



Банк России



Август 2022

МОДИФИКАЦИЯ БЮДЖЕТНОГО ПРАВИЛА: ОТ КОНСЕРВАТИЗМА К МЯГКОСТИ

Аналитическая записка

Власов С., Хажгериева А.

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

Опыт работы в России бюджетных правил и суверенных фондов подтверждает целесообразность их использования. Выделение конъюнктурной части нефтегазовых доходов и сбережение сверхдоходов в суверенном фонде обеспечивают предсказуемость и устойчивость бюджетных расходов, заметно снижая зависимость от внешнеэкономической конъюнктуры основных макроэкономических показателей и способствуя проведению контрциклической бюджетной политики и поддержанию долгосрочной устойчивости государственных финансов.

Эффективность конструкции бюджетного правила, действующего в России, определяется выбором показателя (показателей), разделяющего (разделяющих) нефтегазовую часть бюджета на структурную и конъюнктурную составляющие. В оптимальном варианте границы отсечения (по ценам и/или объемам добычи/экспорта энергоресурсов) должны быть несколько ниже долгосрочных равновесных уровней, позволяя в благоприятные периоды накапливать и поддерживать объем средств, достаточный для прохождения неблагоприятных периодов.

В текущей версии бюджетного правила в качестве такого показателя используется базовая цена нефти на уровне 40 долл./барр. в ценах 2017 года. С учетом цены прибыльности маржинальных производителей нефти – сланцевых компаний – использование данной базовой цены нефти до начала 2022 года представлялось несколько консервативным.

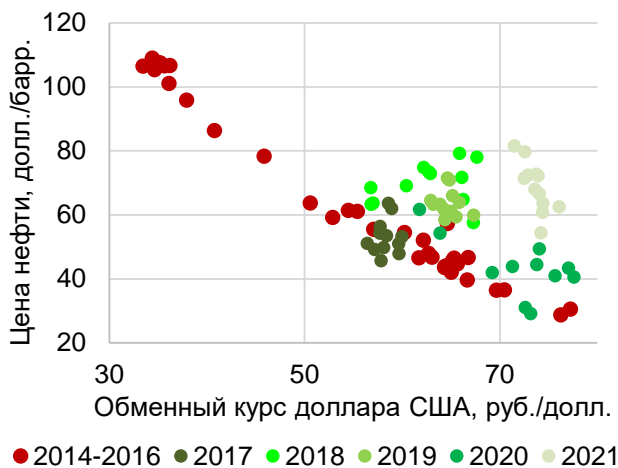
В то же время в озвученной Минфином России новой модификации бюджетного правила базовая цена нефти и объем добычи нефти представляются нам завышенными. Исходя из ожидаемой нами динамики цены прибыльности добычи сланцевых производителей и цены нефти, балансирующей государственные бюджеты основных стран – экспортеров нефти, цена нефти Urals 60 долл./барр. кажется существенно превышающей равновесный уровень для средне- и долгосрочного периода. Аналогичные, хотя и заметно более низкие, риски мы видим и со стороны объема добычи нефти в случае его фиксации на уровне 9,5 млн б/с. Это означает высокие риски формирования резервов в ФНБ в периоды относительно благоприятной внешней конъюнктуры в объемах, недостаточных для покрытия отрицательного разрыва между фактическими и базовыми нефтегазовыми доходами в периоды, когда цена нефти будет ниже базовой.

В новых реалиях с учетом значительно расширившегося дисконта нефти Urals к Brent для поддержания долгосрочной устойчивости государственных финансов и сохранения способности проведения контрциклической бюджетной политики более рациональным вариантом представляется сохранение текущего уровня базовой цены нефти. Кроме того, представляется целесообразным снижение используемого в расчетах объема добычи нефти. Альтернативным вариантом может стать сохранение текущего механизма, в рамках которого объем добычи нефти не фиксируется для расчета базовых нефтегазовых доходов.

1. ТЕКУЩАЯ КОНСТРУКЦИЯ БЮДЖЕТНОГО ПРАВИЛА

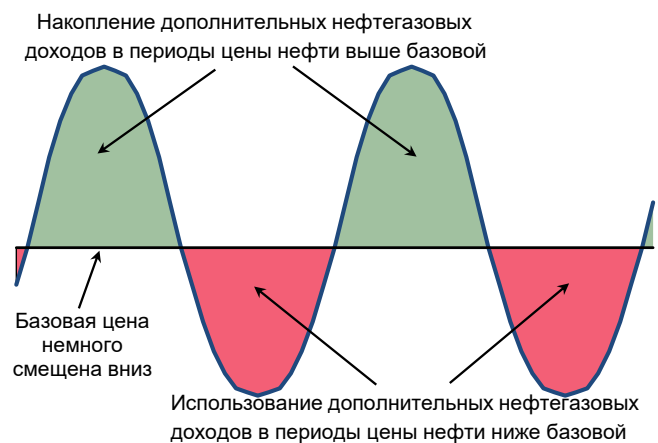
Опыт использования в России бюджетных правил и суверенных фондов подтверждает их эффективность. В частности, накопленные в благоприятные периоды средства в суверенных фондах позволили смягчить негативные последствия экономических спадов 2009, 2015 и 2020 годов. Бюджетное правило способствует макроэкономической стабильности и долгосрочной устойчивости государственных финансов, а потому целесообразно продолжить его использование после адаптации соответствующих механизмов к изменившимся условиям. Выделение конъюнктурной части нефтегазовых доходов и сбережение сверхдоходов в суверенном фонде позволяют обеспечить предсказуемость и устойчивость бюджетных расходов. Это способствует заметному снижению зависимости от внешнеэкономической конъюнктуры основных макроэкономических показателей, таких как ВВП и инфляция, и проведению контрциклической бюджетной политики. Сбережение дополнительных нефтегазовых доходов в иностранной валюте оказывает дополнительное стабилизирующее влияние на экономику через более эффективное сглаживание краткосрочных колебаний обменного курса (Рисунок 1). Кроме того, перераспределение нефтегазовых доходов между периодами высокой и низкой цены нефти (Рисунок 2), а также умеренный структурный нефтяной дефицит бюджета и, как следствие, умеренный рост государственного долга относительно ВВП (Рисунок 3) позволяли поддерживать высокую долгосрочную устойчивость государственных финансов.

Рисунок 1. Соотношение цены нефти и обменного курса до и после введения бюджетного правила



Источники: Банк России, Минфин России.

Рисунок 2. Условное перераспределение нефтегазовых доходов между фазами нефтяных циклов



Источник: ДИП.

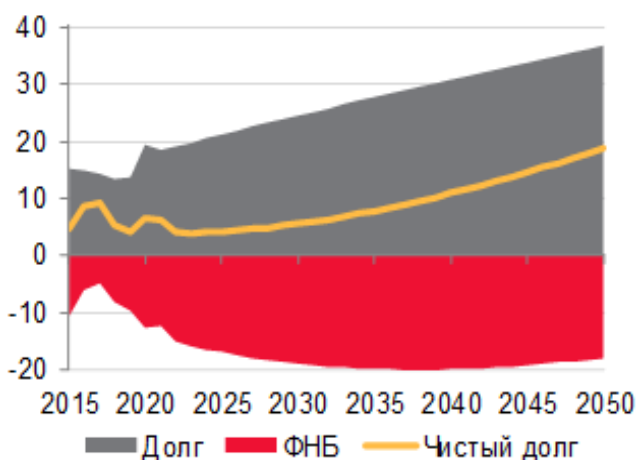
В текущей конструкции бюджетного правила возможность поддержания долгосрочной устойчивости государственных финансов и проведения контрциклической бюджетной политики определяется во многом выбором показателя (показателей), разделяющего (разделяющих) нефтегазовую часть бюджета на структурную и конъюнктурную составляющие. В оптимальном варианте границы отсечения (по ценам и/или объемам добычи/экспорта энергоресурсов) должны быть несколько ниже долгосрочных равновесных уровней

(Рисунок 2). В этом случае в теории предполагается, что в относительно благоприятные периоды будут накапливаться средства, покрывающие потребность в их использовании в неблагоприятные периоды (строго в соответствии с бюджетным правилом). Выбор значений несколько ниже равновесных уровней призван компенсировать снижение резервов в относительном выражении (в реальном выражении / относительно ВВП) внутри сырьевых циклов.

В текущей версии бюджетного правила используется единственный показатель, разделяющий нефтегазовые доходы на структурные и конъюнктурные, – цена нефти, заданная на уровне 40 долл./барр. в ценах 2017 года. Остальные показатели не фиксированы – для расчета как базовых, так и совокупных нефтегазовых доходов используются их фактические значения. Поскольку Минфин России ежегодно корректирует закон о федеральном бюджете в конце года, фактические годовые величины прочих показателей, как правило, очень близки к плановым, закрепленным в законе о бюджете. Поэтому отклонение фактических значений прочих показателей от плановых величин не сказывается в значительной мере на величине расходов.

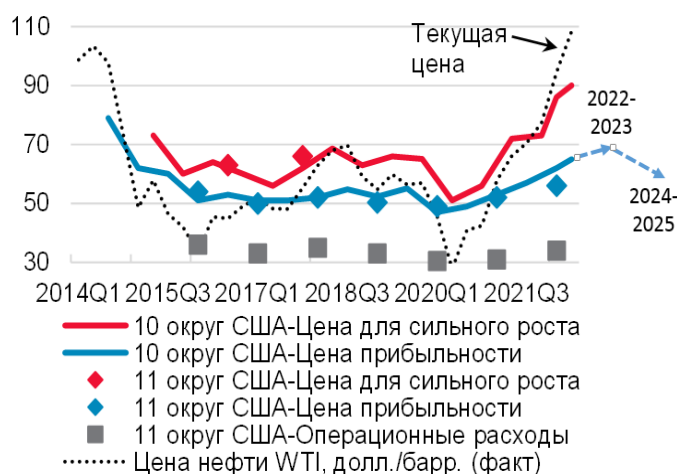
Выбранная в качестве базовой цены нефти Urals 40 долл./барр. в ценах 2017 года была ниже цены прибыльности маржинальных производителей нефти, которыми считаются сланцевые компании США. Регулярные опросы ФРБ Даллас и ФРБ Канзас Сити подтверждают это предположение: средняя цена прибыльности добычи стабильно держалась около уровня 50 долл./барр. (Рисунок 4). Такая консервативным образом установленная цена способствовала накоплению средств в ФНБ в течение нефтяного цикла, обычно связанного с циклом деловой активности. В результате объем ежегодных бюджетных расходов также определялся консервативно, что обеспечивало их устойчивость при низких ценах на нефть.

Рисунок 3. Пример оценки динамики ФНБ, валового и чистого долга в сценарии 2021 года, % ВВП



Источник: расчеты ДИП.

Рисунок 4. Цена нефти WTI, соответствующая операционным издержкам, обеспечивающая прибыльность добычи и ускоренный рост добычи сланцев, долл./барр.



Источники: ФРБ Даллас, ФРБ Канзас Сити.

2. АНАЛИЗ ВОЗМОЖНОЙ МОДИФИКАЦИИ БЮДЖЕТНОГО ПРАВИЛА

По сообщениям СМИ, в [предложенной Минфином России](#) модификации бюджетного правила разделение нефтегазовых доходов на структурные и конъюнктурные будет производиться не только на основе фиксации цены нефти, но и объема ее добычи. При этом выбранные уровни показателей¹ могут привести к отклонению базовых нефтегазовых доходов (и финансируемых ими бюджетных расходов) вверх от средне- и долгосрочно обоснованного уровня. В результате по итогам полного цикла цен на нефть объем ФНБ будет иметь тенденцию к снижению. Это несет риски для сохранения устойчивости государственных финансов и способности проводить контрциклическую бюджетную политику.

Цена нефти Urals 60 долл./барр. представляется нам существенно выше равновесного уровня для средне- и долгосрочного периода. Цена эталонной марки нефти Brent с высокой вероятностью вполне может закрепиться около 60–65 долл./баррель. На это указывают динамика средней цены прибыльности добычи сланцевой нефти в США и цены, балансирующей бюджеты стран – экспортеров нефти. Средняя цена прибыльности добычи сланцев выросла с 50 долл./барр. под влиянием циклических и структурных факторов и может продолжить рост в ближайшие кварталы (Рисунок 4). При этом равновесный уровень, очищенный от циклических колебаний (например, роста стоимости затрат на бурение вследствие роста цены нефти), по нашим оценкам, может сформироваться около 60–65 долл./баррель. Кроме того, цена нефти 60–65 долл./барр. может оказаться близка к цене, балансирующей бюджеты крупнейших стран – экспортеров нефти после прохождения периода нестабильности (Рисунок 5).

Однако с учетом сформировавшегося дисконта Urals к эталонной марке Brent цена нефти Urals на уровне 60 долл./барр. выглядит завышенной. С начала спецоперации дисконт вырос с нескольких долларов США до уровня 30–35 долл./барр.² (Рисунок 6). Ожидаемое нами снижение цены нефти Brent с текущих около 100 долл./барр. до приблизительно 60–65 долл./барр. должно повлечь и значительное снижение дисконта (за счет уменьшения стоимости транспортных издержек из-за снижения стоимости топлива, а также сокращения стоимости страхования по причине сокращения стоимости страхуемого груза). Однако, например, пропорциональное снижению цены нефти снижению дисконта оставит его на уровне около 20 долл./барр., что сформирует цену нефти Urals на уровне 40–45 долл./баррель. Это близко к базовой цене нефти в соответствии с действующим бюджетным правилом (47 долл./барр. в 2025 году).

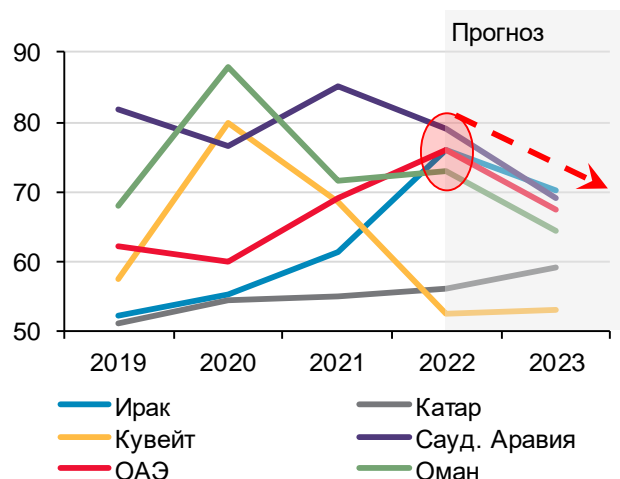
Аналогичные, хотя и заметно более низкие, риски есть и со стороны объема добычи нефти, если он будет зафиксирован на озвученном Минфином России уровне. Выбранный уровень в 9,5 млн б/с выглядит реалистичным на горизонте до 2025 года, однако

¹ Минфин России предлагает с 2025 года использовать для расчета базовых НГД базовую цену нефти 60 долл./барр. и объем добычи нефти 9,5 млн б/с.

² Он объясняется ростом издержек на транспортировку по существенно более длинному маршруту и страхование поставок, в том числе с учетом «эффекта стигмы», т.е. добровольного отказа от ведения бизнеса с российскими компаниями.

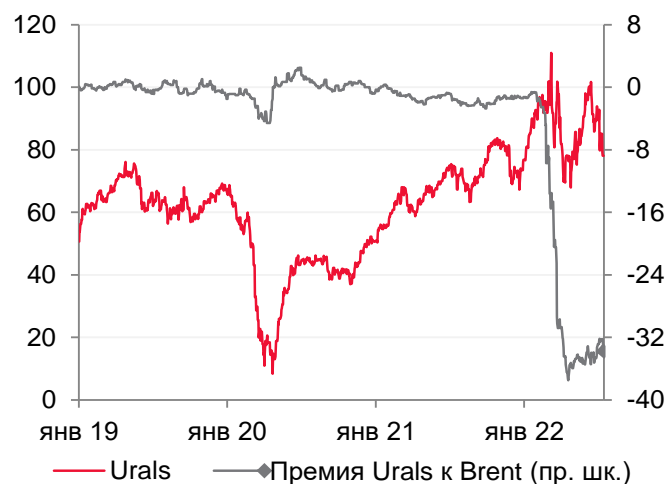
уже на горизонте до 2030 года он представляется несколько выше равновесного. Например, [по оценкам Rystad](#), к 2030 году объем добычи нефти в России опустится до 8,5 млн б/с. Основными долгосрочными факторами сокращения добычи в России должны стать последствия глобального энергоперехода, а также снижение доступа российских нефтяных компаний к современным технологиям.

Рисунок 5. Цена нефти, балансирующая госбюджеты стран – экспортеров нефти, долл./барр.



Источник: МВФ.

Рисунок 6. Цена нефти Urals и дисконт к цене марки Brent



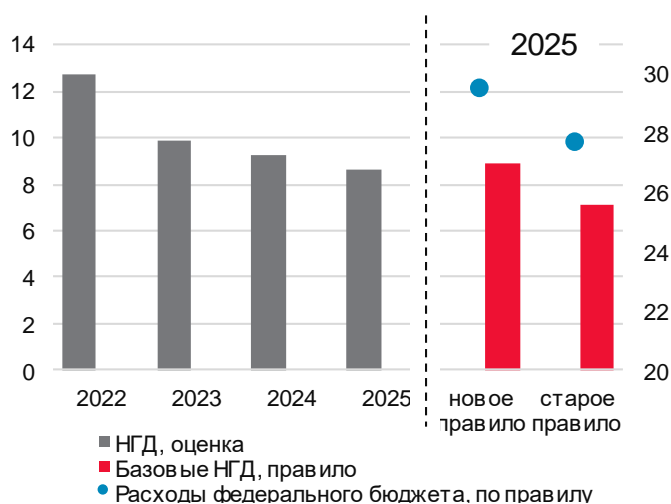
Источник: Investing.com.

Это усиливает риски формирования резервов в ФНБ в периоды относительно благоприятной внешней конъюнктуры в объемах, недостаточных для покрытия отрицательного разрыва между фактическими и базовыми нефтегазовыми доходами в периоды, когда цена нефти будет ниже базовой. По нашим оценкам, уже в 2025 году объем нефтегазовых доходов (при нефти Urals 55 долл./барр.) может оказаться на 0,25 трлн руб. ниже базовых нефтегазовых доходов, в то время как расчет базовых нефтегазовых доходов по старой модификации бюджетного правила позволил бы сберечь в ФНБ около 1,5 трлн руб. (Рисунок 7). При более низкой фактической цене разрыв будет выше.

При предлагаемых параметрах бюджетного правила это потребует в средне- и долгосрочной перспективе выбора между несколькими вариантами. Первый – допущение колебаний бюджетных расходов в зависимости от внешнеэкономической конъюнктуры. Вместе с этим повысится волатильность основных макроэкономических показателей, в частности ВВП. Это сузит возможности для проведения контрциклической политики. Второй вариант – компенсация разрыва за счет дополнительных займов и ускоренного роста долга. По нашим расчетам, уже в 2025 году могут потребоваться дополнительные источники финансирования в объеме свыше 1,5 трлн руб., или 1,0% ВВП (дефицит выше на 1,0 п.п., или 1,7% ВВП). Такой вариант может оказаться приемлемым на горизонте

нескольких лет за счет использования оставшихся резервов, но несет высокие риски для устойчивости государственных финансов на средне- и долгосрочном горизонте³.

Рисунок 7. Оценка НГД, базовых НГД и соответствующих им расходов федерального бюджета по бюджетному правилу*, трлн руб.



Источник: расчеты ДИП.

* Базовые НГД по «новому правилу» определены при цене нефти 60 долл./барр. и объеме добычи 9,5 млн б/с; по «старому правилу» – при базовой цене 46,9 долл./баррель.

Эффективность бюджетного правила определяется также другими показателями, которые не озвучил Минфин России. Расчет базовых нефтегазовых доходов зависит от цены газа, объема добычи газа, объемов экспорта нефти, нефтепродуктов и газа и обменного курса рубля к доллару США. В случае принятия решения о закреплении показателей на неких уровнях оно должно быть также основано на умеренно консервативных представлениях об устойчивых уровнях в средне- и долгосрочном периодах. Решение по данным показателям и уточнение озвученных параметров показателей (например, установление цены нефти не фиксированной, а в реальном выражении, как в действующей конструкции бюджетного правила) могут изменить сделанные выше выводы. Так, использование цены нефти в реальном выражении по аналогии с текущим механизмом будет означать ее ежегодную индексацию при сохранении темпа 2% в год – более чем на 1 долл./баррель. Это не меняет существенно сделанные выводы, но скорее добавляет рисков.

В целом если использованную в последние годы базовую цену нефти можно назвать несколько консервативной, то предложенные Минфином России в новой модификации бюджетного правила базовые цена нефти и объем добычи нефти представляются завышенными в средне- и долгосрочном периодах, в том числе с учетом необходимости увеличения размера средств ФНБ темпами, сопоставимыми с темпами роста номинального ВВП⁴. В новых реалиях с учетом значительно расширившегося дисконта

³ Возможны и другие варианты, в том числе с наращиванием налоговой нагрузки, но все они так или иначе сопровождаются теми же рисками.

⁴ С поправкой на влияние цикла цен на нефть.

нефти Urals к Brent для поддержания долгосрочной устойчивости государственных финансов и сохранения способности проведения контрциклической бюджетной политики более рациональным вариантом представляется сохранение текущего уровня базовой цены нефти. Кроме того, кажется целесообразным снижение используемого в расчетах объема добычи нефти. Альтернативным вариантом может стать сохранение текущего механизма, в рамках которого объем добычи нефти не фиксируется для расчета базовых нефтегазовых доходов.

Настоящий материал подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования.

Все права защищены. Содержание настоящей записки отражает личную позицию авторов и может не совпадать с официальной позицией Банка России. Банк России не несет ответственности за содержание записки. Любое воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Фото на обложке: Shutterstock.com

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Телефоны: +7 (495) 771-91-00, +7 (495) 621-64-65 (факс)

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru