

Ольга Лапшина

Olga.A.Lapshina@bspb.ru

На конец 2015 года объем ЗВР РФ составил 368 млрд. долл. США. Несмотря на падение средних нефтяных цен в 2015 году по отношению к 2014 году на \$47/барр., или в 1,9 раза, по сорту URALS, золото-валютные резервы за год сократились только на \$18,3 млрд., а с начала ноября 2014 года (т.е. с момента введения свободного плавления курса рубля) – на \$50,4 млрд. Основная «распродажа» резервов произошла в декабре 2014 года на фоне обвального ослабления курса, вызванного совокупностью факторов:

- высоким объемом внешних погашений российских компаний и банков;
- существенным объемом свободных средств у участников рынка;
- начавшейся паникой со стороны населения;
- другими факторами.

Стоит особо отметить, что изменение объема резервов может быть связано не только с их расходом, но также являться результатом переоценки, вызванной динамикой курсов валют, а также цен активов.

ВО ЧТО ВЛОЖЕНЫ?

Основной объем резервов ЦБ вложен в 4 категории: золото, государственные ценные бумаги, депозиты и валютное РЕПО российским банкам. Доля золота в резервах составляет 13,07% от их общего объема. В 2015 году регулятор нарастил объемы золота в резервах с 1207 тонн до 1393 тонны или на 15,4%, стоимостное измерение при этом выросло лишь на 5,4% из-за снижения котировок золота на мировых биржах.

Таблица 1. Общая структура ЗВР РФ.

Состав ЗВР, декабрь 2015	\$ млрд.	Доля, %
Золото	48,6	13%
Счет в СДР	7,9	2%
Резервная позиция в МВФ	2,6	1%
Резервный фонд	50,0	14%
ФНБ	71,7	19%
Покрытие 3-мес. импорта	48,2	13%
Остальное	139,5	38%
Всего	368	100%
Валютное РЕПО	20,7	
Итого	389,10	

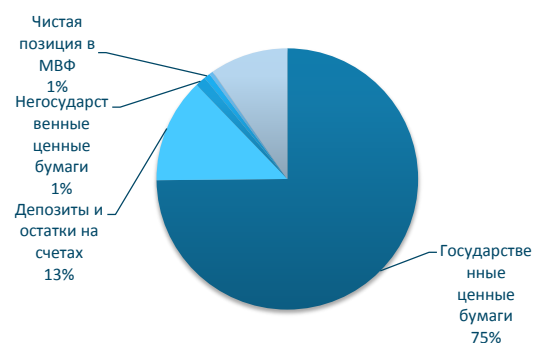
Источник: данные ЦБ, собственные расчеты.

Диаграмма 1. Динамика объема ЗВР



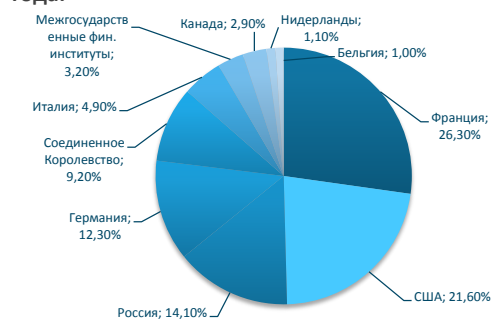
Источник: данные ЦБ, собственные расчеты.

Диаграмма 2. Структура вложения валютной части ЗВР на 30 июня 2015 года.



Источник: данные ЦБ, собственные расчеты.

Диаграмма 3. Географическая структура вложения валютной части ЗВР на 30 июня 2015 года.



Источник: данные ЦБ, собственные расчеты.

Как видно из данных диаграммы основной объем валютных резервных активов вложен в государственные ценные бумаги. При этом в соответствии с данными ЦБ за год с 30 июня 2014 по 30 июня 2015 года вложения в государственные ценные бумаги сократились на \$90,2 млрд., в результате чего доля этой категории в общем объеме резервов снизилась с 80,8% до 75%. Снизилась и доля депозитов с 16,7% до 12,9%, при этом доля валютного РЕПО для российских банков выросла с 0% до 9,7%. Таким образом, регулятор несколько сократил вложения в иностранные активы для того, чтобы обеспечить российские банки необходимой валютой для проведения внешних погашений.

Стоит отметить особо, что операции валютного РЕПО – это операции на возвратной основе. Иными словами, валюта, выданная банкам в рамках данной программы, уходит не навсегда, она вернется регулятору и вновь «пополнит» резервные активы ЦБ. Именно поэтому объемы выданного на момент расчета валютного РЕПО мы аналитически прибавляем к текущему объему резервов (см. Таблицу 1).

В тройку стран-лидеров по объемам вложения резервов входят Франция, США и Россия. Доходность вложений в долларах составляет 0,4%, в евро – 0,17%. Более доходные валюты – фунт стерлингов, канадский и австралийский доллары имеют довольно низкие доли.

Таким образом, резервы вложены в довольно консервативные инструменты с низкой доходностью, но высокой надежностью. При этом часть резервов была перераспределена в пользу поддержки российских банков для обеспечения возможности проведения внешних долговых выплат без существенного давления на валютный рынок. Стоит отметить, что большое влияние оказала данная операция и на рынок российских еврооблигаций, т.к. многие банки привлекали валюту для фондирования наращивания своего портфеля еврооблигаций, доходность по которым на момент введения валютного РЕПО была существенно выше стоимости валюты от регулятора. К концу года спред между доходностями еврооблигаций и ставкой фондирования сжался до величины, близкой к нулю. Это сделало операции инвестирования в рынок евробондов за счет фондирования от регулятора (через валютное РЕПО) нерентабельными.

Диаграмма 4. Спред между доходностью суверенного бенчмарка RUSSIA 23 и стоимостью валютного фондирования от ЦБ РФ, п.п.



Источник: данные ЦБ, собственные расчеты

ПЛОХИЕ ДОЛГИ?

Стоит отметить, что в состав резервов ЦБ входят и средства Резервного фонда РФ и Фонда Национального благосостояния (ФНБ). Идея состоит в том, что средствами РФ и ФНБ распоряжается Минфин, остальными резервами – ЦБ РФ. При этом по мере того, как Минфин «тратит» средства резервных фондов на финансирование дефицита бюджета валюта из резервов не уходит, фактически происходит лишь смена ее распорядителя.

Так, Минфин конвертирует необходимые для финансирования дефицита суммы не через рынок, а напрямую у ЦБ РФ. Полученные рубли идут на финансирование дефицита бюджета. При этом объем ЗВР не претерпевает изменения, снижается лишь доля резервов, находящаяся в распоряжении Минфина РФ. Фактически подобная схема предполагает эмиссионное финансирование дефицита бюджета (или т.н. печатание денег), однако, лишь в объеме доходов, перечисленных в резервный фонд в годы бюджетного профицита.

Стоит также отметить, что если со средствами Резервного фонда все довольно прозрачно – объем средств находится на счетах в долларах, евро и фунтах, то средства ФНБ частично инвестированы в различные

проекты в России, кроме того \$3 млрд. были вложены в еврооблигации Украины - сейчас по данным бумагам ведутся переговоры о реструктуризации в связи с фактическим дефолтом страны по выплате.

Из всего объема средств ФНБ в \$71,7 млрд. на счетах размещены \$48 млрд., эта часть средств находится в ликвидной форме и может быть использована в любой момент. Остаток в объеме \$23,7 млрд. или 33% общего объема уже инвестирован в различные проекты (см. Таблицу 2) и обладает существенно меньшей ликвидностью на сегодняшний день.

Таблица 2. Объем средств, инвестированных в ФНБ, млрд.

	Объем	Валюта
Банк России (на счетах)	19,67	долл.
	20,76	евро
	3,83	фунт
ВЭБ (депозиты)	195,03	руб.
	6,25	долл.
Долг. обяз-ва иностр. гос-в	3	доллар
Бумаги рос. эмитентов, связанных с реализ. инфраструк. проектов (перечень ЦБ)	112,63	руб.
	4,1	долл.
Привилегированные акции кредитных организаций	278,99	руб.
Суборд. депозиты ГПБ и ВТБ	164,43	руб.

Источник: данные Минфина, СМИ, собственные расчеты.

НА СКОЛЬКО ХВАТИТ?

Теория экономики предлагает измерять резервы в месяцах импорта страны. С этой точки зрения объем резервов РФ выглядит не только достаточным, но и избыточным. Ежемесячный импорт РФ в 2015 году составлял от \$12,3 до \$17,2 млрд., в среднем порядка \$16 млрд. Таким образом, объема ЗВР РФ хватит на 23 месяца импорта. Достаточным уровнем резервов при этом считается запас на уровне 8 месяцев импорта, т.е. в нашем случае порядка \$128 млрд.

Иногда оптимальный объем ЗВР измеряют как сумму платежей по внешнему долгу за год, плюс сумма 3-месячного импорта. В 2016 году план погашения внешнего долга предполагает выплаты на \$76,6 млрд. долл. плюс сумма импорта за 3 месяца – порядка \$125 млрд. Таким образом, текущий объем резервов является избыточным и превышает расчетный оптимальный уровень почти в 3 раза.

Иными словами даже в условиях существенного снижения нефтяных цен, которое в настоящее время наблюдается на рынке, текущий объем резервов является весьма существенной «подушкой безопасности» для экономики России и способен обеспечить защиту рубля в случае необходимости. Напомним, что подобная необходимость может возникнуть лишь в самом крайнем случае, т.к. с ноября 2014 года российская валюта находится в «свободном плавании» и курс формируется без участия ЦБ РФ под воздействием спроса и предложения.

Для сравнения приведем объемы резервов других стран группы Emerging markets. Обычно российский рубль принято сравнивать с валютами Бразилии, Турции, ЮАР, Мексики, Индии, Южной Кореи. Объемы резервов данных стран приведены в Таблице 2.

Таблица 3. Объемы резервов стран Emerging markets

		Резервы, \$ млн.	Средний импорт за месяц, \$ млн.	Резервы в месяцах импорта
1	Бразилия	368 713	14 843	25
2	Россия	368 000	16 081	23
3	Индия	348 934	32 752	11
4	Южная Корея	367 960	36 384	10
5	ЮАР	40 650	7 199	6
6	Турция	94 920	17 584	5
7	Мексика	175 755	33 100	5

Источник: данные ЦБ, собственные расчеты.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**ПАО «Банк «Санкт-Петербург»**

195112, Санкт-Петербург, Малоохтинский пр. д.64. лит. А
<http://www.bspb.ru/>

Круглосуточная справочная служба: 8 (800) 555-50-50, 8(812) 329-50-50

Аналитическое управление**Дмитрий Шагардин**, начальник Аналитического управления

email: Dmitry.V.Shagardin@bspb.ru

phone: +7 (812) 332-79-23

Ольга Лапшина, зам. начальника Аналитического управления

email: Olga.A.Lapshina@bspb.ru

phone: +7 (812) 325-36-80

Андрей Кадулин, аналитик

email: Andrey.A.Kadulin@bspb.ru

phone: +7 (812) 329-50-00 доб. 8378

Данный аналитический и информационный материал подготовлен работниками ПАО «Банк «Санкт - Петербург».

Просим Вас обратить внимание на следующие существенные факты и обстоятельства относительно того, что настоящий материал:

- 1. Не является рекламой;*
- 2. Не носит характер любой оферты (предложения);*
- 3. Не имеет в качестве основной цели продвижение любых ценных бумаг и/или финансовых инструментов, и/или финансовых услуг;*
- 4. Не содержит какого-либо обещания выплат и/или доходов;*
- 5. Не включает любых гарантий, обещаний или прогнозов роста;*
- 6. Не направлен на побуждение приобретать ценные бумаги, финансовые инструменты и/или финансовые услуги;*
- 7. Должен рассматриваться исключительно в качестве информации или частного мнения и не может являться основанием для предъявления требований к ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, а также к третьим лицам.*

Представленный материал, как полностью, так и частично, носит исключительно информационный характер.

Вся информация и сведения, содержащиеся в материале, получены из открытых публичных источников, которые ПАО «Банк «Санкт-Петербург» рассматривает в качестве достоверных, актуальных и точных, не составляющих коммерческую или иную охраняемую тайну. Несмотря ни на что, проверка информации не проводилась и ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не делают никаких заявлений и не дают никаких гарантий ни в прямой, ни в косвенной форме относительно достоверности, актуальности или точности информации и материала. ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не несет ответственность за действия (бездействия) третьих лиц и за любые убытки, а также за любой ущерб, возникший в связи с любым использованием материала, информации и/или сведений, размещенных в нем, а также за неточность или отсутствие какой-либо информации или сведений.

Любая информация, содержащаяся в представленных материалах, может быть изменена и/или дополнена ПАО «Банк «Санкт-Петербург» в любое время без предварительного уведомления, однако, ПАО «Банк «Санкт - Петербург» не имеет каких-либо обязательств по внесению в материал исправлений или изменений и не несет какой-либо связанной с этим ответственности.

ПАО «Банк «Санкт-Петербург» не дает заверений, что материал предназначен для всех его получателей, при этом, операции с ценными бумагами, связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Информация в материале подвержена влиянию факторов различных рисков, неопределенности, иных факторов, которые находятся вне пределов контроля и возможности точного прогнозирования, вследствие чего заявленные данные, результаты и информация могут не соответствовать заявленному.

Материал не заменяет консультации и не должен использоваться вместо неё.

Распространение, воспроизведение и копирование, внесение изменений в материал, не допускается без получения предварительного письменного разрешения ПАО «Банк «Санкт-Петербург». ПАО «Банк «Санкт-Петербург» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с несоблюдением приведенных ограничений.

© 2015 ПАО «Банк «Санкт-Петербург».