

Financieel is Rusland nog steeds sterk

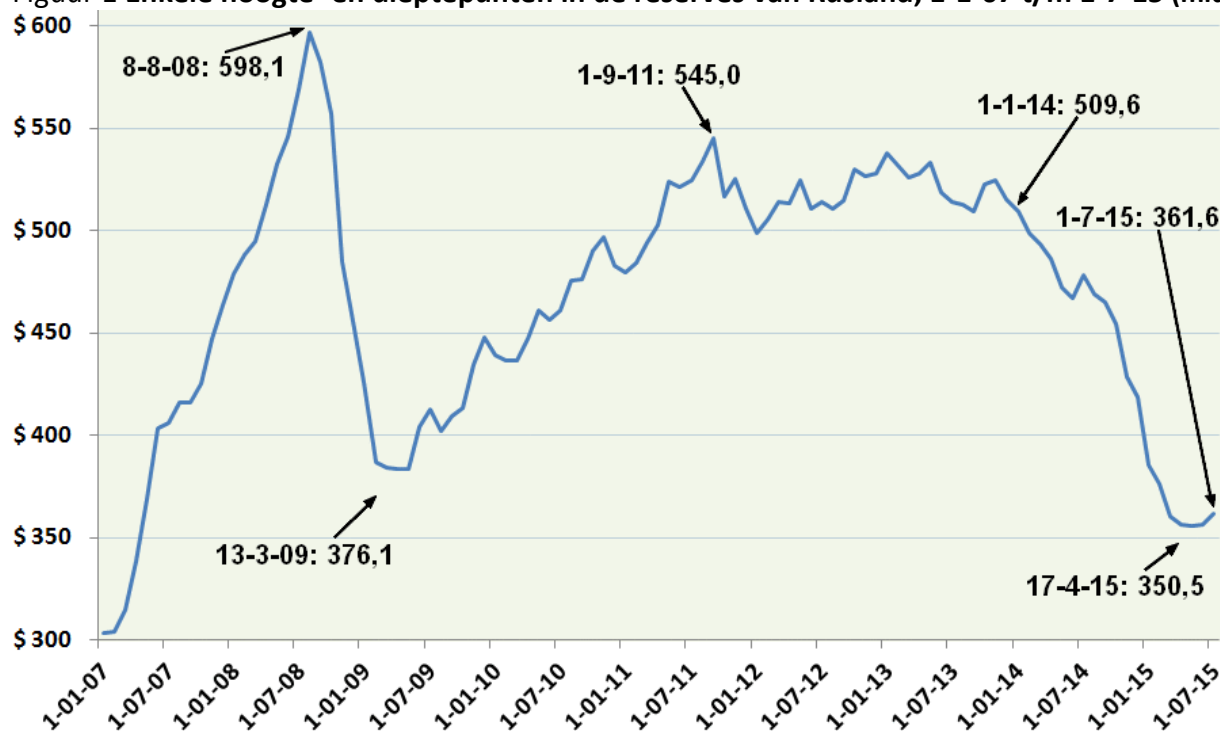
Het is bekend dat Rusland een omvangrijke goud- en valutareserve had. Het is evenzeer bekend dat de financiële reserves sinds 2014 gekrompen zijn. Maar het is niet duidelijk, gezien de tegenstrijdige mediaberichten, hoe groot de reserves nog zijn, waaruit ze bestaan, hoe groot de afname was en hoe de toekomst eruit kan zien.

Jan Limbeek

Van 1 januari 2014 tot en met het dieptepunt van 17 april 2015 is de goud- en valutareserve van de Centrale Bank van Rusland (CBR) met 159 miljard dollar afgenomen, waarvan 124 miljard in 2014 en 35 miljard in 2015. De reductie in 2014, met name vanaf oktober, was omvangrijker omdat de uitstroom van kapitaal groter was en de CBR toen nog intervenueerde om de val van de roebel te remmen. Dit jaar is de uitstroom lager en mag de roebel vrijelijk bewegen. De CBR intervenueert nog wel, maar is daartoe niet meer verplicht. Bovendien vond de afname in 2015 hoofdzakelijk plaats in januari en februari.

Ondanks de forse afname zijn de reserves nog steeds groot en liquide (makkelijk en snel bruikbaar), en nemen sinds mei 2015 weer in omvang toe. De CBR had op 1 juli 2015 een reserve van 362 miljard dollar, 12 miljard dollar meer dan het laagste punt van twee maanden eerder. Bankpresident Elvira Nabjoellina streeft ernaar de reserves te vergroten naar 500 miljard dollar. Sinds half mei koopt de CBR weer valuta in ruil voor roebels. Het - welbewuste - gevolg is dat de koers van de roebel ten opzichte van de euro en de dollar weer verzwakt.

Figuur 1 Enkele hoogte- en dieptepunten in de reserves van Rusland, 1-1-07 t/m 1-7-15 (mld.\$)



Bron: Centrale Bank van Rusland (cbr.ru)

De internationale reserve van de CBR omvat liquide buitenlandse valuta: euro's, dollars en Britse ponden. Daarnaast bestaat de reserve uit goud, speciale trekkingsrechten (Special Drawing Rights of sdr's: de valuta van het IMF) en Ruslands reservepositie bij het IMF. Tabel 1 laat zien dat de reserve het grootste deel van de jaren nul vooral bestond uit buitenlandse valuta. Het aandeel van goud was klein. Rusland had nagenoeg geen reservepositie bij het IMF en geen sdr's.

Tabel 1 Samenstelling internationale reserves van Rusland (mld \$), 1 januari 1993 - 1 juli 2015

	Totaal	Valuta	Goud	Valuta		
				Buit. valuta	SDR's	Res.pos IMF ¹
1-7-15	361,6	313,3	48,2	302,7	8,0	2,6
1-1-15	385,5	339,4	46,1	327,7	8,2	3,4
1-7-14	478,3	432,0	46,3	418,8	8,8	4,3
1-1-14	509,6	469,6	40,0	456,4	8,8	4,4
1-1-13	537,6	486,6	51,0	473,1	8,7	4,7
1-1-12	498,6	454,0	44,7	441,2	8,7	4,1
1-1-11	479,4	443,6	35,8	432,9	8,7	1,9
1-1-10	439,5	416,7	22,8	405,8	8,9	1,9
1-1-09	426,3	411,7	14,5	410,7	0 ²	1,1
1-1-07	303,7	295,6	8,2	295,3	0	0,3
1-1-05	124,5	120,8	3,7	120,8	0	0
1-1-03	47,8	44,1	3,7	44,1	0	0
1-1-01	28,0	24,3	3,7	24,3	0	0
1-1-99	12,2	7,8	4,4	7,8	0	0
1-1-97	15,3	11,3	4,0	11,3	0	0
1-1-95	6,5	4,0	2,5	4,0	0	0
1-1-93	4,5	2,0	2,6	2,0	0	0

¹ Reservepositie van Rusland in het IMF

² In augustus 2009 steeg het aantal sdr's van 3.000 dollar naar 6,9 miljard dollar

Bron: Centrale Bank van Rusland (cbr.ru)

De financiële reserves van de CBR zijn bruto reserves. Om de financiële positie van een land te bepalen, moet men ook kijken naar de omvang van de overheidsschuld. Zo had de Federal Reserve van de VS op 1 januari 2015 een financiële reserve van 431 miljard dollar, maar bedroeg de overheidsschuld zo'n 18.000 miljard dollar.

Voor Rusland is dit beeld heel wat gunstiger. Tabel 2 laat zien dat de totale buitenlandse schuld van Rusland (overheid, centrale bank, bedrijven en banken) begin 2015 bijna 300 miljard dollar lager was dan de waarde van de bezittingen van Rusland in het buitenland. Rusland heeft dus meer bezittingen dan schulden. Een situatie die verder verbetert omdat de schulden van Rusland in hoog tempo afnemen, nu veel leningen in het Westen niet meer verlengd worden.

Tabel 2 **Netto buitenlandse schuld van Rusland op 1 januari 2015 (mld \$)**

	Buitenlandse schuld (1)	Buitenlandse activa (2)	Netto Buitenlandse schuld (kolom 1-2)
Totaal	593,4	890,7	-297,3
Kortlopend	63,6	574,6	-510,9
Langlopend	529,8	316,1	213,7
Overheid	37,8	38,8	-1,0
Kortlopend	0,4	0,3	0,1
Langlopend	37,4	38,5	-1,1
Centrale Bank	10,6	339,6	-329,0
Internationale reserve (exclusief goud)	8,2	339,4	-331,2
Banken	171,5	246,0	-74,5
Kortlopend	41,0	105,0	-64,0
Lopende rekening en deposito's	35,0	62,4	-27,5
Langlopend	130,4	141,0	-10,5
Deposito's	125,1	28,5	96,5
Overige bedrijven	373,6	266,4	107,2
Kortlopend	19,9	129,7	-109,8
Langlopend	353,7	136,6	217,1
Investeringskredieten	130,6	87,0	43,6
Leningen	217,0	35,8	181,2

Bron: Centrale Bank van Rusland (cbr.ru)

Tabel 3 toont dat sinds 1 juli 2014, de totale buitenlandse schuld van Rusland met 177 miljard dollar is afgenomen. De bedrijfsschuld is het minst gereduceerd. De publieke schuld (overheid en CBR gecombineerd) maakt slechts acht procent van de totale buitenlandse schuld uit en 16 procent van het bbp. De buitenlandse schuld van alleen de overheid bedraagt 12 procent van het bbp. Overigens was de omvang van de buitenlandse schuld op 1 januari 2015 in tabel 3 iets hoger dan in tabel 2. Tabel 3 is betrouwbaarder omdat de cijfers van juni 2015 zijn, dus van recenter datum.

Tabel 3 **Buitenlandse schuld van Rusland, 1 januari 2014 - 1 april 2015 (mld \$)**

	1-1-2014	1-4-2014	1-7-2014	1-10-2014	1-1-2015	1-4-2015
Totaal	728,9	715,9	732,8	680,9	599,0	555,9
Overheid	61,7	53,6	57,1	49,4	41,6	33,6
Federale overheid	61,0	52,9	56,4	48,7	41,0	33,0
Centrale bank	16,0	15,5	16,2	15,8	10,6	11,7
Banken*	214,4	214,0	208,9	192,3	171,5	154,2
Overige bedrijven	436,8	432,7	450,6	423,4	375,4	356,5

Opm. Buitenlandse schuld in buitenlandse valuta en in roebels, beide gedenomineerd in dollars

*. Inclusief gegevens van de VEB (Vnesjekonombank), tegenwoordig een staatsontwikkelingsbank

Bron: Centrale Bank van Rusland (cbr.ru)

Een deel van de schuldreductie in dollars wordt verklaard door schommelingen in de wisselkoers, met name de depreciatie van de roebel. In de eerste helft van 2014 was een kwart van de buitenlandse schuld van Rusland gedenomineerd in roebels. Nu is dit minder dan een vijfde.

Volgens de CBR zal tussen april en december 2015 schuld aflopen ter waarde van zo'n 100 miljard dollar. Vier vijfde hiervan is gedenomineerd in buitenlandse valuta, wat de aflossing kostbaar maakt omdat men veel goedkope roebels moet ruilen voor valuta. Aan de positieve kant geldt dit dus niet voor een vijfde van de aflopende schuld die gesteld is in roebels. Bovendien hoeft een deel van de aflopende schuld niet afbetaald te worden omdat die verlengd worden. Daarbij gaat het vooral om de schulden tussen bedrijven onderling, zo'n vijfde van het totaal.

Spaarfondsen

Rusland kent ook twee spaarfondsen, die vooral gevuld worden door olie-inkomsten: het Reservefonds en het Nationaal Welzijnsfonds. Het eerste fonds bestaat geheel uit buitenlands valuta en wordt gerekend tot de valutareserve van de CBR. Het tweede fonds, het Nationaal Welzijnsfonds, bestaat voor ongeveer driekwart uit buitenlandse valuta, die eveneens behoort tot de internationale valutareserve van de CBR. Het overige kwart bestaat uit beleggingen in roebels, die minder liquide zijn. Het CBR beheert de valuta van de fondsen in opdracht van de eigenaar, het Ministerie van Financiën.

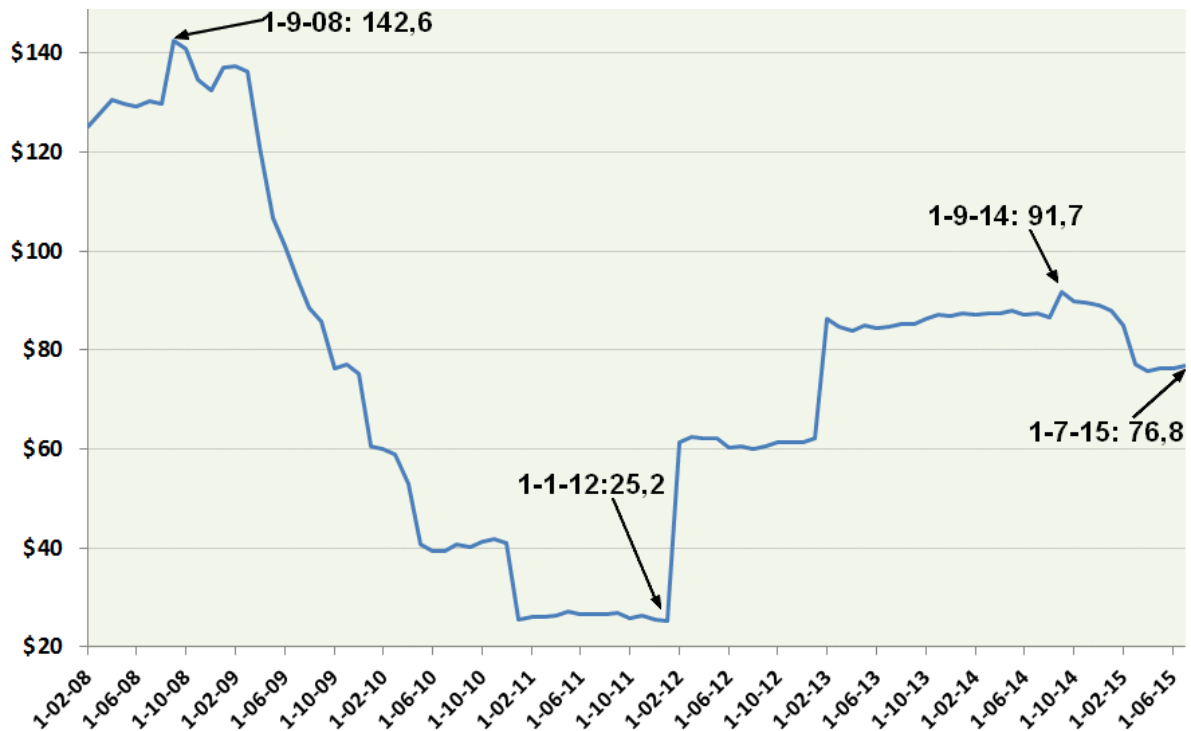
In 2015 is men van plan de fondsen voor een deel te gebruiken om de economische crisis te verzachten. De buitenlandse valuta van de fondsen worden dan ingewisseld voor roebels. Dit gaat niet ten koste van de valutareserve omdat de valuta op de balans van de CBR blijven staan, ze verhuizen alleen naar een andere rekening.

Het Reservefonds is er onder meer voor om de overheidsfinanciën ondersteunen als het slecht gaat met de economie. In 2015 zal dit het geval zijn, net als in 2009 en 2010. Van februari 2013 t/m februari 2015 bleef het Reservefonds stabiel op zo'n 87 miljard dollar. Na februari 2015 daalde dit licht naar 77 miljard dollar.

Uiteindelijk zou het Fonds de helft van de omvang kunnen inleveren, want het Ministerie van Financiën plande dat in 2015 het overheidstekort 5,5 procent van het bbp zal zijn - en het federale tekort 3,7 procent van het bbp - hetgeen gefinancierd wordt door het Reservefonds

Aan de ander kant is de huidige begroting vrij conservatief gepland, want gebaseerd op een olieprijs van 50 dollar per vat in 2015. De huidige olieprijs is bijna tien dollar hoger. Als dit zo blijft, zou het tekort (veel) lager kunnen uitvallen en zal het Reservefonds dus op niveau kunnen blijven.

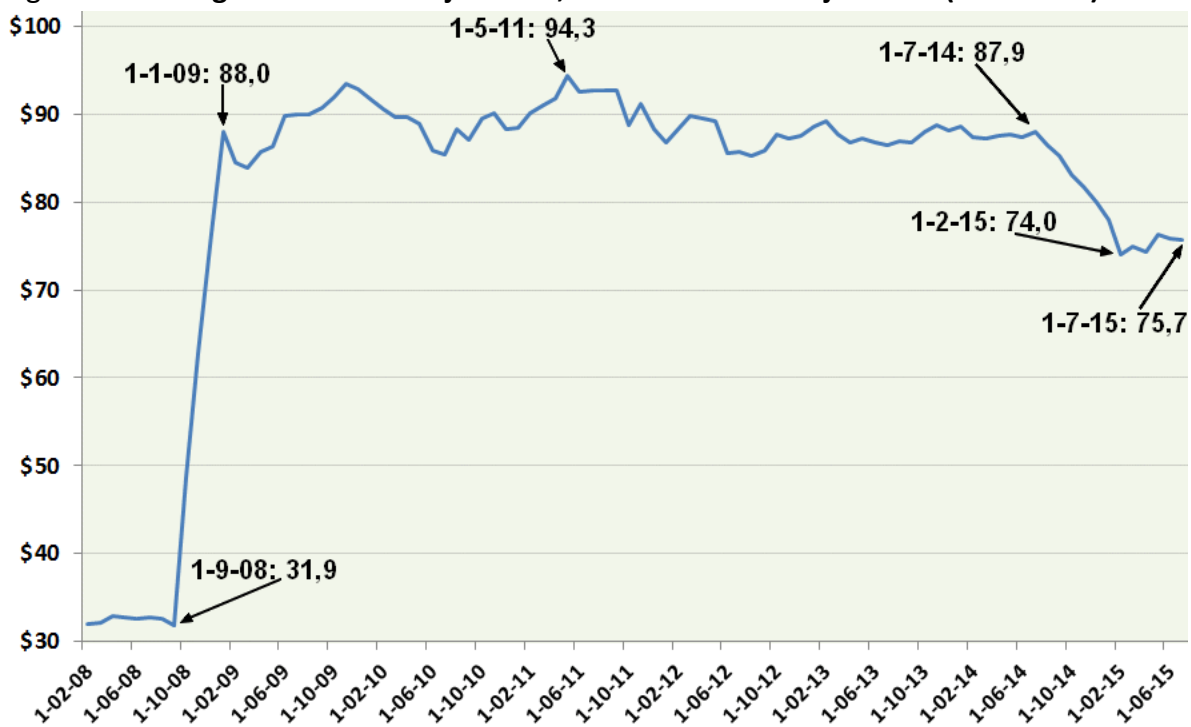
Figuur 2 **Omvang Reservefonds, 1 februari 2008 - 1 juli 2015 (mld dollar)**



Bron: Russisch Ministerie van Financiën (minfin.ru)

Het Nationaal Welzijnsfonds financiert voor een klein deel de pensioenuitgaven, maar kan ook gebruikt worden om de economie te ondersteunen. Voor dit laatste doel werd in 2014 600 miljard roebel uitgetrokken (zo'n 15 miljard dollar tegen de jaargemiddelde koers van 2014 van 40 roebel voor een dollar). In 2015 zal dit maximaal 550 roebel zijn (10 miljard dollar). Deze uitgaven zijn niet zichtbaar in de vermindering van de omvang van het fonds omdat ze op de balans van het fonds blijven. De uitgaven van het andere fonds, het Reservefonds, ten behoeve van de begroting verdwijnen wel van de balans.

Figuur 3 **Omvang Nationaal Welzijnsfonds, 1 februari 2008 - 1 juli 2015 (mld dollar)**



Bron: Russisch Ministerie van Financiën (minfin.ru)

Maar niet alle activa van het Nationaal Welzijnsfonds zijn even betrouwbaar. Zo heeft het fonds eind 2013 voor drie miljard dollar aan Oekraïense staatsobligaties gekocht, die als vordering op de balans staan. Het is echter zeer de vraag of de huidige Oekraïense regering deze lening geheel gaat terugbetalen. De neerwaartse tendens in de omvang van het fonds (figuur 3) is vooral een gevolg van de kracht van de dollar: euro's, ponden en roebels leveren de laatste tijd minder dollars op.

Eind aan de appreciatie?

Als de buitenlandse valuta van het Reservefonds en het Nationaal Welzijnsfonds ingezet worden om de economie of de begroting te ondersteunen, worden ze omgewisseld in roebels. Naarmate de depreciatie van de roebel hoger is, levert buitenlandse valuta meer roebels op en is het fonds gemeten in roebels omvangrijker.

Zo daalde de roebelkoers tegenover de dollar met 7,2 procent in juni 2015, waardoor de waarde van het Nationaal Welzijnsfonds in roebels met 200 miljoen steeg en in dollars juist met 200 miljoen daalde. De overheid profiteert van depreciatie van de roebel, maar de bevolking niet omdat hun koopkracht in buitenlandse valuta daalt. Extra duur worden bijvoorbeeld importproducten, producten die met behulp van geïmporteerde producten worden gemaakt, vakanties in het Westen.

Tussen februari en mei 2015 ging de koersstijging van de roebel bijna zo snel als de waardevermindering in de laatste maanden van 2014 (zie '[Recordstijging van de roebel](#)'). De Russische inflatie (15 procent) is veel hoger dan de inflatie in het thuisgebied van de dollar of de euro, waardoor de reële waarde van de roebel nog sterker steeg. Tabel 4 laat zien dat in mei de nominale waarde van de roebel tegenover de euro al 21 procent hoger was dan in december 2014 en de reële waarde (inclusief inflatieverschillen) zelfs 30 procent. Tegenover de dollar was de appreciatie van de roebel wat lager, maar nog steeds aanzienlijk: respectievelijk 10 en 17 procent.

In mei 2015 besloot de CBR weer buitenlandse valuta te kopen, waardoor de roebel opnieuw waarde inleverde. Voor de overheid sneed het mes aan twee kanten: de concurrentiepositie van binnenlandse producenten werd versterkt en de reserves van de CBR namen weer toe. Een andere reden voor de depreciatie van de roebel is de lichte daling van de olieprijs.

Tabel 4 **Wisselkoers van de roebel in de 1e helft van 2015 t.o.v. dec. 2014 (% verandering)**

	I 15	II 15	III 15	IV 15	V 15	VI 15
Nominale koers tegenover de dollar	-10,2	-14,3	-8,0	4,8	9,6	1,7
Nominale koers tegenover de euro	-5,9	-7,0	4,5	19,9	20,9	11,7
Reële koers tegenover de dollar	-6,2	-8,9	-1,7	12,3	17,3	8,5
Reële koers tegenover de euro	-1,4	-0,9	12,0	28,6	30,0	20,1

Bron: Centrale Bank van Rusland (cbr.ru)

Het lijkt erop dat Rusland in staat is in de huidige economische omstandigheden en met een olieprijs van zo'n 60 dollar per vat de financiële reserves in stand te houden en zelfs wat te vergroten. Verdere verbetering ligt in de lijn der verwachting, mits de economie en de olieprijs niet instorten. De risico's zijn vrij groot gezien de Chinese beurskrach, een mogelijke Grexit, een mogelijk hernieuwde oorlog in het oosten van Oekraïne, terwijl er altijd iets onvoorziens kan gebeuren.

[Terug naar 'Achtergrond'](#)