

Субъекты РФ: ухудшение качества в 2014 г. удалось избежать, но риски возрастают.



Промсвязьбанк

Кредитный комментарий | Специальный обзор

18 декабря 2014 г.

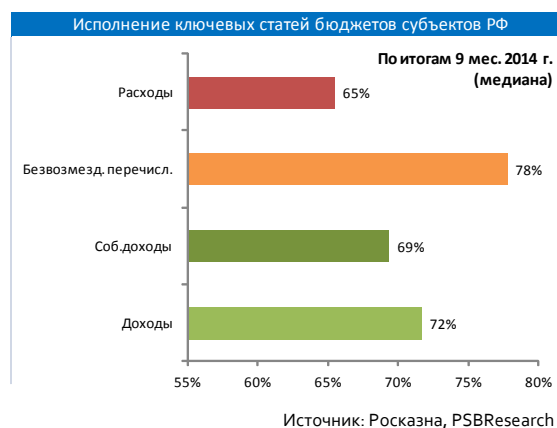
Александр Полютов

По итогам 9 мес. 2014 г. доходы субъектов РФ демонстрировали рост, как за счет собственных доходов, так и безвозмездных перечислений, объем которых федеральные власти заметно увеличили во втором полугодии, нежели ранее планировалось. Кроме того, опасения относительно налог на прибыль в 2014 г. не оправдались – на фоне низкой базы 2013 г. в январе-сентябре 2014 г. он был «в плюсе» у большинства регионов, но в 4 кв. нельзя исключать, что его поступления могут ослабнуть. Субъектам РФ, похоже, удалось в 2014 г. избежать ослабления кредитного качества, несмотря на возложенные майскими указами президента от 2012 г. обязательства повышать зарплаты бюджетникам. В этом регионам помогла дополнительная поддержка федерального центра в виде трансфертов и бюджетных кредитов. В итоге, роста госдолга субъектам РФ удалось избежать, но в свете значительного навеса неисполненных расходов в 4 кв. его уровень может еще подрасти. Рост госдолга будет в основном за счет привлечения банковских и бюджетных кредитов, облигационный рынок для первичных размещений остается практически закрытым. В 2015 г. мы ожидаем ухудшения кредитного качества регионов на фоне ослабления экономики, но федеральные власти, как и в 2014 г., наверняка, постараются его минимизировать за счет поддержки, запланированной на 2015 г. в сопоставимом объеме. Федеральный центр также пошел на уступки субъектам РФ в 2015 г., снизив темп роста зарплат бюджетников до уровня 5,5% против прежних 10-15%. Данные меры могут позволить удержать в 2015 г. кредитное качество регионов от резкого снижения, но в дальнейшем – в 2016-2017 гг. ситуация может заметно обостриться. При прочих равных вопрос ухудшения кредитоспособности регионов, похоже, отодвигается на более поздние сроки. Что касается облигаций субъектов РФ, то после экстренного повышения ЦБ РФ ключевой ставки на 650 б.п. до 17% их ждет в ближайшее время серьезная переоценка – не рекомендуем выпуски к покупке.

Собственные доходы регионов в январе-сентябре 2014 г. росли, хотя у половины из них – довольно условно.

По итогам 9 мес. 2014 г. общие доходы бюджетов субъектов РФ (в выборку включены 52 региона с кредитными рейтингами и эмитенты облигаций) демонстрировали рост, причем как за счет собственных доходов, так и безвозмездных перечислений. Впрочем, по многим субъектам РФ (около 45% от общего числа) рост собственных доходов был довольно условный – в пределах 0-10% (г/г).

Что касается исполнения общей доходной части региональных бюджетов к утвержденным на 2014 г. параметрам, то оно по итогам 9 мес. 2014 г. было на хорошем уровне (в среднем около 72%). Хотя стоит отметить, что заметный вклад в динамику внесли безвозмездные перечисления из федерального бюджета, степень исполнения которых за тот же период составила 78%, в то время как собственных (налоговых и неналоговых) доходов – 69%, что, впрочем, выглядит неплохо, учитывая негативные ожидания на этот год по сбору налога на прибыль организаций, который вопреки ослаблению экономики у большей части регионов показал двузначный рост (на 17-18% среднее медианное). Причем, лидерами роста были субъекты РФ – экспортеры нефти и газа (ЯНАО, ХМАО, Тюменская и Сахалинская области). В том числе имел место эффект низкой базы, учитывая повсеместное сокращение сбора налога на прибыль в регионах в 2013 г. В свою очередь, в 4 кв. нельзя исключать, что поступления налога на прибыль могут ослабнуть на фоне ухудшения экономической ситуации и резкого падения рубля.



Исполнение общих доходов субъектов РФ было на хорошем уровне, заметный вклад внесли безвозмездные перечисления...

Не оправдались опасения по налогу на прибыль организаций, который показал рост, но на фоне низкой базы 2013 г...

Расходы бюджетов традиционно отстают в исполнении от доходов – социально значимые расходы в приоритете.

Расходы региональных бюджетов в январе-сентябре 2014 г. традиционно несколько отставали от доходов, и уровень исполнения в среднем был порядка 65%, то есть значительный их объем (около 3 трлн руб. по всем регионам) должен прийти на 4 кв. Вместе с тем, в структуре расходов ключевые статьи социального характера (суммарно приходится до 55%) выполнялись довольно неплохо – по здравоохранению, образованию и социальной политике в пределах 65-70% от плана. Хуже дела обстояли с расходами на национальную экономику, ЖКХ, общегосударственные цели (в сумме они занимают до 30% всех расходов), где за 9 мес. 2014 г. уровень исполнения был порядка 50-55% от плана. Очевидно, что субъекты РФ в первую очередь стремятся выполнять свои социальные обязательства, учитывая довольно пристальное внимание к этим статьям бюджетов после выхода майских указов президента России от 2012 г. по повышению уровня зарплат работникам бюджетной сферы. Так, к примеру, все расходы регионов на социальную политику и образование в январе-сентябре 2014 г. демонстрировали самую высокую динамику роста (на 10-18% г/г), а учитывая их значительный размер, в абсолютных цифрах получается довольно внушительный прирост на 290 млрд руб. (совокупно по двум статьям).

Большая часть региональных бюджетов завершила 9 мес. 2014 г. с профицитом, но значительные расходы еще предстоят в 4 кв.

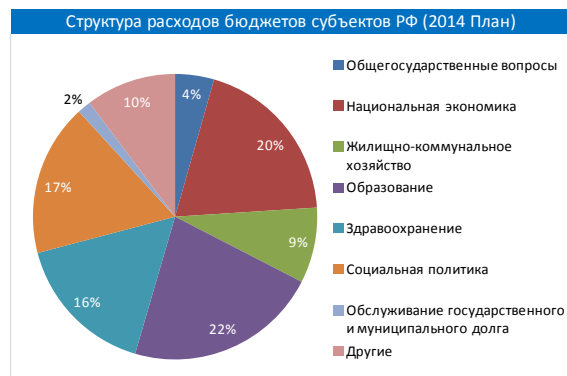
Поскольку расходы бюджетов в исполнении не поспевали за доходами (в среднем 65% против 72% соответственно) большая часть региональных бюджетов по итогам 9 мес. 2014 г. была профицитной (около 62% от общего числа). Впрочем, уже в 4 кв. ситуация может измениться, учитывая значительный навес еще не исполненных по плану расходов (в общей сумме более 3 трлн руб.), к тому же по плану по всем региональным бюджетам по итогам 2014 г. ожидается дефицит бюджетов в общем объеме порядка 1 трлн руб. Отметим, что у большого числа регионов пока еще сохраняется гибкость в управлении расходами, не связанным с социальными обязательствам (ЖКХ, Национальная экономика и др.), в первую очередь у крупнейших субъектов РФ, что, возможно, позволит все-таки завершить год с меньшим дефицитом.

Федеральные власти увеличили поддержку регионам, чем ранее планировалось за счет межбюджетных трансфертов.

Интересным моментом стал пересмотр плановых параметров доходных и расходных статей бюджетов регионов на 2014 г. в сторону повышения относительно установленных ранее значений (сравнивая данные на июнь и ноябрь 2014 г.). Причем в целом по всем субъектам РФ общие доходы увеличились на 4%, но за счет безвозмездных поступлений («+26%» к июньским планам), в то время как общие расходы возросли на 8%, опережая доходы, что привело в конечном итоге к росту дефицита бюджетов совокупно по всем регионам в 1,5 раза. Таким образом, федеральные власти увеличили объем плановой безвозмездной поддержки субъектам РФ (по нашим оценкам, на 290 млрд руб.), без которой кредитное качество регионов могло бы ухудшиться, поскольку пришлось бы в долг покрывать дефицит бюджетов, образовавшийся в основном из-за необходимости выполнять майские указы президента от 2012 г. по повышению зарплаты бюджетникам.

Безвозмездная поддержка оградила регионы от излишнего госдолга, но в 4 кв. возможен его рост из-за навеса расходов.

Увеличение безвозмездной поддержки федерального центра, чем ранее планировалось, а также все еще невысокий уровень исполнения расходных статей не привели к росту общего госдолга регионов по итогам



Источник: Росказна, PSBResearch



Источник: Росказна, PSBResearch



Источник: Росказна, PSBResearch

9 мес. 2014 г. – он остался на уровне 2013 г., составив порядка 1,74 трлн руб., при этом среднее медианное значение соотношения Госдолг/Соб.доходы по рассматриваемым регионам было порядка 55%, что является приемлемым уровнем.

Поименно заметное изменение уровня госдолга по соотношению Госдолг/Соб.доходы в сравнении с 2013 г. можно выделить у следующих регионов: ухудшение – у Калужской области, Республики Коми и Марий Эл, Волгоградской и Астраханской областей, Красноярского края, Новосибирской области; улучшение – у ЯНАО и ХМАО, Московской и Ленинградской областей, Чувашии, Мордовии, Тверской и Ивановской областей, Ставропольского края.

При этом высокий уровень госдолга (Госдолг/Соб.доходы) был: у Мордовии (110%), Белгородской области (111%), Республик Марий Эл (99%) и Карелия (94%), Вологодской (93%), Костромской (95%), Рязанской (92%) и Смоленской (90%) областей, Краснодарский край (88%), Астраханской области (87%).

Тем не менее, мы ожидаем роста госдолга в 4 кв. для покрытия запланированных дефицитов бюджетов, пусть и не столь высокий как ранее предполагалось. Так, уже по итогам 10 мес. 2014 г. госдолг регионов вырос до 1,824 трлн руб. («+5%» к 2013 г.).

Рост госдолга будет за счет банковских и бюджетных кредитов.

Рост госдолга регионов будет происходить в основном за счет привлечения банковских и бюджетных кредитов, учитывая, что облигационный рынок для первичных размещений остается практически закрытым. В итоге, это уже сказалось на изменении общей структуры госдолга, в которой все больше стали преобладать банковские и бюджетные кредиты – на конец сентября 38% и 31% соответственно, в то время как на бонды пришлось 24% против 26% в 2013 г. Что не удивительно, если учесть, что за весь 2014 г. (на 16 декабря) субфедеральных облигаций было размещено на сумму порядка 127 млрд руб., а годом ранее – на 144 млрд руб., причем, Москва – крупнейший игрок долгового рынка – вновь была вне игры.

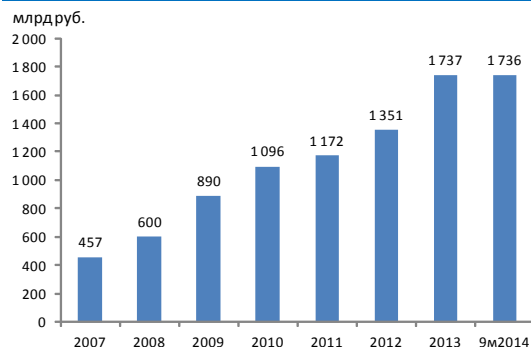
Вместе с тем, в 2014 г. федеральные власти увеличили объем бюджетных кредитов для регионов с запланированных 80 млрд руб. до 230 млрд руб., которые к тому же выдаются теперь под символические 0,1% годовых вместо прежних 1/4 ставки рефинансирования ЦБ РФ.

В 2015 г. можно ждать снижения кредитного качества регионов, но федеральные власти как и в 2014 г., наверняка, постараются поддержать их.

В 2015 г. ситуация в экономике, вероятней всего, продолжит ухудшаться, что будет оказывать давление и на бюджетные показатели регионов, в первую очередь на собственные доходы, в частности из-за угрозы сокращения налог на прибыль организаций, который первое ослабление может продемонстрировать уже в 4 кв. 2014 г. В этом свете можно ожидать снижения кредитного качества субъектов РФ, но мы считаем, что федеральные власти предпримут попытки не допустить этого по аналогии с 2014 г., поддержав регионы за счет безвозмездных перечислений (на 2015 г. запланировано 1,05 трлн руб.) и дешевых бюджетных кредитов (пока утверждено на 2015 г. 150 млрд руб.).

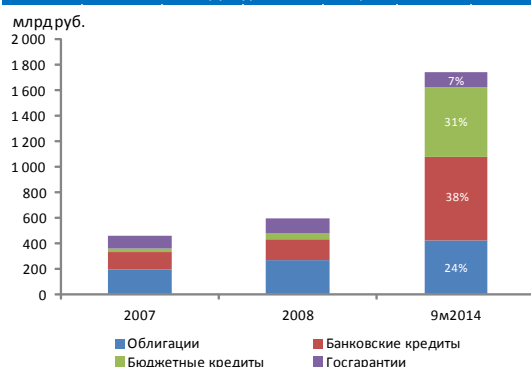
Отметим, что запланированные в федеральном бюджете на 2015 г. размеры поддержки регионов сопоставимы с предыдущими годами и нельзя исключать, что они могут изменяться в сторону повышения в случае необходимости, как это было в 2014 г. В дополнении к этому доходы субъектов РФ могут получить поддержку от «обновленного» налога на имущество физических лиц (с 1 января 2015 г. будет исчисляться по кадастровой стоимости объекта) и специальных сборов с бизнеса. К

Динамика госдолга субъектов РФ



Источник: Минфин РФ, PSBRsearch

Изменение структуры госдолга субъектов РФ



Источник: Минфин РФ, PSBRsearch

В 2015 г. ситуация в экономике, вероятней всего, продолжит ухудшаться, что будет оказывать давление и на бюджетные показатели регионов...

Можно ожидать снижения кредитного качества субъектов РФ, но федеральные власти предпримут попытки не допустить этого по аналогии с 2014 г....

На 2015 г. плановые размеры поддержки регионов сопоставимы с предыдущими годами...

тому же федеральный центр пошел на уступки субъектам РФ в 2015 г., снизив темп роста зарплат бюджетников до уровня 5,5% против прежних 10-15%.

В то же время, на наш взгляд, в условиях слабой экономики и низких цен на нефть возможность поддержки из федерального бюджета может заметно сократиться. Впрочем, имеющиеся ресурсы и девальвация рубля могут позволить удержать в 2015 г. кредитное качество регионов от резкого снижения, но в дальнейшем – в 2016-2017 гг. ситуация может заметно обостриться, если экономика продолжит оставаться слабой, а федеральные власти не пойдут навстречу субъектам РФ в вопросе социальных обязательств повышения зарплат бюджетникам и регионам придется набирать долги для покрытия дефицита бюджетов. Таким образом, при прочих равных складывается ощущение, что вопрос ухудшения ситуации с кредитоспособностью регионов в той или иной степени отодвигается во времени на более поздние сроки – 2015-2016 гг.

Федеральный центр пошел на уступки субъектам РФ в 2015 г., снизив темп роста зарплат бюджетников до уровня 5,5% против прежних 10-15%...

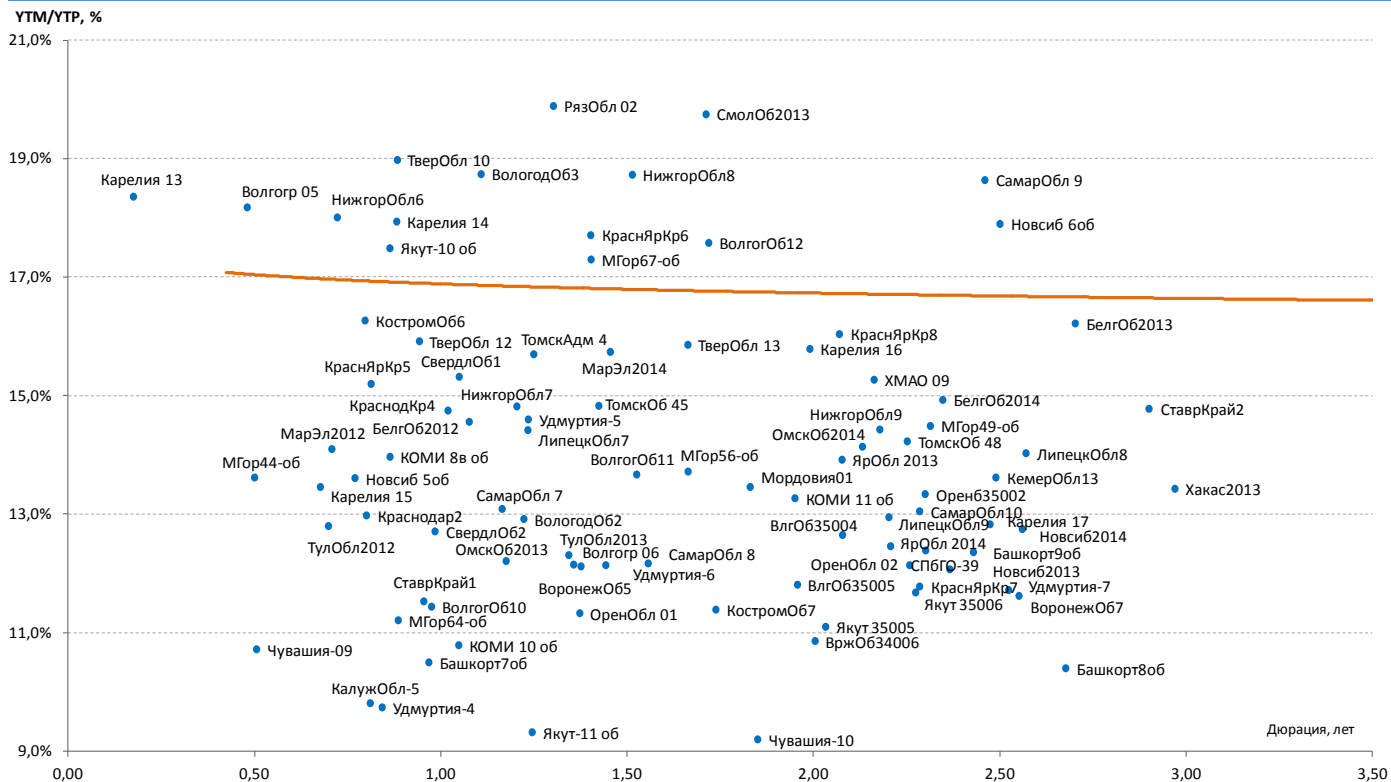
Меры могут позволить удержать в 2015 г. кредитное качество регионов от резкого снижения, но в дальнейшем – в 2016-2017 гг. ситуация может заметно обостриться...

При прочих равных вопрос ухудшения кредитоспособности регионов, похоже, отодвигается на более поздние сроки...

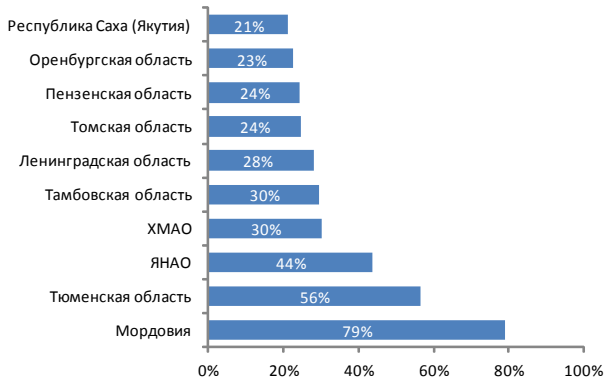
Торговые идеи

После экстренного повышения ЦБ РФ 16 декабря 2014 г. ключевой ставки сразу на 650 б.п. до 17% для поддержки рубля весь рынок облигаций ждет серьезная переоценка независимо от сегмента. В первую очередь будут корректироваться более ликвидные гособлигации (как минимум на те же 650 б.п.), а следом другие сегменты, в том числе более инертный рынок субфедеральных бондов. В условиях повышенной неопределенности с национальной валютой и высоких ставок мы не рекомендуем облигации регионов к покупке. В данной ситуации стоит дожидаться момента, когда рынок субфедерального долга нащупает новые уровни с поправкой на ключевую ставку ЦБ РФ для дальнейшего принятия инвестиционных решений.

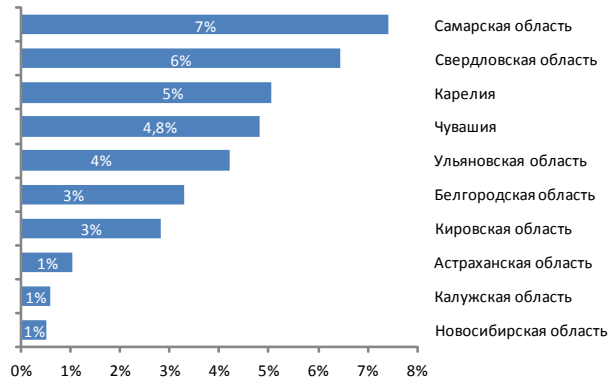
Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов



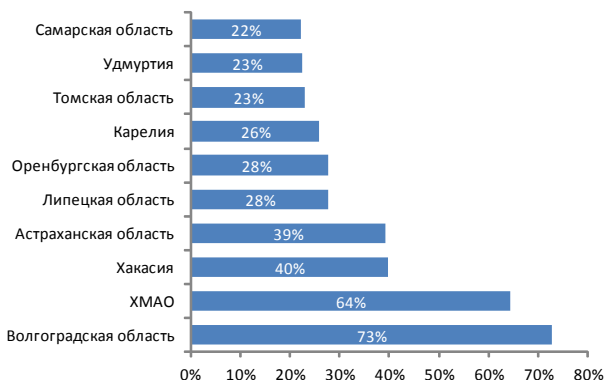
Наибол. рост соб. доходов регионов с рейтингом (9 мес.14г.)



Наименьш. рост соб. доходов регионов с рейтингом (9 мес.14г.)



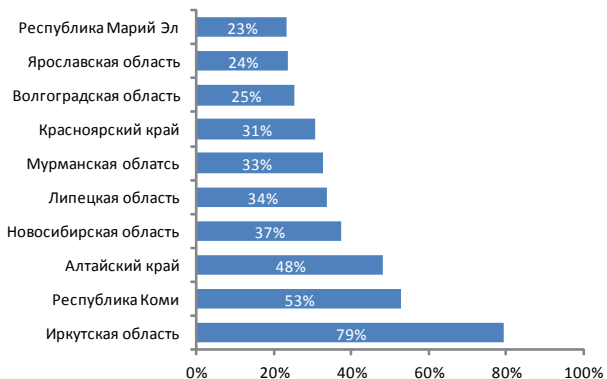
Наибол. рост безвозмезд. поступ. регионов с рейтингом (9 мес.14г.)



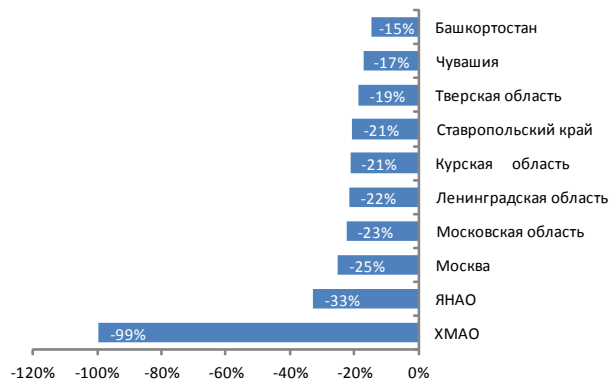
Наибол. сниж. безвозмезд. поступ. регионов с рейтингом (9 мес.14г.)



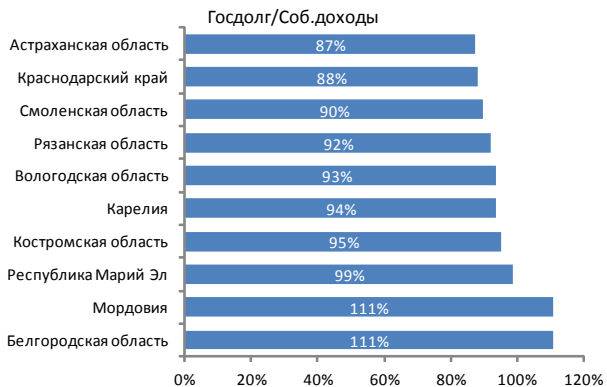
Наибольший рост госдолга регионов с рейтингом (9 мес.14 г./2013 г.)



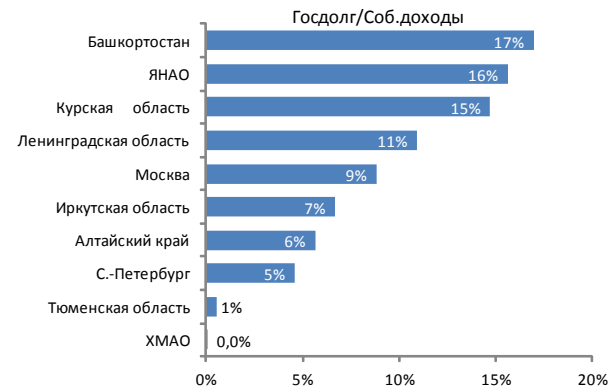
Наибольш. сниж. госдолга регионов с рейтингом (9 мес.14 г./2013 г.)



Наивысший уровень госдолга регионов с рейтингом (9 мес.14 г.)



Наименьший уровень госдолга регионов с рейтингом (9 мес.14 г.)



Источник: Минфин РФ, Росказна, PSBResearch

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

PSB Research

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

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

Николай Кашеев

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

FroloviG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

ГРУППА ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И МОДЕЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ

Роман Османов

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

Олег Шагов

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

Пётр Федосенко

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Борис Холжигитов

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Skabelin@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2014 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.