

Федеральный бюджет РФ на 2020 год: бюджетное правило и «свободные» средства ФНБ

30 сентября 2019 года Правительство РФ внесло в Государственную Думу проект федерального закона «О федеральном бюджете на 2020 год и на плановый период 2021 и 2022 годов». Проект, разработанный Министерством финансов, пока не вызвал широких споров, в то время как механизм бюджетного правила, заложенный в Бюджетный кодекс (далее, БК), а также вопрос распределения средств Фонда национального благосостояния (далее, ФНБ или Фонда) в последнее время активно обсуждаются представителями Министерства финансов, Центрального банка (далее, ЦБ) и Министерства экономического развития.

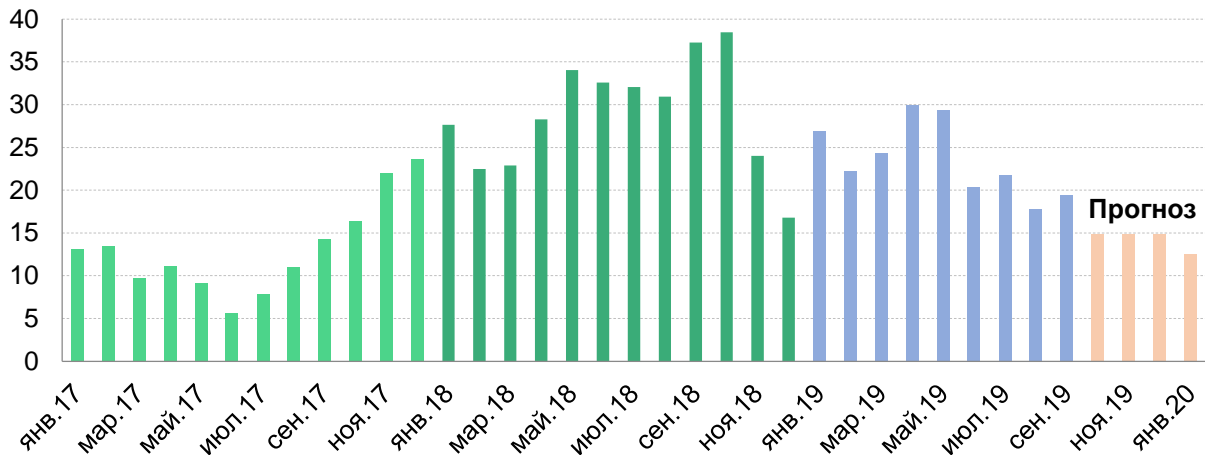
Таблица 1. Ключевые показатели федерального бюджета в 2019-2022 гг.

Показатель	2019	2020	2021	2022
ВВП, трлн. руб.	109,08	112,86	120,36	128,51
Инфляция по итогам года, % г/г	4,3	3	4	4
Доходы, трлн. руб.	20,17	20,38	21,24	22,05
Расходы, трлн. руб.	18,29	19,5	20,6	21,76
Профицит бюджета, трлн. руб.	1,88	0,87	0,61	0,29
Дополнительные нефтегазовые доходы, трлн. руб.	3,17	2,33	2,23	2,03
Верхний предел внутреннего государственного долга, трлн. руб.	11,33	12,98	14,64	16,62
Программа государственных внутренних заимствований на год, трлн. руб.	1,56	1,74	1,55	1,82
Верхний предел внешнего государственного долга, \$ млрд.	64,3	64,4	67,6	68,9
Программа государственных внешних заимствований на год, \$ млрд.	-2,4	-2	2,6	0,6

Источник: «О федеральном бюджете на 2020 год и на плановый период 2021 и 2022 годов»

Бюджетное правило полностью заработало в 2018 году. Тогда все сверхдоходы бюджета, сформированные за счёт превышения реальной стоимости нефти марки Urals цены отсечения в \$40.8 за баррель, направлялись Министерством финансов на покупку иностранной валюты, которая впоследствии пополняла ФНБ. Ежегодно цена отсечения индексировалась на 2% и в 2020 году составит \$42.4 за баррель. Главной задачей введённого правила является снижение зависимости российской экономики от динамики нефтяных котировок, в том числе снижение зависимости обменного курса USD/RUB от нефтяных цен. В случае увеличения стоимости нефти выше цены отсечения механизм предусматривает покупку иностранной валюты, что сдерживает рост рубля, в то время как в случае сокращения стоимости нефти ниже цены отсечения валютные активы ФНБ могут быть использованы для покупки рубля и поддержания его курса. С начала введения бюджетного правила реальная среднемесячная цена нефти марки Urals находилась выше установленной бюджетным правилом цены отсечения.

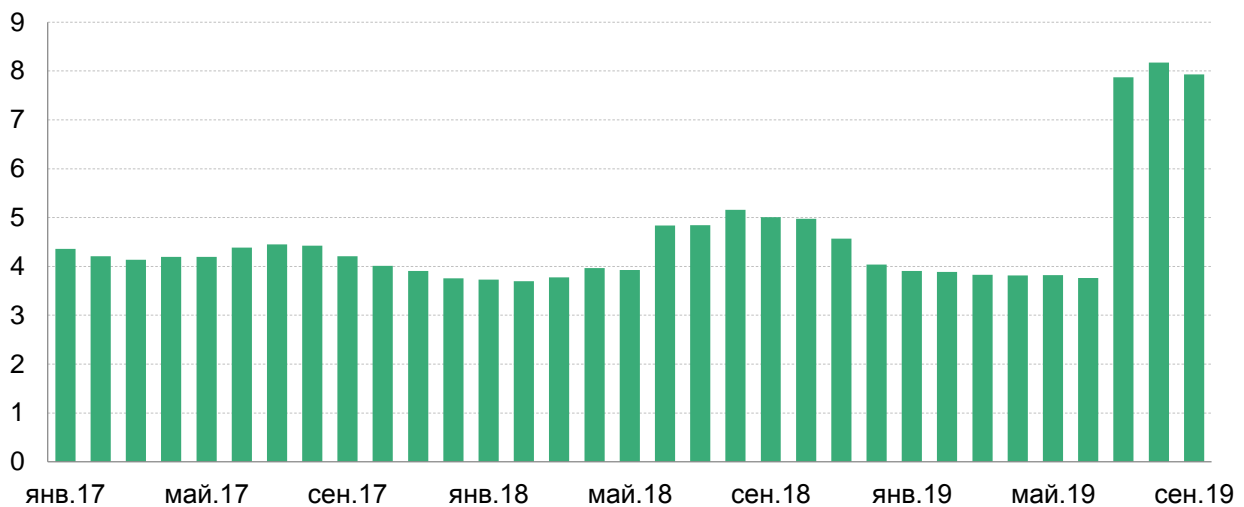
График 1. Превышение реальной среднемесячной цены нефти марки Urals цены отсечения, установленной в бюджетном правиле, \$ за баррель



Источник: расчёты QBF на основе данных Министерства финансов РФ и бюджетного правила

Нефтегазовые сверхдоходы бюджета направляются в ФНБ, после чего Министерство финансов использует данные сверхдоходы для покупки валюты. По итогам сентября 2019 года объём Фонда достиг 7,9 трлн. руб. (7,2% от ВВП). Согласно «БК РФ Статья 96.10. Фонд национального благосостояния», ФНБ представляет собой часть средств федерального бюджета, подлежащих обособленному учёту и управлению в целях обеспечения софинансирования добровольных пенсионных накоплений граждан РФ, а также обеспечения сбалансированности (покрытия дефицита) бюджета Пенсионного фонда РФ. Согласно проекту федерального бюджета на 2020 год и на плановый период 2021 и 2022 годов, объём Фонда, если его не тратить, вырастет до 11,06 трлн. руб. в 2020 году (9,8% от ВВП), до 13,66 трлн. руб. в 2021 году (11,3% от ВВП) и до 16,2 трлн. руб. в 2022 году (12,6% от ВВП).

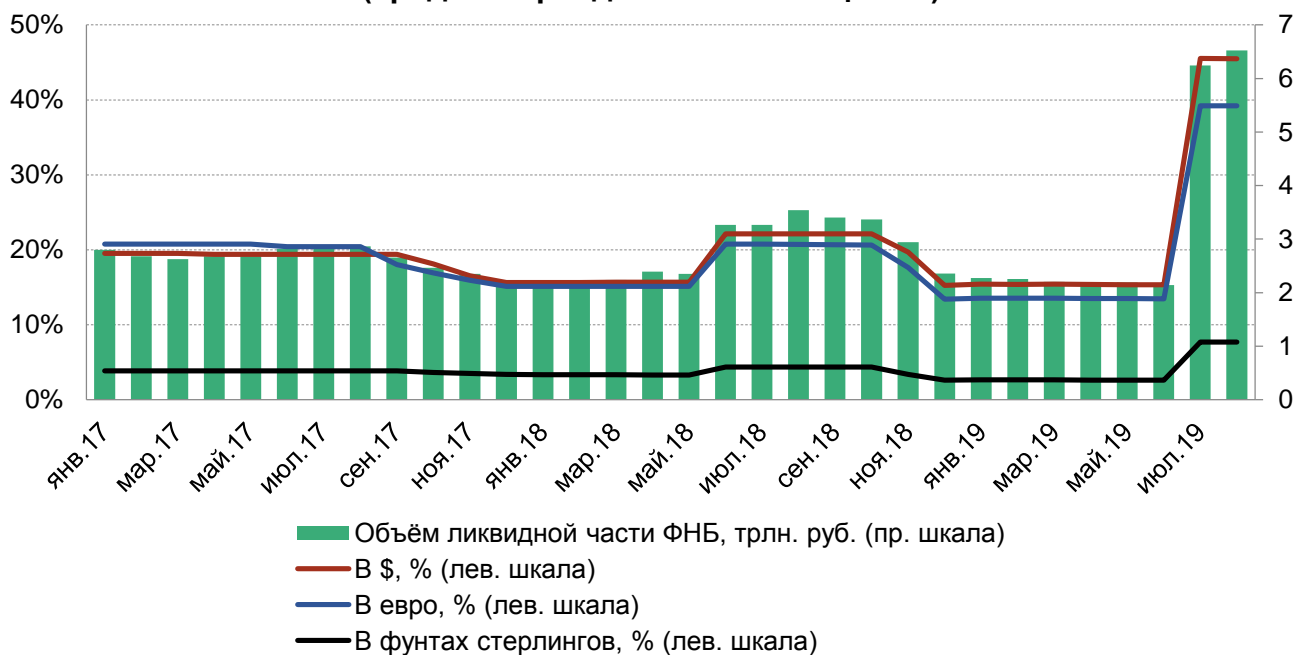
График 2. Объём ФНБ на конец месяца, трлн. руб.



Источник: Министерство финансов РФ

Кроме поступлений нефтегазовых сверхдоходов, доходов от инвестирования собственных средств, а также изъятий средств ФНБ на финансирование дефицита бюджета (разрешено упомянутой выше статьей БК), влияние на рублёвый размер Фонда оказывает изменение обменных курсов рубля к доллару, евро и фунту стерлингов. По итогам августа 2019 года доля долларовых активов ФНБ (из средств, размещённых на счетах в ЦБ) достигла 45,5%, доля активов в евро – 39,2%, доля активов в фунтах стерлингов – 7,6%. Для сравнения, аналогичные показатели по итогам августа 2018 года достигали 22,1%, 20,7% и 4,4% соответственно. В данных условиях зависимость рублёвых объёмов ликвидной части Фонда от обменного курса рубля в ближайшие месяцы должна заметно увеличиться. С начала 2016 года валютная переоценка рублёвых активов ФНБ колебалась от отрицательных 400 млрд. руб. (март 2016 года) до положительных 315 млрд. руб. (август 2018 года).

**График 3. Валютная структура ликвидной части ФНБ
(средства фонда на счетах в ЦБ РФ)**



Источник: Министерство финансов РФ

По итогам августа 2019 года доля ликвидных средств ФНБ достигла 6% от ВВП, а к концу 2020 году, исходя из показателей проекта федерального бюджета, показатель может вырасти, по нашим оценкам, до 8,2% от ВВП или до 9,3 трлн. руб. (ликвидная часть Фонда, общий объём Фонда оценивается проектом федерального бюджета в 11,06 трлн. руб.). В рамках текущего законодательства у государства появится возможность инвестировать «свободные» средства Фонда (ликвидные средства ФНБ свыше 7% от ВВП) уже в 2021 году. По нашей оценке, которая во многом совпадает с оценкой Министерства финансов, сумма возможных инвестиций оценивается в 1,2-1,7 трлн. руб. (оценка Министерства финансов: 1,5-2 трлн. руб.). Однако, во-первых, государство не планирует тратить все «свободные» средства ФНБ, а, во-вторых, у Министерства финансов, ЦБ и Министерства экономического развития до сих пор нет общей позиции по тем инструментам, в которые средства Фонда должны быть направлены.

Министр финансов Антон Силуанов предлагает использовать «свободные» средства Фонда на финансирование крупных инвестиционных проектов внутри России. На данные цели, по его мнению, можно направить порядка 15-20% от «свободных» средств, то есть около 225-400 млрд. руб. Механизм подобных инвестиций предполагает вложения в инфраструктурные облигации совместных проектов частных инвесторов и государства. По мнению заместителя министра финансов Владимира Колычева, частные инвестиции в таких проектах необходимы – негосударственные инвесторы лучше оценивают кредитные риски. В то же время крупные инфраструктурные проекты очень сложно запускаются без начальных инвестиций и гарантий государства. Среди таких проектов – газохимический проект ПАО «Газпром» по переработке этаносодержащего газа и производству СПГ в районе г. Усть-Луги (Ленинградская область), стоимость которого оценивается в \$20 млрд., и проект ПАО «Новатэк» стоимостью \$20-21 млрд. «Арктик СПГ-2». Ранее финансирование в размере 150 млрд. руб. от ФНБ получил проект ПАО «Новатэк» «Ямал СПГ», а 26 сентября 2019 года глава компании Леонид Михельсон объявил о том, что корпорация не нуждается в финансировании «Арктик СПГ-2» из ФНБ.

ЦБ и Министерство экономического развития выступили против инвестиций «свободных» средств ФНБ внутри страны. По мнению министра экономического развития Максима Орешкина, инвестиции Фонда необходимо направить на поддержку внешней экспансии российских производителей. В свою очередь ЦБ опасается, что инвестирование средств Фонда внутри страны способно разогнать инфляцию. Регулятор просит Министерство финансов распределять «свободные» средства ФНБ максимально предсказуемо, то есть направлять на инвестиции внутри РФ фиксированный объём «свободных» средств ежегодно, а не рассчитывать сумму инвестиций как долю от всех «свободных» средств Фонда на конец предшествующего инвестициям года. Ранее министр финансов Антон Силуанов говорил именно о доле «свободных» средств, которую ФНБ может выделить на финансирование инфраструктурных проектов внутри страны. При таком механизме рост стоимости нефти будет приводить к увеличению объёма инвестиций в российскую экономику, что противоречит основной концепции бюджетного правила – снижение зависимости отечественной экономики от конъюнктуры на нефтяных рынках. Против инвестиций средств ФНБ внутри страны выступал и МВФ, который назвал такие инвестиции «квазианалоговой деятельностью» и призывал инвестировать средства Фонда в высококачественные иностранные активы по примеру крупнейших государственных суверенных фондов Норвегии и Японии.

В данных условиях председатель ЦБ Эльвира Набиуллина осторожно высказалась за повышение цены отсечения в бюджетном правиле. В 2018 году подобное предложение уже поступало от председателя Счётной палаты Алексея Кудрина, который предлагал повысить цену отсечения на \$5 за баррель с целью увеличения бюджетных доходов. Оба варианта – с инвестициями средств из ФНБ и с увеличением цены отсечения – в конечном итоге приводят к росту инвестиций внутри РФ. Однако во втором случае власти должны будут закладывать расходы на финансирование инфраструктурных проектов в федеральный бюджет – документ, который проходит многоуровневую процедуру согласования и утверждения. При распределении средств через ФНБ пока такого механизма нет – на текущий момент решения об инвестициях в крупные инфраструктурные проекты могут приниматься на закрытых совещаниях правительства с государственными корпорациями и крупными частными партнёрами. Стоит отметить, что в 2018 году главу Счётной палаты Алексея Кудрина не поддержал никто, даже Эльвира Набиуллина. Министерство финансов жёстко стоит на сохранении текущего механизма формирования цены отсечения - \$40 за баррель в ценах 2017 года с ежегодной индексацией в 2%. «Странно такие предложения слышать от ЦБ. Это как если бы Минфин вдруг начал предлагать снизить ключевую ставку», – заявил заместитель министра финансов Владимир Колычев.

Министерство финансов также предлагает направить часть средств Фонда на предоставление государственных экспортных кредитов. Данный кредит применяется в тех случаях, когда зарубежный покупатель не имеет возможности осуществить оплату за счёт собственных средств или доступных кредитных ресурсов, а также в случае, если условия предоставления кредитных ресурсов в стране нахождения покупателя менее привлекательны для заемщика. Такой вид финансирования избавляет экспортера от необходимости предоставлять длительную отсрочку платежа по экспортному контракту. 18 июля 2019 года Комиссия по законопроектной деятельности Правительства РФ одобрила поправки в БК, позволяющие направлять «свободные» средства ФНБ на предоставление государственных экспортных кредитов. По мнению Министерства финансов, которое выступило инициатором поправок, государственные экспортные кредиты обеспечат сохранность средств и стабильный уровень доходов от их предоставления в долгосрочной перспективе. Инициатива также должна минимизировать возросшие риски арестов/блокирования российских активов в иностранных юрисдикциях, прежде всего США и странах Европы.

23 июля 2019 года Комитет по бюджету и налогам Государственной Думы отклонил поправку в БК, потребовав её согласования с ЦБ и Счётной палатой. Центральный банк выступил с жёсткой позицией, посчитав идею непродуманной. По словам регулятора, резервные активы должны вкладываться в высоколиквидные и надежные инструменты, которые обеспечат возможность возврата средств ФНБ и их использования по прямому назначению в любой момент времени. Во-вторых, инвестиции средств Фонда не должны влиять на агрегированный спрос, на макроэкономическую ситуацию. Предоставление государственных экспортных кредитов прямо влияет на экспортный спрос, то есть на макроэкономическую ситуацию. Кроме этого, для государственных экспортных кредитов нет вторичного рынка, что не позволяет обеспечить возврат средств в короткие сроки при необходимости. Несмотря на позицию ЦБ, 12 сентября 2019 года министр финансов и первый заместитель председателя Правительства РФ Антон Силуанов заявил, что Правительство РФ согласовало принципы инвестирования средств ФНБ – «свободные» средства Фонда будут направлены на финансирование крупных инфраструктурных проектов внутри страны и на предоставление государственных экспортных кредитов. Текущий проект федерального бюджета на 2020 год и на плановый период 2021 и 2022 годов содержит «Статья 12. Программа предоставления государственных финансовых и государственных экспортных кредитов». Правда, данная программа представлена в приложении №35, которое носит статус «секретно».

30 сентября 2019 года проект федерального бюджета был внесён в Государственную Думу РФ. Рассмотрение законопроекта в первом чтении намечено на 23 октября – к этому моменту крупнейшие финансовые ведомства страны могут прийти к соглашению об инвестировании средств ФНБ, а также определиться с механизмом согласования и количественными показателями инвестиций. По нашему мнению, на текущий момент стоит ожидать инвестиций «свободных» средств ФНБ внутри страны через механизм инфраструктурных облигаций проектов государственно-частного партнёрства, а также распределения «свободных» средств Фонда на предоставление государственных экспортных кредитов. При этом структура товарного экспорта РФ, а также заявления министра финансов Антона Силуанова, позволяют рассчитывать на «энергетическую» направленность инвестиций «свободных» средств ФНБ, начиная с 2021 года. В данной связи основными бенефициарами подобных инвестиций станут крупные государственные энергетические компании. Правда, неочевидно, как данные инвестиции согласуются с целями Фонда, который создан для «обеспечения софинансирования добровольных пенсионных накоплений граждан РФ, а также обеспечения сбалансированности (покрытия дефицита) бюджета Пенсионного фонда РФ».

Александр Жданов
Аналитик

Представленная информация является аналитическим обзором, не является и не может рассматриваться в качестве индивидуальной инвестиционной рекомендации, а также гарантий или обещаний в будущем доходности вложений, не учитывает портфель, опыт, знания клиента, его отношение к риску и доходности и может не подходить инвестору. Упомянутые финансовые инструменты либо операции могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям), финансовому положению, опыту инвестиций. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей.

ООО ИК «КьюБиЭф» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном материале, и рекомендует не использовать указанную информацию в качестве единственного источника при принятии инвестиционного решения. Перед принятием инвестиционного решения инвестору необходимо тщательно взвесить свое финансовое положение, чтобы получить полное представление о возможных рисках, а также удостовериться в том, что выбранные продукты и/или ценные бумаги и/или финансовые инструменты отвечают Вашим потребностям и ситуации.

В настоящем материале приведены прогнозные заявления – не основываются на фактических обстоятельствах и включают в себя заявления о мнении или текущих ожиданиях Компании относительно указываемых показателей. Прогнозные заявления не являются гарантией будущих показателей, и фактические показатели могут существенным образом отличаться от тех, которые приведены в прогнозных заявлениях. Компания не принимает на себя обязательств по пересмотру или подтверждению ожиданий и оценок, а также по обновлению прогнозных заявлений для отражения произошедших событий или возникших обстоятельств после даты составления данного документа, показатели, фигурирующие в данном документе, являются лишь индикативными и не могут рассматриваться как гарантия Компании.

Любая приведенная информация, мнения и оценки, являются суждениями на момент выпуска обзора и могут быть изменены без предупреждения. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов, являются надёжными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни Компания не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту и не делают каких-либо заверений в отношении того, что информация или оценки, содержащиеся в обзоре, являются достоверными, точными или полными.

Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ООО ИК «КьюБиЭф» категорически запрещено.