

ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА В 2011 Г. СОСТАВИТ МЕНЕЕ 3%. СКОЛЬКО ЖЕ БУДЕТ ЗАНИМАТЬ МИНФИН?

МАРИЯ ПОМЕЛЬНИКОВА +7 495 789 35 94
 maria.pomelnikova@trust.ru

ЛЕОНИД ИГНАТЬЕВ +7 495 647-2360
 leonid.ignatiev@trust.ru

Вчера на форуме, проводимом «Тройкой Диалог», министр финансов Алексей Кудрин заявил, что ввиду высокой цены на нефть дефицит федерального бюджета в 2011 г. будет ниже 3% от ВВП. Он также сообщил, что в ближайшие полгода министерства и ведомства утвердят программы повышения эффективности государственных расходов.

КОММЕНТАРИЙ

Ожидания Минфина по достижению в 2011 г. величины дефицита федерального бюджета менее 3% ВВП (против 3.6% по закону о бюджете на 2011 г.) кажутся нам реалистичными. Выйти на столь низкий показатель дефицита позволят дополнительные конъюнктурные доходы от значительного превышения запланированных в бюджете USD75 за баррель фактической цены на нефть. Так, в январе 2011 г. средняя стоимость нефти Brent составила около USD97.2 за баррель. И хотя в своих расчетах ТРАСТ опирается на консервативный прогноз USD83 за баррель, есть все основания полагать, что в 2011 г. средняя цена на «черное золото» превысит это значение. Понятно, что такие перспективы позволяют властям рассчитывать на получение еще *больших*, чем годом ранее, дополнительных нефтяных доходов.

Растущие цены на нефть – это своеобразный подарок властям, которые стоят перед непростой задачей консолидации бюджета в среднесрочной перспективе. Дорогая нефть, к сожалению, не отменяет либо отменяет на время необходимость существенного увеличения налоговой нагрузки или сокращения госрасходов. Рассмотрим проблему дефицита бюджета чуть подробнее.

Управление госрасходами. Урезать расходы, 80% которых, со слов самого А. Кудрина, приходится на «несокращаемые» соцрасходы, весьма затруднительно. Из оставшихся 20% (примерно RUB2.1 трлн. в 2011 г.) так называемых «несоциальных расходов» более 40% приходится на финансирование так необходимых для стимулирования производства федеральных целевых программ (ФЦП). Сокращение таких госрасходов означало бы существенное сжатие инвестиционных возможностей и чревато притормаживанием экономического роста. Следуя этой логике, мы считаем перспективы эффективного снижения и администрирования расходов труднодостижимыми. А между тем вероятность роста госрасходов если не в 2011 г., то начиная с 2012 г. только растет ввиду необходимости финансирования саммита АТЭС, Олимпиады Сочи-2014, иннограда «Сколково», реформы милиции, модернизации армии и ЧМФ-2018.

Увеличение долговой нагрузки. Низкая вероятность эффективного снижения госрасходов неизбежно приводит к сценарию роста госдоходов, а именно – к повышению долговой нагрузки. Сокращение фискальных стимулов за счет принятого на 2011-2013 гг. пакета налоговых решений (повышение НДС и пошлин, без учета роста страховых взносов) и так в значительной мере сужает инвестиционные ресурсы бизнеса – на RUB1 трлн., по оценкам Минфина. Далее суммарное увеличение налоговой нагрузки только в 2011 г. составит 2% ВВП. Одно лишь повышение ставки по страховым взносам с 26% до 34% будет стоить компаниям и банкам в 2011 г. порядка RUB800 млрд.

Дефицит бюджета-2011. Как мы уже писали выше, мы предполагаем, что рост расходов бюджета в предвыборном 2011 г. будет сверхплановым, то есть выше 5.6% – цифры, полученной как плановые расходы 2011 г., деленной на фактические расходы 2010 г. Однако если исключить сверхплановую составляющую, то в 2011 г. при цене на нефть в USD85-90 за баррель дефицит федерального бюджета составит около 1.7-2.1% ВВП, а при цене в районе USD95 за баррель – порядка 1% ВВП. Важно отметить, что высокие риски пересмотра расходов бюджета в сторону повышения не позволяют бюджету стать бездефицитным даже при достижении USD100 за баррель.

МАКРОВЗГЛЯД НА БЮДЖЕТНЫЙ ДЕФИЦИТ РФ В 2011 Г. И НА ПЛАНЫ ЗАИМСТВОВАНИЯ В ОФЗ

Сценарии	Средняя цена нефти Brent в 2011 г., USD/барр.	Бюджетный дефицит, % ВВП	Бюджетный дефицит, RUB трлн.	Потенциальные заимствования ОФЗ, RUB млрд.
Консервативный ТРАСТ	83	2.6%	1.3	700
Сценарий "Нефть 85"	85	2.1%	1.2	600-700
Сценарий "Нефть 90"	90	1.7%	0.9	450-700
Сценарий "Нефть 95"	95	1.0%	0.7	250-700

Источник: расчеты и оценки НБ «ТРАСТ»

Актуальная консервативная оценка ТРАСТа в отношении бюджетного дефицита базируется на цене USD83 за баррель в среднем за 2011 г. Если заложить данную цену в модель, то наиболее вероятным сценарием в 2011 г. нам



видится дефицит бюджета в размере около RUB1.4 трлн. или 2.7% ВВП. Оценка ТРАСТА, равно как и другие сценарии, приведенные в таблице выше, не учитывают фактора вероятного роста «предвыборных социальных расходов» сверх плана. По нашим грубым оценкам, превышение в 2011 г. фактических расходов над запланированными на 1 п.п. транслируется примерно в RUB100 млрд. дополнительных расходов. Однако на практике сверхплановые расходы могут и не приводить к математическому росту расходов бюджета из-за практики сдерживания и/или недорасходования по плановым статьям. Например, в 2010 г. бюджет был недорасходован более чем на RUB100 млрд.

Сколько будет ОФЗ? По нашей консервативной оценке, около RUB600 млрд. из бюджетного дефицита в RUB1.4 трлн. возможно покрыть за счет альтернативных источников финансирования, к которым прежде всего относятся остатки на бюджетных счетах. Напомним, что, благодаря дополнительным нефтяным доходам, тратить средства из Резервного фонда в этом году не планируется (RUB775.2 млрд. на 1 января 2011 г.), а значит основным источником финансирования станут заимствования на внутреннем и внешнем рынках. Так, по нашей оценке, около RUB60-90 млрд. будет привлечено в рамках выпуска рублевых евробондов, а итоговый объем внешних займов может оказаться и больше.

Таким образом, фактическая потребность в финансировании дефицита бюджета за счет выпуска ОФЗ, по нашим оценкам, будет как минимум в половину меньше заявленного на 2011 г. плана в RUB1.7 трлн. – около RUB700 млрд. Правда, при условии, что дополнительные нефтегазовые доходы пойдут на покрытие текущих нужд бюджета, а не на рост расходов. Как бы то ни было, объем выпуска ОФЗ в RUB700 млрд. по отношению к объему госсектора на долговом рынке на конец 2010 г. в RUB1.55 трлн. предполагает практически 45%-ное расширение рынка, что как с технической точки зрения, так и с позиции роста ключевых процентных ставок может негативно сказаться на уровне доходностей государственных долговых бумаг.

Отдельно отметим, что реализация сценариев «Нефть 90» и «Нефть 95» не означает автоматического уменьшения фактических заимствований посредством ОФЗ, так как вполне возможно, что государство предпочтет не приносить остатки на бюджетных счетах в жертву внутренним заимствованиям. Иными словами, объем предложения ОФЗ (RUB700 млрд.) может и не уменьшиться, а вот депозиты останутся стабильными. Данная логика продиктована необходимостью сворачивания программ монетарного стимулирования экономики и, соответственно, ожиданиями роста депозитных ставок.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА		ИГОРЬ ПОТАПОВ	+7 (495) 647-90-44
ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ		ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ	
Леонид Игнатьев	+7 (495) 647-23-60	Дмитрий Игумнов	+7 (495) 647-25-98
Департамент макроэкономики и стратегии		Торговые операции	
Роман Дзугаев	+7 (495) 647-23-64	Андрей Труфакин	+7 (495) 789-60-58
Мария Помельникова	+7 (495) 789-35-94	Кирилл Коваленко	+7 (495) 647-25-97
Алексей Тодоров	+7 (495) 647-23-62		
Департамент кредитного анализа		Клиентские продажи	
Сергей Гончаров	+7 (495) 786-23-48	Александр Хлопецкий	+7 (495) 647-28-39
Юлия Сафарбакова	+7 (495) 647-23-59	Олеся Курбатова	+7 (495) 647-25-90
Дмитрий Турмышев	+7 (495) 647-25-89	Артем Петросьян	+7 (495) 647-25-67
		Яна Шнайдер	+7 (495) 647-25-74
Выпускающая группа		sales@trust.ru	
Татьяна Андриевская			
Николай Порохов			
research.debtmarkets@trust.ru			
Департамент количественного анализа и информационного развития			
Светлана Федоровых	+7 (495) 786-23-46		

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1	ОФЗ
TRUSTBND/RUR2	Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3	Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1	Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2	Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3	Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30	Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.