

# Субъекты РФ – ухудшение качества пока носит точечный характер



Промсвязьбанк

Кредитный комментарий | Специальный обзор

1 августа 2014 г.

Александр Полютов

Алина Арбекова

По итогам 5 мес. 2014 г. можно констатировать, что ухудшение кредитного качества субъектов РФ пока носит точечный характер. У большинства регионов наблюдался рост собственных доходов, причем снижение поступлений налога на прибыль организаций компенсировалось ростом НДФЛ. При этом бюджеты субъектов РФ за 5 мес. были профицитными, но стоит учитывать, что исполнение расходных статей было ниже прошлогоднего, а больший объем расходов внутри года традиционно приходится на 2 полугодие. В связи с этим по итогам года вполне можно ждать дефицита бюджетов, общий объем которого Минфин РФ оценивает в 857 млрд руб. против 700 млрд руб. в 2013 г. Причем покрытие дефицитов будет в основном за счет заемных средств, что, скорее всего, приведет к дальнейшему ухудшению кредитного качества регионов, в большей степени более слабых из них. За 5 мес. 2014 г. рост госдолга субъектов РФ не носил массовый характер, напротив, у отдельных регионов, в основном крупных, наблюдалось его сокращение. В свою очередь, наиболее заметное ослабление кредитного качества отмечено: у Красноярского края, Калужской и Волгоградской областей, Республик Марий Эл и Хакасия, что может найти отражение в рейтинговых действиях агентств. Кроме того, согласно утвержденным бюджетам, можно ожидать снижения кредитного качества у Омской, Тамбовской, Кировской и Челябинской областей, Удмуртии, Ставропольского и Алтайского краев.

На фоне обострения геополитики в июле субфедеральные облигации просели в цене, в большей степени потери были в более ликвидных новых выпусках. Среди привлекательных по доходности облигаций мы выделяем Красноярский край 34008, Республика Коми 35011, Оренбургская область 35002, из разряда более рискованных историй – Вологодская область 34003. Впрочем, в данный момент мы бы рекомендовали взять паузу и принимать торговые решения в зависимости от развития геополитической обстановки, дождавшись стабилизации рынков после коррекции.

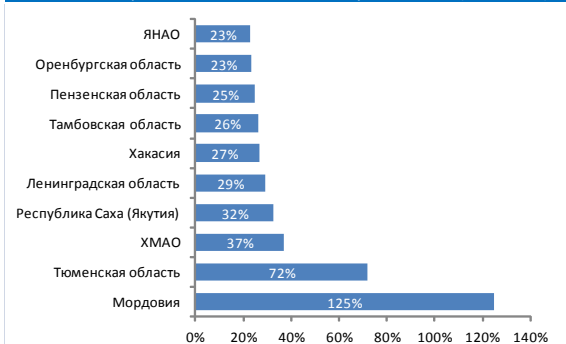
## Доходы регионов в январе-мае 2014 г. преимущественно росли

По итогам 5 мес. 2014 г. общие доходы бюджетов субъектов РФ (в выборку включены 52 региона с кредитными рейтингами и эмитенты облигаций) в основном показывали положительную динамику – рост наблюдался у 46 субъектов РФ и в среднем составлял 11-12% (г/г). Среди лидеров роста можно выделить Мордовию («+56% г/г»), Тюменскую область («+53%»), ХМАО («+42%»), Хакасию («+44%»), Оренбургскую («+27%»), Ленинградскую («+26%»), Томскую («+24%») области. Причем, у Тюменской и Оренбургской областей, Мордовии рост доходов был за счет собственных доходов, в то время как безвозмездные перечисления сокращались.

По приросту собственных доходов лидируют нефтегазовые регионы, такие как Тюменская область («+72% г/г»), ХМАО («+37%») и ЯНАО («+23%») на фоне хороших операционных результатов нефтегазовых компаний и ослабления рубля. Также уверенный рост собственных доходов показали Якутия («+32% г/г») в свете хороших продаж алмазов и результатов нефтегазовых компаний, Ленинградская область («+29%») с хорошо диверсифицированной экономикой, а также Хакасия («+27%») за счет высоких показателей добывающих секторов (угля, золота, железной руды) и электроэнергетики, согласно данным Минэкономики республики.

Отдельно можно выделить Мордовию с рекордным для субъектов РФ ростом собственных доходов за 5 мес. 2014 г. на 125% (г/г) до 12,3 млрд руб., а точнее увеличением поступлений по налогу на прибыль организаций (в 6,5 раза до 6,5 млрд руб.). По данным местных властей, небывалый рост удалось достичь в основном «за счет увеличения

Наибольший рост собственных доходов субъектов РФ (5 мес.14г.)



Источник: Росказна, PSBResearch

*По росту собственных доходов лидируют нефтегазовые регионы, сильные результаты были у Якутии, Ленинградской области и Хакасии...*

*Впечатляющий рост – на 125% показала Мордовия «за счет увеличения количества налогоплательщиков и роста их благосостояния», также имел место эффект низкой базы...*

количества налогоплательщиков и роста уровня их благосостояния, объем промышленного производства вырос на 15%», впрочем, также имеет место эффект низкой базы.

### У отдельных регионов ситуация с собственными доходами складывается не лучшим образом

Наибольшее снижение общих доходов по итогам 5 мес. 2014 г. можно отметить у Красноярского края («-12%» г/г), Белгородской области («-9%»), Кировской области («-5%»), причем наибольшее сокращение отмечено по собственным доходам, главным образом по налогу на прибыль – у Красноярского края просадка была на 36% (г/г) до 11,4 млрд руб., у Белгородской области – на 31% до 4,2 млрд руб., у Кировской области – на 29% до 2,1 млрд руб. Отметим, что в экономике данных регионов заметную роль играет металлургическая отрасль, которая в настоящее время переживает не лучшие времена. Кроме того, значительное сокращение налога на прибыль было у Самарской («-20%» г/г), Свердловской («-20%») и Калужской («-20%») областей, но оно было компенсировано ростом поступлений по НДС.

Вместе с тем исполнение собственных доходов по ряду перечисленных субъектов РФ по итогам 5 мес. 2014 г. было слабым, в первую очередь у Красноярского края (30%), Калужской области (31%), Республики Коми (35%).

### Региональные бюджеты по итогам 5 мес. 2014 г. исполнены с профицитом, но основные расходы будут во 2 полугодии

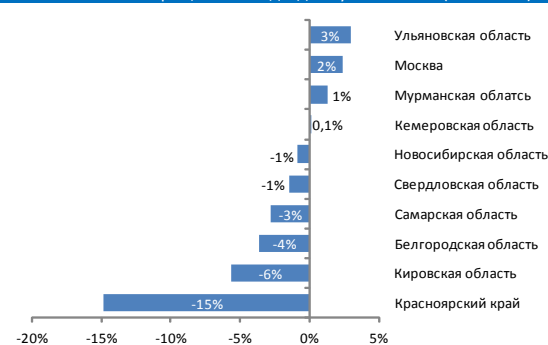
Практически все субъекты РФ завершили 5 мес. 2014 г. с профицитом бюджета. Но здесь стоит учесть, что традиционно расходы бюджетов регионов в большей своей части осуществляются во 2 полугодии (приходится порядка 57-58% от их годового объема), а исполнение расходных статей к плану (на весь 2014 г.) в январе-мае было ниже, чем годом ранее – в среднем по регионам составило 32% против 35% в январе-июне 2013 г. В связи с этим во 2 пол. 2014 г. вполне можно ожидать формирования дефицита региональных бюджетов и роста госдолга.

Отметим, что, согласно финансовым планам субъектов РФ на 2014 г., общий объем дефицита бюджетов субъектов РФ запланирован в объеме более 700 млрд руб., при этом, согласно оценкам Минфина РФ, с учетом последних поправок данная сумма более внушительная – 857 млрд руб. («+33,5%» к 2013 г.) против около 700 млрд руб. в 2013 г.

В целом для покрытия дефицита региональных бюджетов Минфин РФ предлагает воспользоваться фискальными мерами, в частности рассматривается вариант возможного ввода в регионах налога с продаж на уровне 3%, что, по расчетам ведомства, в 2015, 2016 и 2017 гг. должно дать им дополнительные доходы в объеме 194,8 млрд, 210,7 млрд и 230 млрд руб. соответственно. Кроме того, Минфин РФ предлагал в качестве источника пополнения доходов региональных бюджетов повышение ставки НДС на 1-2%, введение прогрессивной шкалы, отмену льготных ставок НДС для ряда товаров. Рассматривалась также возможность обеспечить субъекты РФ большими полномочиями в регулировании собственных расходов, а также в установлении и отмене налоговых льгот. Впрочем, все эти меры находятся в стадии обсуждения и пока не решают ключевой проблемы субъектов РФ. В то же время вчера вечером ряд СМИ, ссылаясь на источники, сообщил, что президент В.Путин принял решение к возврату налога с продаж с 2015 г. Если данный факт получит подтверждение, то бюджеты регионов со следующего года получат некоторую компенсацию социальных расходов, что позитивно для них, поскольку отчасти оградит от заимствований.

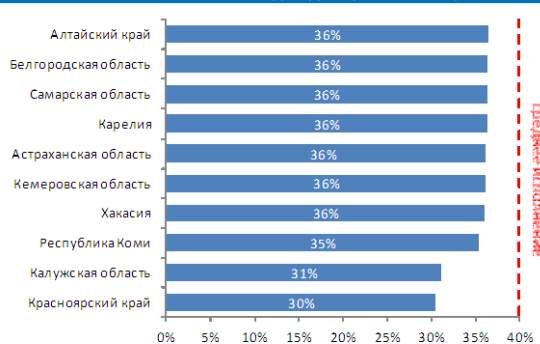
**Наибольшее снижение собственных доходов было у Красноярского края, Белгородской и Кировской областей, где заметную роль играет металлургия...**

Наибольшее сокращение соб. доходов субъектов РФ (5 мес.14г.)



Источник: Росказна, PSBResearch

Слабое исполнение собственных доходов субъектов РФ (5 мес.14 г.)



Источник: Росказна, PSBResearch

**За 5 мес. 2014 г. региональные бюджеты были профицитными, впрочем, большая часть исполнения расходных статей традиционно приходится на 2 полугодие....**

**Минфин РФ по итогам всего 2014 г. ожидает общий объем дефицита региональных бюджетов в объеме 857 млрд руб...**

**Частично социальные расходы по зарплате в 2014 г. будут компенсированы из федерального центра на 170 млрд руб., также будут выделены бюджетные кредиты в размере 180 млрд руб...**

**Остальную часть регионам придется занимать в банках и/или выпускать облигации, что приведет к дальнейшему росту госдолга субъектов РФ...**

## Регионы будут вынуждены продолжить занимать в долг для покрытия дефицита бюджетов

Вместе с тем в 2014 г. из федерального центра на сбалансированность региональных бюджетов и возмещение части расходов на повышение зарплат бюджетникам было выделено 120 млрд руб., а уже в июле – еще дополнительно 50 млрд руб. Очевидно, что данных средств в 2014 г. будет недостаточно для покрытия дефицита бюджетов (700-800 млрд руб.) и субъекты РФ будут вынуждены занимать в долг.

При этом в 2014 г. льготных бюджетных кредитов запланировано порядка 180 млрд руб., остальное придется привлекать в банках и через размещение облигаций, но уже под более высокие ставки. В свою очередь, помимо бюджетного дефицита регионам еще необходимо выполнять обязательства по коротким долгам – по данным S&P, до конца этого года необходимо погасить более 500 млрд руб. Таким образом, без должной поддержки из федерального центра долговая нагрузка регионов в 2014 г., скорее всего, продолжит расти, как это было в 2013 г., когда госдолг вырос практически на треть.

Отметим, что согласно утвержденным бюджетам регионов на 2014 г., ослабление кредитного профиля из-за роста госдолга для покрытия дефицита бюджетов можно ожидать у: Омской, Тамбовской, Кировской и Челябинской областей, Удмуртии, Ставропольского и Алтайского краев (см. наш обзор по регионам от [17 января 2014 г.](#)). В случае реализации плана в адрес данных регионов могут последовать негативные рейтинговые действия.

### За 5 мес. 2014 г. не у всех регионов госдолг показывал рост

По итогам 5 мес. 2014 г. госдолг быстрее всего вырос у Красноярского края («+30%» к 2013 г.), у Республик Марий Эл («+29%») и Коми («+27%»), а также у Хакасии («+20%»), Новосибирской и Калужской областей («+20%»), Волгоградской области («+17%»). При этом ситуация с уровнем госдолга у данных регионов изменялась по-разному. Если у Красноярского края (госдолг/соб.доходы – 60%), Новосибирской области (38%) и Республики Коми (54%) госдолг оставался умеренным как по российским, так и международным меркам, то у Волгоградской (80%) и Калужской (82%) областей, Хакасии (81%) и Республики Марий Эл (109%) он уже достиг довольно высоких уровней.

Отдельно можно отметить субъекты РФ, которые смогли в январе-мае 2014 г. сократить свой госдолг, что в настоящее время является довольно важным моментом с точки зрения устойчивости кредитного профиля. Среди данных регионов можно выделить: ХМАО («-98%»), Курская («-49%»), Тверская («-23%»), Ивановская («-23%»), Ленинградская («-21%») и Московская («-19%») области, Чувашия («-19%»), Оренбургская («-15%») и Тамбовская («-13%») области.

При этом заметного снижения уровня долга помимо ХМАО и Курской области, которые сократили его до минимального значения (0-10% соотношения Госдолг/Соб.доходы), также удалось достичь Тверской (55%) и Ивановской (50%) областям, Чувашии (39%), Тамбовской (39%), Оренбургской (38%) и Московской (24%) областям.

Ощутимое улучшение ситуации с госдолгом произошло у Мордовии – Госдолг/Соб.доходы снизилось с 172% до 131%, но исключительно за счет положительной динамики собираемости собственных доходов (см. выше), в то время как сам госдолг республики продолжил рост – на 9% к 2013 г. до 29,2 млрд руб. В целом уровень госдолга Мордовии по-прежнему остается самым высоким в секторе.

В целом за январь-май общий госдолг регионов немного сократился – на

Динамика госдолга субъектов РФ



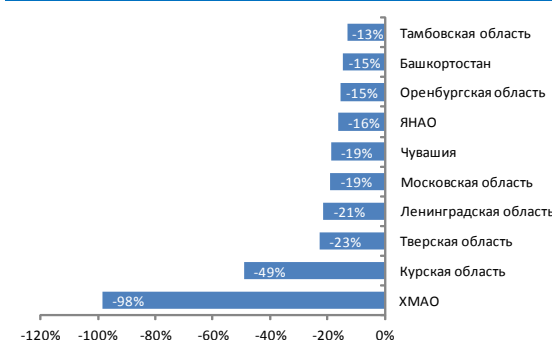
Источник: Минфин РФ, PSBRResearch

Наибольший рост госдолга регионов (5 мес. 14 г./2013 г.)



Источник: Минфин РФ, PSBRResearch

Наибольшее снижение госдолга регионов (5 мес. 14 г./2013 г.)



Источник: Минфин РФ, PSBRResearch

2% (к 2013 г.) до 1,696 трлн руб. При этом в структуре госдолга наибольшую долю занимали дорогостоящие банковские кредиты (37%, или 627 млрд руб.) и облигации (26%, или 433 млрд руб.), меньшую – более дешевые бюджетные кредиты (30%, или 516 млрд руб.).



Источник: Минфин РФ, PSBResearch



Источник: Минфин РФ, PSBResearch

## Резюме

Подводя промежуточные итоги за 5 мес. 2014 г., можно отметить, что массового ухудшения кредитного качества субъектов РФ в связи с необходимостью выполнять майские указы президента по зарплате в условиях стагнирующей экономики пока не наблюдается. Впрочем, большая часть расходов регионов традиционно приходится на второе полугодие, поэтому вполне вероятно, что давление на их кредитное качество в этот период может возрасти – субъекты РФ, скорее всего, продолжают наращивать госдолг, покрывая дефициты бюджетов, как это было в 2013 г., когда общий объем госдолга регионов за год вырос практически на треть.

**Наиболее заметное ослабление кредитного качества** было: у Красноярского края, Калужской и Волгоградской областей, Республик Марий Эл и Хакасия. Отдельно можно отметить Новосибирскую область и Республику Коми, которые за январь-май также нарастили госдолг (на 22% и 17% к 2013 г. соответственно), но их кредитный профиль остался устойчивым.

**Наиболее существенное улучшение кредитного качества** можно отметить: у ХМАО, Ленинградской, Московской, Курской, Оренбургской, Тамбовской, Тверской и Ивановской областей, Чувашии, которые сократили уровень госдолга.

**Регионы, чье кредитное качество может снизиться по итогам 2014 г.:** Омская, Тамбовская, Кировская и Челябинская области, Удмуртия, Ставропольский и Алтайский края.

Рейтинговые действия в адрес обозначенных субъектов РФ (2014 г.)			
Субъект РФ	Агентство	Дата	Действие
Красноярский край	S&P	06.06.2014	Понижение рейтинга с ВВ до ВВ-
	Fitch	09.06.2014	Подтверждение рейтинга ВВ+/Стабильный
	Moody's	01.07.2014	Подтверждение рейтинга Вa2/Стабильный
Новосибирская область	Fitch	25.04.2014	Подтверждение рейтинга ВВВ-/Стабильный
Калужская область	Fitch	11.04.2014	Подтверждение рейтинга ВВ/Стабильный
Волгоградская область	Fitch	07.02.2014	Изменение прогноза рейтинга ВВ- со Стабильного на Негативный
Республика Хакасия	Fitch	16.05.2014	Подтверждение рейтинга ВВ/Стабильный
Республика Марий Эл	Fitch	16.05.2014	Подтверждение рейтинга ВВ/Стабильный
Республика Коми	Fitch	25.04.2014	Изменение прогноза рейтинга ВВ+ со Стабильного на Негативный
	Moody's	01.07.2014	Подтверждение рейтинга Вa2/Стабильный
Ленинградская область	Fitch	06.06.2014	Повышение рейтинга с ВВ+ до ВВВ-/Стабильный
	Fitch	04.04.2014	Подтверждение рейтинга ВВВ/Негативный
	S&P	28.04.2014	Изменение прогноза рейтинга ВВВ- на Негативный
ХМАО	Moody's	01.07.2014	Подтверждение рейтинга Вaаz/Стабильный
Тамбовская область	Fitch	25.04.2014	Подтверждение рейтинга ВВ+/Стабильный
Московская область	Moody's	01.07.2014	Подтверждение рейтинга Вa2/Стабильный
Чувашия	Moody's	01.07.2014	Подтверждение рейтинга Вa2/Стабильный
Курская область	Fitch	26.05.2014	Подтверждение рейтинга ВВ+/Стабильный
Тверская область	Fitch	26.05.2014	Изменение прогноза рейтинга В со Стабильного на Позитивный
Оренбургская область	Fitch	14.04.2014	Изменение прогноза рейтинга ВВ с Позитивного на Стабильный

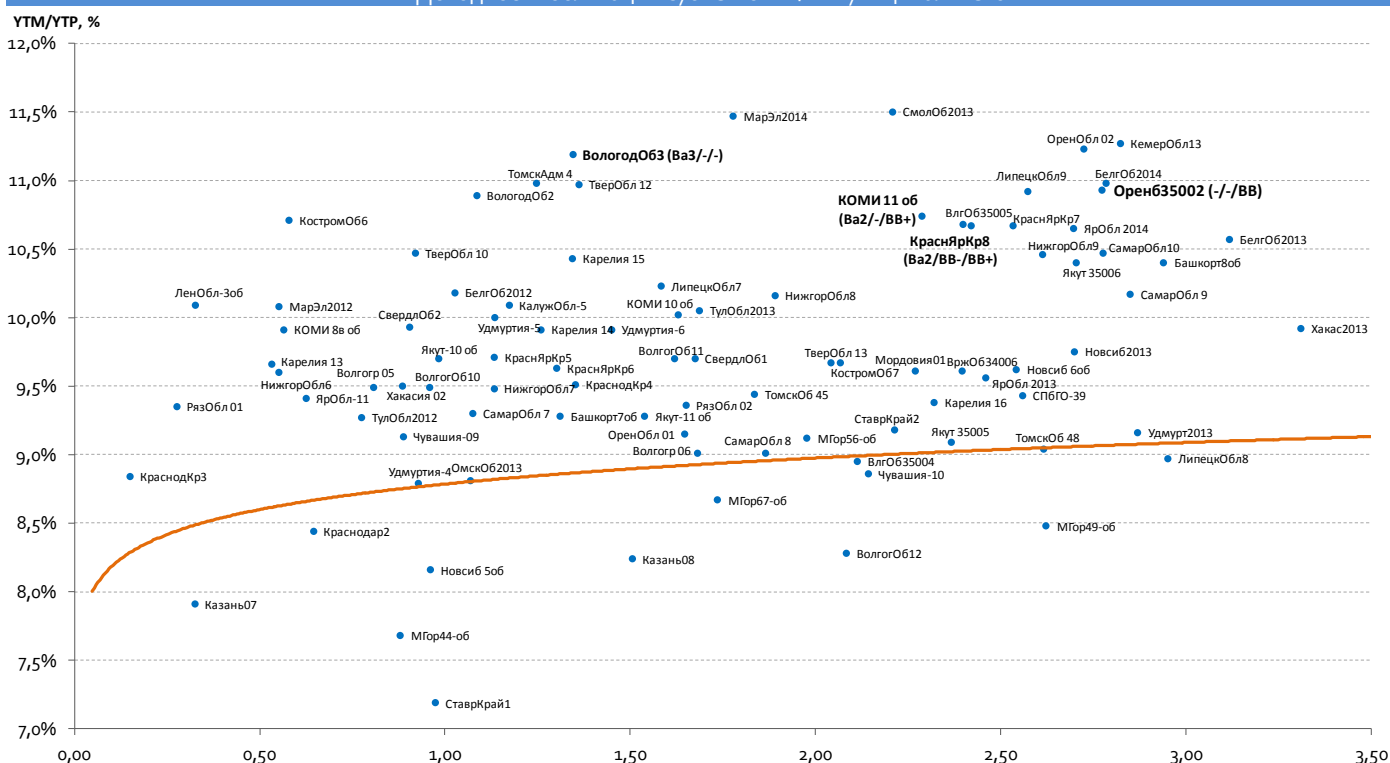
Источник: Cbonds, Finambonds

## Торговые идеи

Рынок субфедеральных облигаций традиционно низколиквидный, а наибольшая активность чаще всего наблюдается в недавно выпущенных бумагах. При этом в мае-июле регионы были лидерами на первичном рынке бондов, разместив 10 выпусков на сумму около 63 млрд руб. Впрочем, уже во второй половине июля из-за обострения геополитики рынок новых заимствований закрылся, и даже такие надежные эмитенты с инвестиционными рейтингами, как Новосибирская область (-/-/BBB-) и Башкортостан (Вааз/BBB-/-), перенесли размещения на неопределенное время. На вторичном рынке также были отрицательные переоценки, причем в большей степени на ухудшение конъюнктуры реагировали наиболее ликвидные выпуски недавно размещавшихся субъектов РФ. Очевидно, что в случае стабилизации ситуации на рынках данные бумаги будут первыми претендентами на отскок в цене. Впрочем, в данный момент мы бы рекомендовали взять паузу и в зависимости от развития геополитической обстановки принимать торговые решения, дождавшись стабилизации рынков после коррекции.

Среди наиболее потенциально привлекательных по доходности облигаций субъектов РФ из числа новых мы отмечаем: **Красноярский край 8** (УТМ 10,67%/2,42 г.) – выпуск в июле проседал в цене со 102,6% до 101,15% (в терминах доходности на 60 б.п.). Ослабление кредитного качества и снижение рейтинга края, на наш взгляд, уже учитываются в доходности. **Республика Коми 11** (УТМ 10,74%/2,3 г.) – бумага подешевела со 104% до 102,5% (УТМ «+70-80 б.п.»). Кредитный профиль республики остается довольно устойчивым. **Оренбургскую область 35002** (УТМ 10,93%/2,78 г.) – облигации снизились со 102,65% до 102,14% («+30-40 б.п.»). Собственные доходы области демонстрируют рост, а госдолг снижался и был на комфортном уровне. Среди более рискованных историй можно отметить выпуск **Вологодская область 34003** (11,19%/1,35 г.), который при относительной ликвидности предлагает одну из высоких доходностей в секторе на данном отрезке дюрации.

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов





## Кредитный комментарий | Специальный обзор

Субъект РФ	Кредитный рейтинг (М/S&P/F)	ВРП оценоч. (2023 г.) млрд руб.	Место по ВРП в РФ (2023 г.)	Индекс промышленного производства (4 мес. 24, г/г), %	Индекс инвестиционный в основной капитал**** (4 мес.), %	Доходы бюджета млрд руб.			Собственные доходы млрд руб.			Доля соб. доходов %			Расходы бюджета млрд руб.			Дефицит/Профицит млрд руб.			Госдолг млрд руб.			Госдолг/Соб. доходы %						
						5M23	5M24	Изм.	2024П	Исп.	2023	5M23	5M24	Изм.	2024П	Исп.	5M24	2024П	5M23	5M24	Изм.	2024П	Исп.	5M24	2024П	2023	5M24	Изм.	2023	5M24
Москва	Vaa1/BBB-/BBB	12 211	1	102,9	118,58	604	618	2%	1 666	38%	1 436	57	601	2%	1 582	38%	97%	99%	534	439	-18%	1 779	25%	178,2	-172,9	179,2	171,0	-5%	12%	12%
С. Петербург	Vaa1/BBB-/BBB	2 600	5	92,7	116,82	152	165	9%	410	40%	366	144	158	10%	382	41%	95%	93%	110	105	-5%	432	24%	60,5	-22,2	18,7	18,9	1%	5%	5%
ХМАО	Vaa1/BBB/	1 676	3	99,1	104,37	52	74	42%	166	44%	131	50	68	37%	169	43%	93%	96%	16	51	-9%	188	27%	23,0	-21,1	12,6	0,2	-98%	10%	0%
Татарстан	Vaa1/BBB/	1 520	8	101	87,12	66	70	7%	142	49%	131	52	61	7%	127	48%	87%	90%	61	63	3%	152	41%	7,3	-9,6	85,3	85,8	1%	65%	62%
Тюменская область	-/BBB	1 250	2	99,6	114,97	45	69	52%	121	57%	98	38	66	72%	116	57%	95%	96%	39	32	-15%	125	26%	36,1	-4,4	0,7	0,7	0%	1%	1%
ЯНАО	-/BBB-/	1 207	10	98,6	116,45	50	55	11%	99	55%	92	43	53	23%	97	54%	95%	99%	46	31	-23%	108	29%	24,2	-9,6	27,5	23,0	-16%	30%	23%
Башкортостан	Vaa1/BBB-/	1 163	11	99,2	116,96	48	52	8%	124	42%	94	37	40	7%	102	39%	76%	82%	48	40	-17%	139	29%	12,3	-15,0	19,8	17,0	-15%	21%	18%
Новосибирская область	-/BBB-	750	20	98,8	105,94	39	39	-2%	96	40%	78	33	32	-1%	87	37%	84%	91%	39	35	-11%	105	33%	3,8	-9,2	24,5	29,8	22%	31%	38%
<b>Уровень рейтинга (BB+/BBB-)*</b>																														
Республика Саха (Якутия)	-/BB-/BBB-	578	27	105,4	121,90	57	66	16%	134	50%	64	25	33	32%	69	47%	49%	52%	61	47	-23%	144	32%	19,8	-10,4	24,3	24,1	-1%	38%	33%
Челябинская область	-/BB-/BBB-	885	14	100,2	121,62	40	45	11%	100	45%	76	32	34	7%	82	42%	77%	82%	38	33	-13%	112	29%	11,9	-12,3	23,4	22,0	-6%	31%	28%
Ленинградская область	-/BB-/BBB-	664	19	102,3	87,19	29	36	26%	67	54%	61	24	31	29%	64	49%	85%	94%	23	20	-15%	77	26%	16,8	-9,1	10,2	8,0	-21%	17%	12%
<b>Уровень рейтинга (BB+/BBB-)*</b>																														
Краснодарский край	Vaa1/BBB/	1 482	7	101	131,73	61	72	18%	166	43%	132	53	60	14%	155	39%	83%	93%	72	61	-15%	176	35%	10,9	-10,4	119,2	124,6	5%	90%	90%
Красноярский край	Vaa1/BBB-/BBB+	1 340	9	103,6	89,75	55	49	-12%	148	33%	110	46	40	-15%	130	30%	83%	87%	59	47	-20%	171	28%	1,6	-22,7	47,3	61,6	30%	43%	60%
Самарская область	Vaa1/BBB-/	1 014	12	98,8	108,92	50	49	0%	126	39%	104	43	42	-3%	115	36%	84%	91%	40	35	-11%	135	26%	14,1	-8,5	39,6	39,0	-2%	38%	38%
Свердловская область	-/BB+/	1 580	6	91	118,28	68	67	-1%	165	41%	176	59	58	-1%	150	39%	86%	91%	68	59	-14%	190	31%	8,2	-25,5	33,9	32,2	-5%	25%	24%
Иркутская область	801**	17	99,6	87,95	37	40	9%	99	42%	75	31	33	8%	83	40%	83%	86%	33	29	-13%	106	27%	11,3	-20,4	3,1	3,1	0%	4%	4%	
Кемеровская область	-/BB-	822**	18	101,9	97,22	34	35	4%	89	40%	65	28	28	0%	77	36%	78%	86%	36	30	-15%	100	30%	5,1	-11,1	4,5	4,34	5%	63%	66%
Алтайский край	-/BB+	408	37	100,4	169,80	29	31	7%	66	48%	36	14	15	8%	41	36%	47%	62%	26	22	-14%	69	32%	9,3	-2,7	1,5	1,5	0%	4%	4%
Белгородская область	Vaa1/BB-	594	26	102,9	89,97	24	22	-9%	62	36%	39	16	15	-4%	43	36%	70%	68%	24	17	-29%	68	25%	5,1	-5,9	47,9	41,6	-6%	110%	109%
Воронежская область	-/BB+	622	24	100,9	99,58	29	30	3%	68	44%	49	20	21	4%	55	37%	70%	82%	32	25	-22%	79	32%	4,4	-11,5	20,4	19,5	-4%	41%	39%
Калужская область	-/BB	316	42	107,3	102,39	14	15	9%	43	35%	30	11	12	3%	38	31%	80%	88%	16	15	-4%	49	31%	0,3	-5,6	20,0	25,0	22%	68%	82%
Республика Коми	Vaa1/BB+	495	29	102,3	204,36	20	22	10%	59	37%	41	18	19	7%	54	35%	87%	91%	22	18	-16%	67	27%	11,3	-10,6	67,9	22,9	27%	44%	54%
Курская область	-/BB+	273	47	102,4	100,00	15	16	8%	31	52%	26	10	12	13%	26	46%	73%	83%	14	11	-17%	35	33%	4,6	-3,8	5,2	2,6	-49%	20%	10%
Липецкая область	-/BB+	311	41	108,6	98,03	14	17	17%	36	46%	28	11	13	15%	31	41%	77%	81%	15	13	-14%	41	31%	3,8	-4,6	13,8	15,7	14%	50%	50%
Республика Марий Эл	-/BB+	70	70	98,5	94,34	8	9	15%	20	45%	10	4	5	37%	12	38%	49%	59%	8	8	-7%	22	35%	1,4	-1,7	8,9	11,5	29%	90%	104%
Московская область	Vaa1/BB-	2 845	4	97	100,51	124	133	7%	349	38%	270	108	122	13%	318	38%	92%	91%	99	86	-13%	377	23%	46,9	-27,5	84,2	68,2	-19%	31%	24%
Мурманская область	-/BBB	300	44	101	114,11	17	18	4%	43	42%	34	14	15	1%	37	39%	81%	80%	18	16	-11%	52	31%	2,3	-8,3	11,6	12,9	2%	37%	38%
Омская область	Vaa1/BB-	530	28	100,7	106,84	25	27	7%	59	45%	47	18	20	11%	51	39%	76%	86%	26	22	-16%	67	33%	4,8	-7,5	29,7	28,7	-2%	63%	58%
Оренбургская область	-/BB	632	22	102	90,01	25	32	27%	67	47%	50	20	24	23%	56	43%	77%	95%	24	21	-11%	67	32%	10,2	-8,3	24,4	20,6	-15%	43%	38%
Пензенская область	-/BB	244	50	101,4	121,58	16	18	13%	39	47%	21	8	10	25%	26	39%	55%	65%	18	13	-29%	44	31%	5,7	-1,8	18,6	18,2	-2%	88%	79%
Ставропольский край	-/BB	488	33	99,4	121,74	31	32	3%	67	47%	44	18	19	5%	47	41%	61%	70%	30	22	-26%	74	30%	9,4	-6,7	20,9	19,6	-6%	47%	43%
Тамбовская область	-/BB+	242	57	115,4	144,25	14	16	16%	30	55%	16	6	7	26%	16	45%	43%	53%	15	12	-18%	32	38%	4,3	-2,4	7,9	6,9	-13%	49%	39%
Тулская область	-/BB	312	40	100,5	86,86	20	22	13%	55	40%	38	16	18	14%	46	39%	83%	84%	17	17	-3%	62	27%	5,6	-6,8	13,9	13,9	0%	37%	35%
Удмуртия	Vaa1/BB-	390	36	98	120,53	19	22	11%	49	44%	37	15	17	13%	42	41%	80%	86%	22	18	-18%	56	32%	3,7	-6,3	18,8	18,6	-1%	78%	73%
Чувашия	Vaa1/BB+	233	53	103,6	111,84	15	16	3%	32	48%	20	8	9	3%	21	41%	55%	65%	12	11	-8%	36	31%	4,6	-3,2	9,8	8,0	-19%	48%	39%
Ярославская область	-/BB	337	39	101,6	134,24	19	21	11%	50	42%	41	16	18	14%	45	41%	87%	90%	19	18	-7%	56	32%	3,2	-6,4	22,0	24,5	1%	53%	56%
Нижегородская область	Vaa1/BB	960	16	94,7	117,23	42	46	9%	134	40%	86	36	38	6%	100	38%	83%	87%	46	42	-10%	125	33%	4,1	-10,7	56,0	51,2	-9%	66%	58%
<b>Уровень рейтинга (BB-)*</b>																														
Волгоградская область	-/BBB-	601	23	98,6	108,15	24	27	14%	69	40%	47	19	21	10%	56	37%	77%	82%	27	24	-9%	79	31%	2,9	-10,3	33,6	39,4	17%	71%	80%
Вологодская область	Vaa1/BB-	353	38	101,3	108,15	15	16	7%	41	40%	30	12	13	10%	34	39%	80%	82%	16	14	-17%	44	31%	3,0	-3,2	31,9	30,0	-6%	105%	95%
Карелия	-/BBB-	149	62	107,3	88,46	10	11	15%	26	43%	15	6	7	5%	18	36%	60%	72%	11	9	-17%	29	33%	1,6	-3,1	13,8	14,5	5%	91%	93%
Кировская область	-/BBB-	243	54	98,3	104,63	17	16	-1%	40	40%	23	10	9	-6%	26	37%	59%	66%	16	14	-17%	44	31%	2,2	-4,9	17,3	17,4	1%	76%	79%
Томская область	-/BB-/	395	35	102,9	109,01	17	21	24%	43	48%	32	13	16	20%	40	39%	77%	93%	17	17	-2%	46	37%	3,7	-3,2	14,6	14,7	1%	45%	42%
Ульяновская область	-/BBB-	287	49	90,4																										

**Контакты:**

ОАО «Промсвязьбанк»

PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**PSB RESEARCH****Николай Кашеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

**Роман Османов**

Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА****Евгений Локтюхов****Илья Фролов****Олег Шагов****Екатерина Крылова****Игорь Нуждин**

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

Shagov@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА****Игорь Голубев****Елена Федоткова****Алексей Егоров****Александр Полютов****Алина Арбекова****Дмитрий Монастыршин****Дмитрий Грицкевич**

GolubevIA@psbank.ru

FedotkovaEV@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

ArbekovaAV@psbank.ru

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко****Богдан Круть****Иван Хмелевский****Ольга Целинина**

FedosenkoPN@psbank.ru

KrutBV@psbank.ru

Khmelevsky@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-39-22

+7 (495) 411-51-37

+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ****Юлия Рыбакова****Евгений Жариков****Денис Семеновых****Николай Фролов****Борис Холжигитов**

Rybakova@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

SemenovykhDD@psbank.ru

FrolovN@psbank.ru

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

+7(495) 228-39-23

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****Андрей Скабелин****Иван Заволоснов****Александр Сурпин****Виктория Давитиашвили**

Skabelin@psbank.ru

ZavolosnovIV@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ****Алексей Кулаков****Михаил Маркин**

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ****Сергей Миленин****Александр Бараночников**

Milenin@psbank.ru

Baranoch@psbank.ru

+7 (495) 228-39-21

+7 (495) 228-39-21

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ****Павел Науменко****Сергей Устиков****Александр Орехов****Игорь Федосенко****Виталий Туруло**

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.