

Бюджет и условия восстановления: оценки ЦМАКП

Пенухина Е., Солнцев О.
ЦМАКП

5 мая 2020 г.

Ц
М
А
К
П



ОБЩАЯ ОЦЕНКА ДОХОДОВ, РАСХОДОВ И ДЕФИЦИТА БЮДЖЕТА В 2020-2021 гг.

2

Результаты расчетов по базовому (консервативному) прогнозу ЦМАКП

	Ед.	2019	2020	2021
	измерения	факт	прогноз	прогноз
Рамочные макропоказатели прогноза				
Темп прироста ВВП	%	1.3	-5.3	2.9
Цена на нефть марки Urals	долл./баррель	63.9	34.5	40.0
Среднегодовой обменный курс	руб./долл.	64.7	78.1	85.6
Показатели федерального бюджета				
Доходы	трлн. руб.	20.19	17.31*	19.62*
	% ВВП	18.3	16.3*	16.9*
Расходы	трлн. руб.	18.21	21.30**	22.11
	% ВВП	16.6	20.1**	18.8
Дефицит	трлн. руб.	1.97	-3.99	-2.49
	% ВВП	1.8	-3.8	-1.9

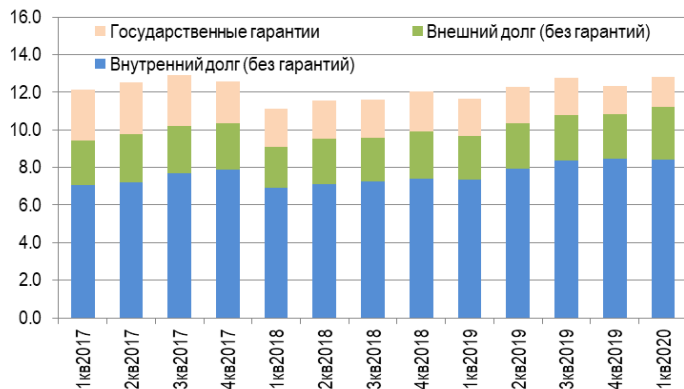
*В доходах учтены поступления прибыли Банка России от продажи акций ПАО Сбербанк в размере 350 млрд. руб. в 2020 г. и 300 млрд. руб. в 2021 г.

** Прогноз расходов предполагает реализацию третьего дополнительного антикризисного пакета поддержки экономики объемом порядка 0.5 трлн. руб.

Представленный прогноз базовый по условиям и консервативный с точки зрения проводимой бюджетной политики. В нем учтена реализация уже принятых мер антикризисной поддержки экономики, а также дополнительный пакет помощи объемом 0.5% ВВП (вероятность принятия такого пакета оценивается как высокая). Результаты расчетов показывают, что несмотря на принимаемые меры, спад составит **5.3% ВВП**. Для реальной поддержки экономики нужен большой фискальный импульс.

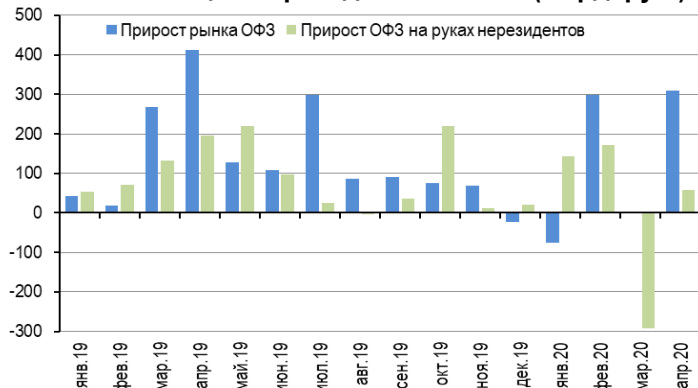
ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ РАСХОДОВ: заимствования на внутреннем рынке

Объем государственного долга РФ (% ВВП)



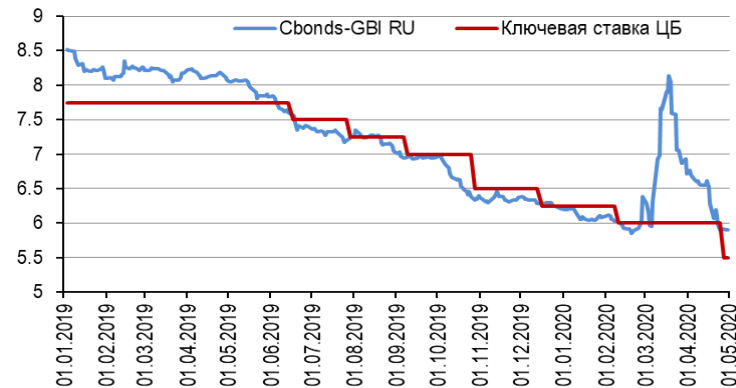
*Без учета долга субъектов РФ и муниципальных образований
Источник : Минфин России

Инвестиции нерезидентов в ОФЗ (млрд. руб.)



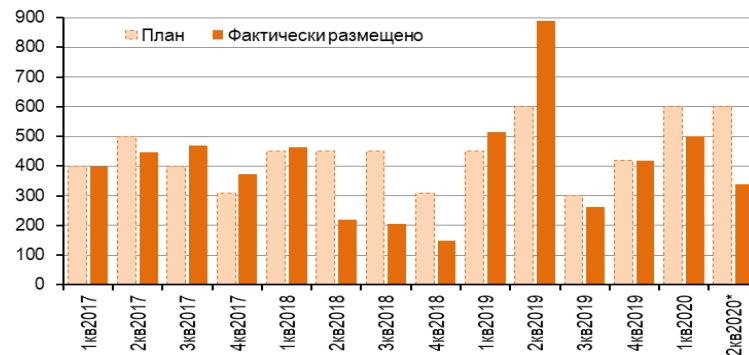
*Апрель 2020 – предварительная оценка
Источник: Банк России, НРД

Эффективная доходность к погашению портфеля государственных рублевых облигаций (Cbonds-GBI RU)



Источник: Cbonds.ru

Результаты аукционов Минфина России по размещению ОФЗ (млрд. руб.)



*2 квартал 2020 г. – по состоянию на 29.04.2020
Источник: Минфин России

Текущая ситуация позволяет наращивать внутренние заимствования: 1) Уровень государственного долга в России один из самых низких в мире – 12.8% ВВП. Безопасный уровень, при котором отсутствуют риски дефолта или попадания в долговую спираль, оценивается нами в 27% ВВП. 2) Доходность ОФЗ в апреле вновь вернулась к нормальному уровню (менее 6% на начало мая). 3) После перерыва в марте, в апреле Минфин смог на фоне снижающихся ставок разместить на аукционах ОФЗ на 340 млрд. руб., что свидетельствует о восстановлении спроса на гособлигации.

ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛА СПРОСА НА ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ В 2020 г.

Консервативная оценка потенциала увеличения рынка ОФЗ в 2020 г.

	Оценка потенциального спроса, млрд. руб.	Методологический комментарий
Кредитные организации (без учета спроса на рефинансирование)	Не менее 1800	В периоды макрофинансовых стрессов спрос на ОФЗ как инструмент инвестирования со стороны банков возрастает на 1,4-1,5 проц. п. в год
Кредитные организации (спрос на залог под рефинансирование)	Не менее 2250	В периоды макрофинансовых стрессов возрастает спрос банков на рефинансирование в ЦБ (исторически – на 4-5 трлн. руб.), основное обеспечение (до 60% залогов) – гособлигации
Прочие финансовые организации (пенсионные фонды, инвестфонды и т.д.)	Не менее 800	Некредитные финансовые организации при привлекательных условиях покупки гособлигаций также нарастят спрос (до 1 трлн. в год)
Возможный отток средств нерезидентов	До -1500	Нужно учитывать возможность вывода с рынка средств нерезидентов. 1.5 трлн руб. – столько нерезиденты вложили в ОФЗ за 2019 г. Это максимальная оценка возможного вывода средств
Общий потенциал:	Не менее 3350	

В соответствии с уточненной бюджетной росписью, в бюджет 2020 г. уже заложено чистое размещение государственных ценных бумаг на сумму 1740 млрд. руб. Исходя из полученных (подчеркнем, консервативных) оценок, **объем привлечения заимствований на внутреннем рынке может быть увеличен как минимум на 1600 млрд. руб.**

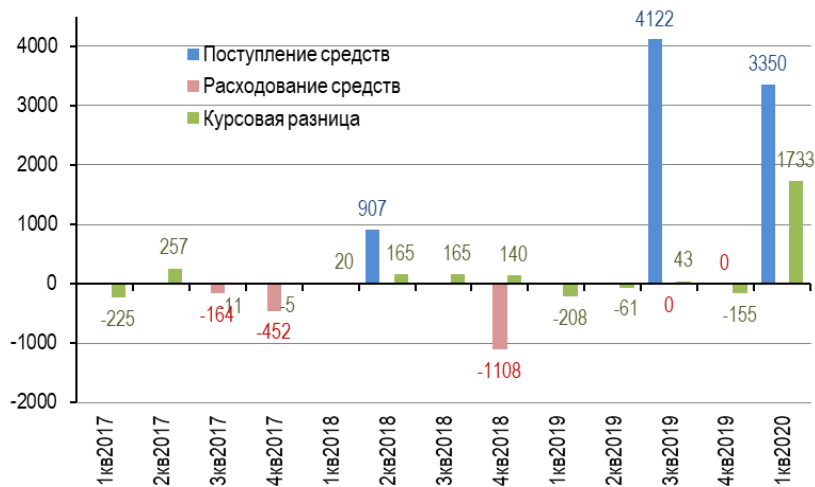
Как такой рост заимствований повлияет на доходности?

- 1) Это будет зависеть от позиции Банка России в отношении ключевой ставки (пока был заявлен переход к мягкой денежной политике и дальнейшее снижение ключевой ставки)
- 2) В периоды дефицита спред между доходностью ОФЗ и ключевой ставкой снижается, что объясняется притоком ликвидности на рынки (если дефицит финансируется не исключительно заимствованиями).

Соответственно, если Банк России будет придерживаться заявленной политики, такое **расширение заимствований не приведет к значимому росту доходностей.**

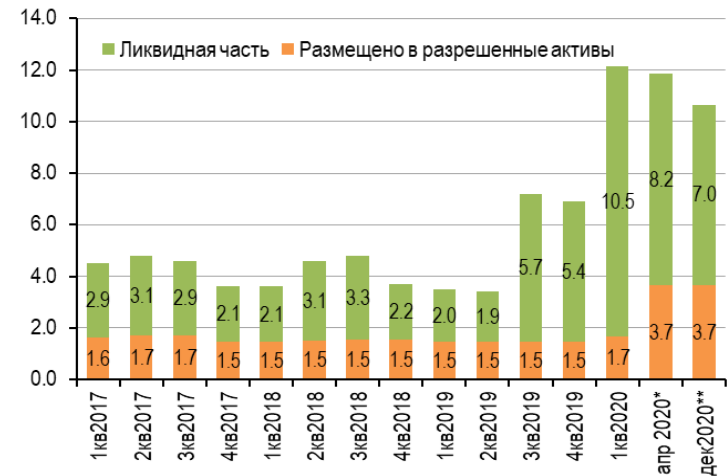
ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ РАСХОДОВ: Фонд национального благосостояния

ФНБ, поквартальная динамика (млрд. руб.)



Источник : Минфин России

Объем ФНБ на конец периода (% ВВП)



Источник: Минфин России, апрель 2020 – оценки ЦМАКП с учетом сделки по покупке акций ПАО Сбербанк, декабрь 2020 – прогноз ЦМАКП по базовому сценарию; ВВП на 2020 г. – прогноз ЦМАКП

За 1 квартал 2020 г. объем ФНБ в рублевом выражении **увеличился на 5.08 трлн. руб.** (из них 3.35 трлн. – прошлогодние нефтегазовые доходы и 1.73 трлн. руб. – курсовая разница по остаткам средств фонда).

По оценке ЦМАКП, на конец 2020 г. объем ликвидной части ФНБ составит **7% ВВП** (оценка учитывает сделку по Сбербанку, в результате которой значительная часть средств перешла в неликвидную часть, а также расходование средств ФНБ на компенсацию выпадающих доходов федерального бюджета).

Если дополнительно потратить из ФНБ 1.7 трлн. руб. на поддержку экономики, то объем ликвидной части фонда вернется к уровню конца 2019 г. (5.4% ВВП), когда уровень резервов оценивался как комфортный.

ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ РАСХОДОВ:

Общие выводы

Таким образом, ответ на вопрос об источниках финансирования* и объемах возможных дополнительных расходов на поддержку экономики представляется следующим:

- Дополнительный ресурс, который можно получить от расширения госзаимствований – минимум 1.6 трлн. руб. (без потребности в дополнительной поддержке рынка Банком России и без значимого увеличения стоимости заимствований).
- Дополнительные расходы за счет средств ФНБ (помимо расходов на компенсацию выпадающих нефтегазовых доходов) могут составить порядка 1.7 трлн. руб.
- **Таким образом, объем расходов федерального бюджета на антикризисную поддержку может быть увеличен на 3.3 трлн. руб. или 3.1% ВВП (как минимум!).**

НО:

- 1) Это должны быть **разовые расходы**, не предполагающие возникновение длящихся обязательств.
- 2) Это потребует **смягчения/временной заморозки бюджетного правила**. Действующая редакция бюджетных правил не позволяет использовать данные ресурсы для расширения антикризисной поддержки экономики.

**В числе источников не отмечены прибыль ЦБ от продажи акций ПАО Сбербанк и накопленные остатки на счетах федерального бюджета, так как они, очевидно, будут использованы на финансирование уже принятых антикризисных пакетов.*