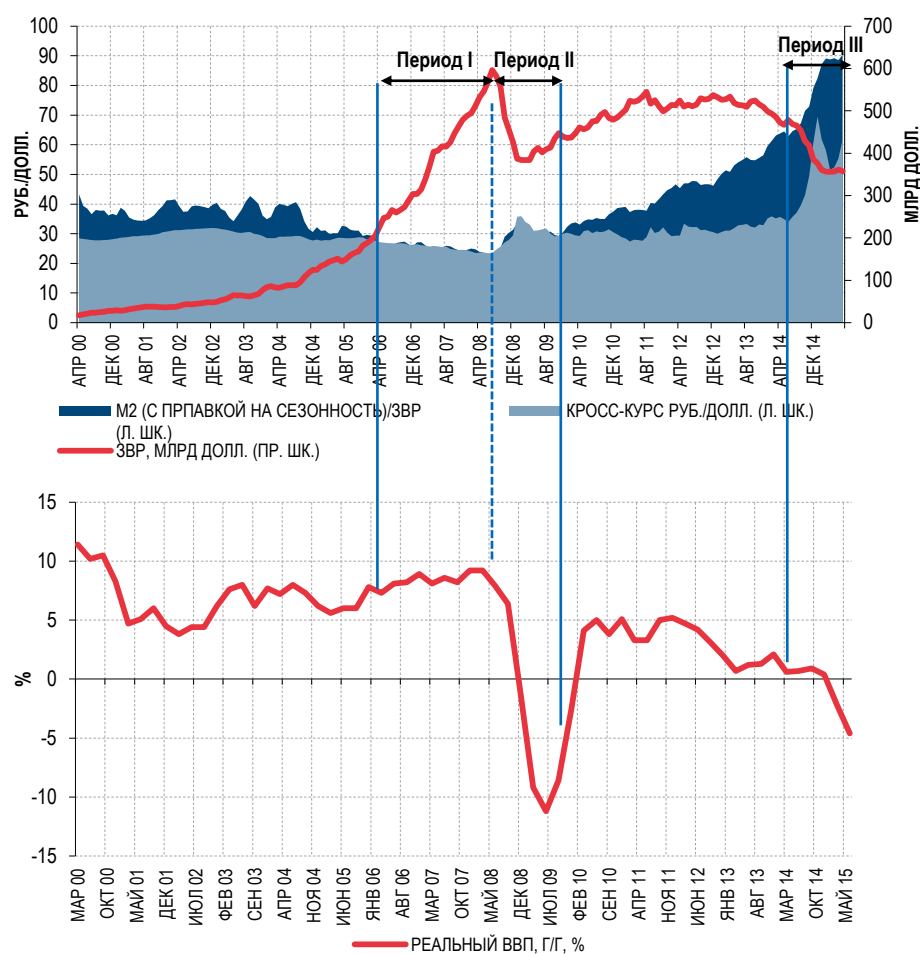
Учитывая, что не только Китай, но и другие развивающиеся страны могут прибегнуть к продажам UST для стабилизации экономики, можно полагать, что доля UST в структуре международных резервов России (порядка 20%) в дальнейшем будет снижаться.

Доля UST в структуре международных резервов России может быть пересмотрена

5. Международные резервы России: побочные эффекты достаточности

Учитывая, что международные резервы в основном представляют собой высоколиквидные активы, и их движение может отразиться на состоянии денежной массы внутри страны, мы проанализировали динамику соотношения показателя денежной массы – агрегата М2 (в рублях) – к международным резервам (в долларах) в сравнении с курсом руб./долл. Мы видим, что соотношение денежной массы (в рублях) к международным резервам (в долларах) можно считать показателем, схожим по конструкции с курсом доллара по отношению к рублю (руб./долл.).

Коэффициент «М2/международные резервы» в сравнении с кросс-курсом руб./долл.



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

В период с апреля 2006 г. по декабрь 2009 г. динамика коэффициента «М2/международные резервы» практически полностью совпала с колебаниями курса руб./долл. (отмечено как «Период I» и «Период II» на приведенной выше диаграмме). Если посмотреть на динамику международных резервов в рамках этого периода, то значительное сокращение резервов дает основания полагать, что ЦБ стремился сохранить привязку курса руб./долл. к коэффициенту «М2/международные резервы» и, возможно, извлечь излишнюю денежную массу с рынка. Этот период также совпадает со спадом в российской экономике, который сопровождался резким ростом международных резервов в процессе «подготовки» к кризису («Период I») и дальнейшим расходом резервов («Период II») для поддержания валютного курса.

Текущий уровень международных резервов России может вызвать чрезмерный прирост денежной массы

Исторически государства, в которых практиковалась регулируемая валютная политика, старались поддерживать более низкий уровень коэффициента «M2/международные резервы», чем страны со свободно колеблющимся курсом. В 2014 г. Россия завершила переход от режима валютного коридора к свободному курсу рубля в комплексе с таргетированием инфляции. Однако тенденция к снижению соотношения международных резервов и M2 сформировалась гораздо раньше.

Видно, что текущий уровень денежной массы в России непропорционален международным резервам, особенно в условиях экономического спада и высоких инфляционных ожиданий. Значительное расходование международных резервов (включая соответствующие активы Резервного фонда) привязано к денежным факторам и может вызвать (если ЦБ не прибегнет к мерам по стерилизации ликвидности) существенный рост денежной массы, создавая таким образом фундамент для ускорения инфляции.

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00**ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА**

+7 (495) 988 23 75

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 983 18 80

ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

+7 (495) 988 24 10

ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

+7 (499) 271 91 04

Copyright © 2003 – 2015. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.
