

15 апреля 2010 г.

Алексей Моисеев
+7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Николай Подгузов
+7 (495) 783 5673
NPodguzov@rencap.com

Антон Никитин
+7 (495) 258 7770 x7560
ANikitin2@rencap.com

Суверенные еврооблигации Возвращение года

- **Размещение должно быть успешным.** 13 апреля Министерство финансов начало первую презентацию российских суверенных еврооблигаций за последние 12 лет. Обратиться к внешним займам Минфин решил в связи с тем, что в условиях мирового финансового кризиса федеральный бюджет вновь исполняется с дефицитом (после нескольких лет значительного профицита). Время, выбранное для размещения новых суверенных еврооблигаций, представляется исключительно удачным, и мы ожидаем, что размещение пройдет успешно.
- **Оценка стоимости заимствований.** Мы считаем, что новые суверенные еврооблигации будут размещены не с премией, а с дисконтом к находящимся в обращении выпускам. В текущих условиях мы оцениваем справедливую премию к кривой доходности КО США на уровне 110-135 б. п. против 145-150 б. п. в настоящее время. В частности, согласно нашим оценкам, ставка по десятилетним еврооблигациям России может быть установлена на уровне 4.375-4.625%.
- **Ожидается переоценка квазисуверенного риска.** По нашему мнению, размещение суверенных еврооблигаций позитивно скажется на динамике котировок квазисуверенных инструментов. Соответственно, мы по-прежнему рекомендуем к покупке долгосрочные выпуски Газпром 22, Газпром 34 и Газпром 37.
- **Очень низкий уровень долга.** Показатели государственного долга России в настоящее время находятся на консервативных уровнях: внешняя задолженность составляет всего 2.3% ВВП. С точки зрения уровня внутреннего долга положение России (5.4% ВВП) выгодно отличает ее от других стран с развивающейся экономикой. После исполнения всей программы заимствований (на внутреннем и внешнем рынках) на 2010-2012 гг. суммарная долговая нагрузка России может достигнуть 10% ВВП. Однако, по нашим оценкам, финансовая потребность страны в заимствованиях не столь значительна, и мы прогнозируем уровень суммарного российского долга в 9.4% ВВП на конец 2012 г.
- **Дефицит бюджета остается под контролем.** Сейчас уровень дефицита бюджета России превышает аналогичные показатели Бразилии и Мексики, уже применяющих более жесткую фискальную политику. Возникшие в последнее время вопросы относительно эффективности государственных расходов и возможной отмены нулевых ставок экспортных пошлин для некоторых нефтегазовых месторождений свидетельствуют о том, что Минфин намерен добиваться уменьшения дефицита бюджета всеми доступными способами. Таким образом, по нашим оценкам, к концу 2012 г. дефицит бюджета составит менее 3% ВВП, что представляется приемлемым уровнем.
- **По нашему мнению, России не свойственны риски, связанные с финансированием дефицита бюджета,** несмотря на то, что последний превышает аналогичные показатели сопоставимых стран. Благодаря Резервному фонду и Фонду национального благосостояния, накопленным в период роста цены на нефть, правительство располагает достаточным запасом средств для финансирования дефицита федерального бюджета даже после 2012 г.

Россия возвращается на внешние рынки капитала...

Министерство финансов 13 апреля начало первую презентацию российских суверенных еврооблигаций за последние 12 лет. Обратиться к внешним займам Минфин решил в связи с тем, что в условиях мирового финансового кризиса федеральный бюджет вновь исполняется с дефицитом (после нескольких лет значительного профицита). В 2009 г. отрицательное сальдо достигло 5.9% ВВП (при первоначальном прогнозе 8.5%), а в текущем году официальный прогноз дефицита бюджета составляет 6.8-7.1% ВВП, однако мы считаем, что его фактическая величина также может оказаться ниже. Доходы бюджета рассчитываются исходя из средней стоимости нефти (марки Urals) в USD58 за баррель, тогда как с начала года средняя цена составила USD75.5 за баррель. В марте дефицит федерального бюджета был равен 3.9% ВВП, и, по нашим оценкам (при ценах на нефть не ниже USD70 за баррель в среднем за год), по итогам 2010 г. он вряд ли превысит 5.9% ВВП. Таким образом, заложенный в бюджете предельный объем заимствований на внешних рынках в USD17.8 млрд вряд ли будет достигнут. В рамках наиболее вероятного сценария Россия разместит еврооблигации в долларах на сумму до USD5 млрд по правилу 144A/RegS в апреле и вернется на международный рынок капитала осенью с выпуском еврооблигаций в евро в аналогичном объеме (EUR3-4 млрд). Также не исключено, что с ростом интереса инвесторов к рублевым инструментам Минфин позднее в этом году предложит участникам рынка еврооблигации, номинированные в рублях.

... при очень благоприятной конъюнктуре

Время, выбранное для размещения новых суверенных еврооблигаций, представляется исключительно удачным. Глобальные процентные ставки по-прежнему минимальны, и в ближайшие три-шесть месяцев их резкое повышение не ожидается. При этом на фоне большого объема ликвидности на мировых рынках аппетиты инвесторов к риску продолжают расти, что проявляется в сужении кредитных спредов. Пятилетние CDS на риск России, достигшие пика свыше 1000 б. п. в октябре 2008 г., к началу апреля упали до 125 б. п. (с февраля сужение составило почти 75 б. п.). Таким образом, сейчас складываются почти идеальные условия для размещения нового эталонного выпуска суверенных еврооблигаций России. Мы полагаем, что Минфин в полной мере воспользуется благоприятной конъюнктурой и разместит несколько траншей долгосрочных еврооблигаций в долларах.

Рисунок 1. Динамика пятилетних CDS на риск России, б. п.



Источник: Bloomberg

Доходности находятся на абсолютно низком уровне

За долгое время отсутствия России на внешних рынках ликвидность ее суверенных еврооблигаций значительно снизилась, и в настоящее время достаточный уровень ликвидности имеет только амортизируемый выпуск Россия 30 (USD19.5 млрд в обращении), эмиссия которого была осуществлена в основном в результате обмена долгов перед Лондонским клубом кредиторов. Премия этого инструмента к КО США составляет около 145 б. п., что является минимальным показателем с июля 2008 г. Принимая во внимание нынешний низкий уровень ключевых процентных ставок, доходность выпуска Россия 30 (4.85%) также находится на минимальном историческом уровне.

Российские суверенные еврооблигации в период кризиса торговались с премией по доходности к сопоставимым по кредитным рейтингам суверенным еврооблигациям Бразилии, Мексики, Южной Африки и Польши. Эта премия достигала нескольких сотен базисных пунктов в наиболее острой фазе кризиса, но в настоящее время сократилась до 0-30 б. п. Мы полагаем, что по результатам размещения новых суверенных еврооблигаций России премия будет практически нивелирована.

Рисунок 2. Спрэд пятилетних CDS на риск России и Мексики, б. п.

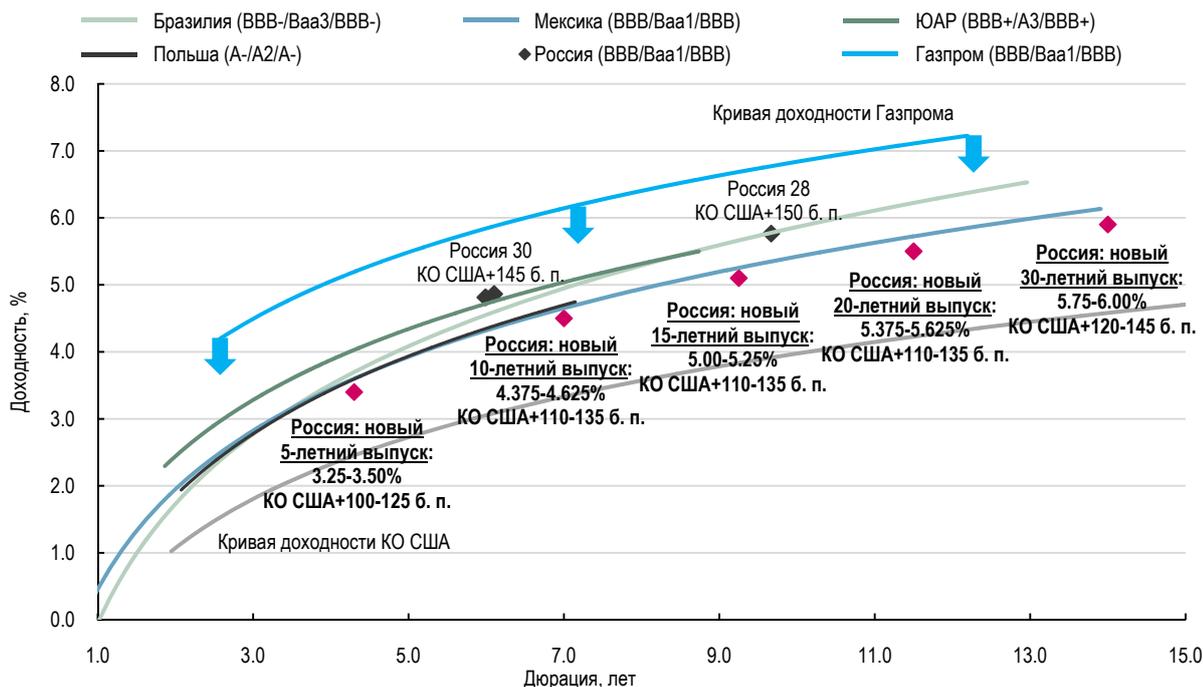


Источник: Bloomberg

Оценка стоимости заимствований

Итак, мы считаем, что суверенные российские еврооблигации будут размещены не с премией, а с дисконтом к находящимся в обращении выпускам. В текущих условиях мы оцениваем справедливую премию к кривой доходности КО США на уровне 110-135 б. п. против 145-150 б. п. в настоящее время. В частности, согласно нашим оценкам, ставка по десятилетним еврооблигациям России может быть установлена на уровне 4.375-4.625%. В любом случае, мы ожидаем, что размещение суверенных еврооблигаций позитивно скажется на динамике котировок квазисуверенных выпусков. Соответственно, мы по-прежнему рекомендуем к покупке долгосрочные инструменты Газпром 22, Газпром 34 и Газпром 37.

Рисунок 3. Кривые доходности суверенных еврооблигаций России и сопоставимых эмитентов



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Показатели федерального бюджета

В прошлом году из-за мирового экономического кризиса пострадали бюджеты практически всех стран. В последние месяцы сложная ситуация, в которой оказалась Греция, вновь привела к появлению огромного числа вопросов о растущих бюджетных дефицитах. Данные прошлых лет показывают, что в случае с Грецией дефицит бюджета сам по себе является ожидаемым: ее государственный бюджет исполняется с отрицательным сальдо с 1990 г. Тем не менее, нынешняя величина дефицита является рекордной.

Ухудшение конъюнктуры на мировых рынках показало, что состояние федерального бюджета России не было устойчивым, и профицит, достигнутый в 2000-2008 гг., быстро сменился дефицитом в размере 5.9% ВВП в 2009 г. В декабре правительство утвердило окончательную редакцию бюджета на 2010 г. и на период 2011-2012 гг. Официальная оценка отрицательного сальдо федерального бюджета составляет 6.8% ВВП в 2010 г., 4.0% ВВП в 2011 г. и 3.0% ВВП в 2012 г.

Рисунок 4. Фактический дефицит федерального бюджета и его прогноз, % ВВП



Источник: Министерство финансов

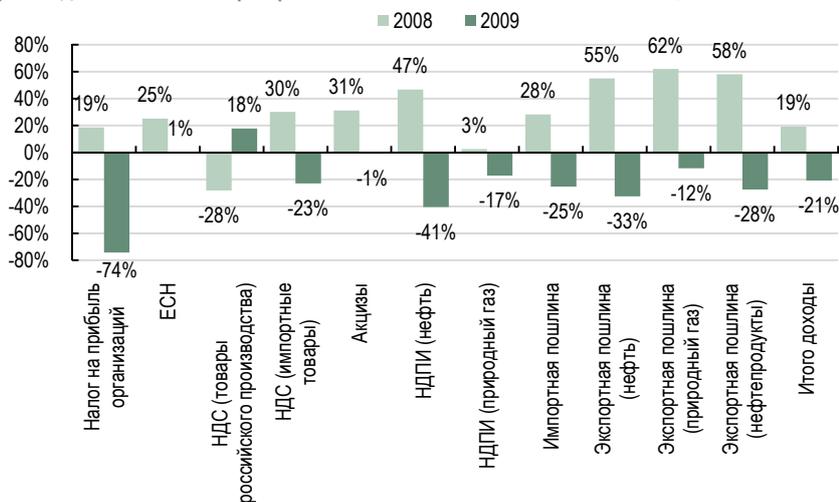
Доходы бюджета: лучше, чем ожидало правительство

По официальным данным, в 2009 г. доходы федерального бюджета снизились на 21%. Очевидные факторы – уменьшение ставки налога на прибыль организаций с 24% до 20% и доли федерального бюджета с 6.5 п. п. до 2 п. п. – привели к недополучению 200 млрд руб. дохода (согласно нашим оценкам), что объясняет примерно 10% общего снижения показателя.

Оставшаяся часть падения бюджетных доходов обусловлена главным образом сокращением основных доходных статей – поступления от НДС и экспортных пошлин пострадали в первую очередь (-41% и -33% к 2008 г. соответственно), поскольку сумма оплаты устанавливается в зависимости от цены на нефть в предыдущий период. Поступления от НДС на товары, ввозимые на территорию России (-23%), сократились на фоне спада импорта; с другой стороны, это отчасти компенсировалось повышением поступлений от НДС на товары российского производства (+18%) благодаря изменению потребительских предпочтений. Фактические доходы федерального бюджета в 2009 г. оказались на 9.1% выше официальной оценки правительства в Федеральном законе №308-ФЗ.

Месячная динамика бюджетных показателей в 2010 г. не должна вводить в заблуждение: профицит федерального бюджета в размере 3.1% ВВП в январе был техническим. Прибыль от управления средствами государственных фондов (Резервного фонда и Фонда национального благосостояния) в объеме 100 млрд руб. в начале года была зачислена непосредственно в федеральный бюджет. Соответственно, в феврале доходы бюджета уменьшились на 160 млрд руб., и дефицит составил 8.6% ВВП. Кроме того, январь был последним месяцем сбора ЕСН Федеральной налоговой службой, что обусловило сокращение доходов в феврале еще на 20-30 млрд руб.

Рисунок 5. Динамика доходов федерального бюджета в годовом сопоставлении, %



Источник: Федеральное казначейство

С января 2010 г. ЕСН более не является источником бюджетных доходов; вместо него введены прямые страховые взносы в Пенсионный фонд. Первоначально утвержденный проект предполагает, что новый налог применяется к фондам оплаты труда предприятий, как и ранее, в то время как регрессивная шкала социального налога была заменена на фиксированные выплаты в Пенсионный фонд.

Таблица 1. Шкала ставок страховых взносов

Заработная плата за месяц до вычета налогов	Более			
	Менее 23 300 руб.	23 300-34 600 руб.	34 600-50 000 руб.	50 000 руб.
ЕСН	26%	6 100 руб. плюс 10% от суммы свыше 23 300 руб.	6 100 руб. плюс 10% от суммы свыше 23 300 руб.	8 700 руб. плюс 2% от суммы свыше 50 000 руб.
Страховые взносы, 2010 г.	26%	26%	8 900 руб.	8 900 руб.
Страховые взносы, 2011 г.	34%	34%	11 800 руб.	11 800 руб.

Источник: Налоговый кодекс

Министерство финансов приняло решение продлить переходный период на один год, и в 2010 г. страховые отчисления будут составлять только 26%. На нынешнем этапе реформ еще не ясно, будет ли ставка страховых взносов в 2011 г. установлена на уровне 32% или достигнет 34%; следовательно, доля средств, направляемых на медицинское страхование, может не увеличиться до 5.1%.

Таблица 2. Распределение средств от страховых взносов

ЕСН	Базовая часть пенсии	Страховая часть пенсии	Медицинское страхование	Социальное страхование
	6%	14%	3.1%	2.9%
Пенсионный фонд				
Страховые взносы в переходный период (2010 г.)	20%		3.1%	2.9%
Страховые взносы после переходного периода (2011 г.)	26%		3.1% или 5.1%	2.9%

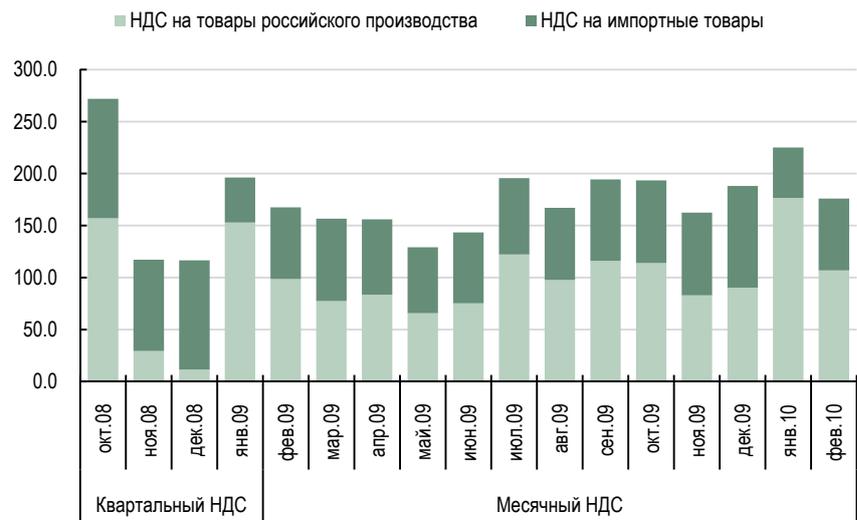
Источник: Налоговый кодекс

С восстановлением товарно-сырьевых рынков доходы от экспортных пошлин и НДС стабилизировались, однако доходы федерального бюджета за месяц по-прежнему с трудом поддаются прогнозированию из-за волатильности поступлений от уплаты НДС.

- НДС на товары, ввозимые на территорию России, и импортные пошлины уплачиваются по факту, поэтому данные статьи доходов подвержены сильному сезонному эффекту в декабре-январе из-за колебаний объемов импорта.

- НДС на товары, производимые на территории России, выплачивается с отсрочкой на месяц, в связи с чем эффект сезонности в этом случае охватывает и февраль.
- С октября 2008 г. предприятия могут самостоятельно выбирать между ежемесячными и квартальными выплатами НДС. В результате в январе, апреле, июле и октябре доходы оказываются выше, чем в другие месяцы.

Рисунок 6. Динамика НДС за месяц, млрд руб.



Источник: Федеральное казначейство

В соответствии со Статьей 172 Бюджетного кодекса составление проекта федерального бюджета основывается на бюджетном послании президента, основных направлениях бюджетной и налоговой политики на текущий год и прогнозе социально-экономического развития страны. В последние месяцы соответствующие прогнозы стали излишне пессимистическими.

На практике сложившиеся экономические условия оказывают двойственное влияние на прогнозы доходов федерального бюджета. С одной стороны, предположения консервативны: цена на нефть была принята на уровне USD58 за баррель, в то время как с начала года средняя стоимость нефти Brent составляет USD76 за баррель. С другой стороны, бюджетные доходы от внешней торговли оказываются завышенными, поскольку при планировании был заложен курс рубля к доллару США на уровне 33.9 руб., а фактический средний курс с начала года равен 29.9 руб. Последние официальные данные свидетельствуют о том, что при нынешней рыночной конъюнктуре использованные допущения о доходах федерального бюджета (даже в рамках оптимистического сценария) вряд ли можно считать достоверной оценкой реальных бюджетных показателей за текущий год: к концу марта Министерство финансов уже получило 28% запланированных на год доходов.

Таблица 3. Официальные прогнозы, использованные при планировании бюджета на 2010-2012 гг.

	2010П	2011П	2012П
Цена на нефть Urals, USD за баррель	58	59	60
Рост реального ВВП, %	0.9	1.1	3.1
Рост промышленного производства, %	0.9	1.5	3
Номинальные инвестиции в основные средства, %	-0.4	3.6	8.6
Рост реальной зарплаты, %	-1.1	0.3	1.6
Рост оборота розничной торговли, %	0.4	1.6	3
Экспорт, USD млрд	303.6	312.3	322.7
Импорт, USD млрд	197.2	206.6	219.7
Инфляция потребительских цен, %	9.5	7.5	6
Курс рубля к доллару США	33.9	34.8	36.4

Источник: Министерство финансов

Согласно нашей модели, конечный эффект от такого изменения рыночных условий должен быть практически нейтральным. Во-первых, прогноз Министерства финансов относительно инфляции потребительских цен (10% в годовом сопоставлении) не отражает нынешнюю тенденцию к замедлению темпов роста цен. К концу первого квартала инфляция с начала года достигла 3.3%, из которых около 1.3 п. п. обусловлено индексацией тарифов, а с учетом того, что летом проявится позитивный фактор сезонности, годовая инфляция может оказаться ниже 7% и составить 6.3%. Стабильная макроэкономическая ситуация с точки зрения темпов инфляции, как представляется, негативно сказывается на уровне бюджетных доходов, особенно на поступлениях от налога на прибыль.

Во-вторых, большая часть доходов федерального бюджета имеет сильную зависимость от валютного курса (это экспортные и импортные таможенные пошлины, ставка НДС и др.), и благоприятная конъюнктура на товарных рынках сгладила влияние этого фактора на бюджетные доходы. Тем не менее, мы считаем прогноз Министерства финансов довольно консервативным; при нашем базовом допущении о цене на нефть на уровне USD70 за баррель доходы бюджета, по нашим расчетам, на 5.1% превысят официальный прогноз.

Таблица 4. Прогнозы доходов федерального бюджета

Ренессанс Капитал								
Цена на нефть Urals, USD за баррель	40	50	60	70	80	90	100	110
Средний курс рубля к доллару США	37	32	29.4	28.6	28.4	28.2	28.2	28
Нефтегазовые доходы	3 057.2	3 108.2	3 240.7	3 477.0	3 755.6	4 030.0	4 324.1	4 592.2
Ненефтегазовые доходы	3 668.9	3 662.5	3 717.6	3 829.5	3 949.3	4 057.2	4 183.1	4 323.9
Итого доходы бюджета	6 726.1	6 770.7	6 958.3	7 306.6	7 705.0	8 087.2	8 507.2	8 916.2
Министерство финансов (цена на нефть USD58 за баррель)								
Нефтегазовые доходы	3 194.7							
Ненефтегазовые доходы	3 755.5							
Итого доходы бюджета	6 950.2							

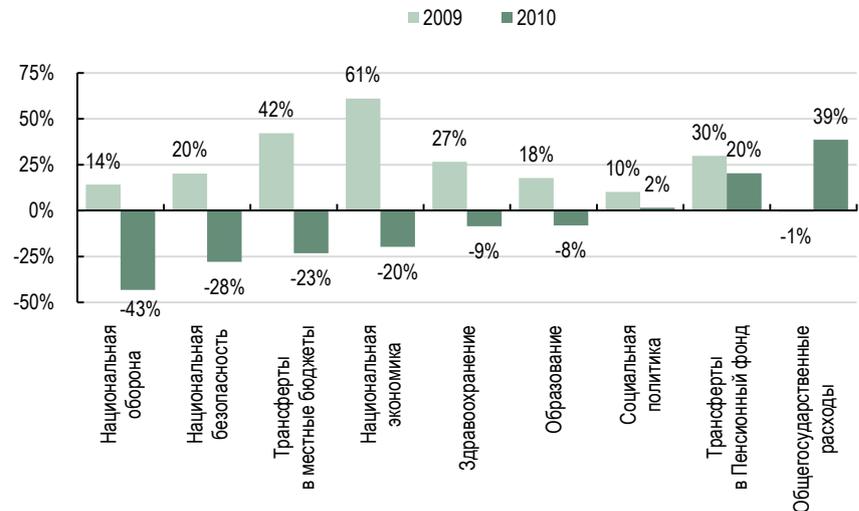
Источники: Министерство финансов, оценка Ренессанс Капитала

Расходы федерального бюджета

Для борьбы с кризисом российское правительство решило продолжать осуществлять меры по стимулированию экономики и даже усилить свою роль, оказывая существенную поддержку потребительскому спросу. В 2009 г. государственные расходы выросли на 27.4% относительно 2008 г. Уровень заработной платы государственных служащих и работников бюджетной сферы был увеличен на 30% в три этапа, пособие по безработице – на 60%, а зарплата военнослужащих – на 18%.

В случае долгосрочного дефицита бюджета (в соответствии с федеральным законодательством) ужесточение налогово-бюджетной политики будет более разумной мерой. По предварительным оценкам бюджетных расходов за 2010 г., все их группы (за исключением общих расходов и трансфертов Пенсионному фонду) планируется сократить в годовом сопоставлении. В перспективе стимулирующие меры будут осуществляться только в социальном секторе. Реформа оборонной промышленности, а также реструктуризация сектора государственной безопасности позволят сэкономить соответственно 43% и 28% от объема средств, выделенных для них в прошлом году.

Рисунок 7. Динамика расходов федерального бюджета в годовом сопоставлении, %



Источник: Федеральное казначейство

Рост общегосударственных расходов не должен вводить в заблуждение, поскольку данная группа включает субсидии на строительство инфраструктуры в Сочи для проведения Олимпийских игр в 2014 г. (102 млрд руб.) и средства на процентные платежи по суверенным и муниципальным долговым обязательствам (объем которых увеличился с 170 млрд руб. в 2009 г. до 300 млрд руб. в 2010 г.).

Тем не менее, заложенный в бюджет на 2010 г. уровень процентных выплат представляется завышенным: средняя ставка по новым займам на уровне 8.9%, на наш взгляд, слишком велика. В этом году все выпуски государственных долговых обязательств были размещены Министерством финансов на внутреннем рынке с доходностью не выше 7%, и в нынешних условиях (при низкой инфляции и смягчении денежно-кредитной политики) их доходность вряд ли вновь вернется на уровень 7-8%.

Таблица 5. Процентная ставка по государственным заимствованиям

Проценты к выплате в 2010 г. (данные Министерства финансов)	304
Проценты к выплате в 2010 г. (оценка Ренессанс Капитала)	174.9
Объем заимствований в 2010 г.	1 446.0
Процентная ставка	8.9%

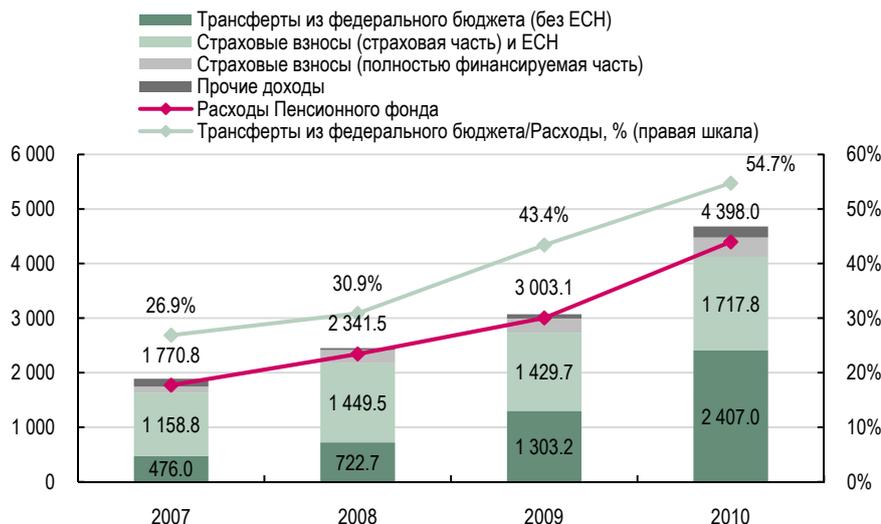
Источник: оценка Ренессанс Капитала

Крупнейшая группа расходов в процентном отношении к совокупным расходам бюджета – трансферты Пенсионному фонду – увеличилась как в 2009 г. (на 30%), так и в 2010 г. (на 20%) до 26.5% суммарных расходов. Антикризисные инициативы правительства в 2009-2010 гг. включали следующие меры, которые были введены на постоянной основе.

- Базовая часть пенсии была увеличена на 8.7% и 31.4% в марте и декабре 2009 г. соответственно.
- Страховая часть пенсии была повышена на 17.5% и 7.5% в апреле и августе 2009 г. соответственно.
- В апреле 2010 г. планировалось увеличить трудовые пенсии еще на 6.3%.
- Валоризация представляет собой индексацию страховой части пенсионных выплат с учетом опыта работы в советский период. В январе 2010 г. любой гражданин, имеющий такой опыт работы, мог рассчитывать на 10%-ное увеличение накопленной страховой части пенсии. Кроме того, пенсионный капитал дополнительно был увеличен на 1% за каждый год стажа, полученного в советский период.

В 2010 г. средний размер пенсионных выплат достигнет 7.7 тыс. руб. против 5.3 тыс. руб. в 2009 г. в результате реализации социальных антикризисных мер. Наряду с номинальным увеличением размера выплат численность граждан пенсионного возраста также выросла на 1.5 млн человек. Таким образом, расходы Пенсионного фонда в 2010 г. должны увеличиться на 50%. Исходя из бюджетных оценок, около 55% общего объема пенсионных расходов финансируются только из федерального бюджета.

Рисунок 8. Структура бюджета Пенсионного фонда, млрд руб.



Источники: Министерство финансов, оценка Ренессанс Капитала

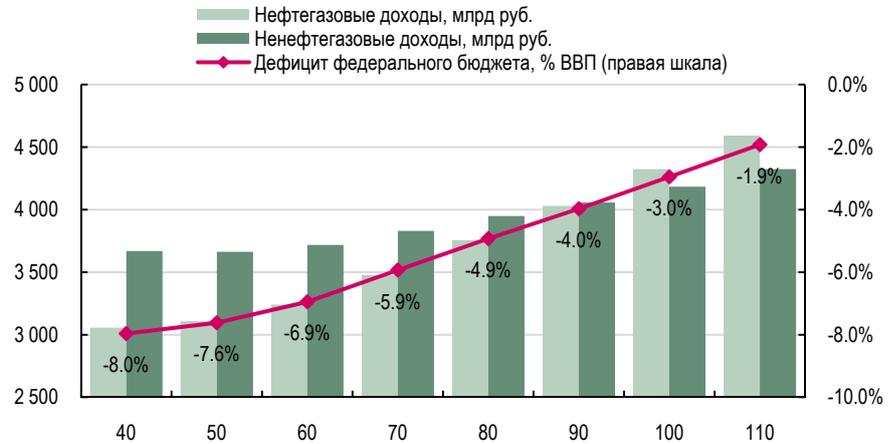
Вместе с тем, по нашим прогнозам, доходы Пенсионного фонда будут ниже, чем ожидалось изначально. Проведение пенсионной реформы и изменение шкалы выплат позволило переложить бремя пенсионных платежей на предприятия. В относительном выражении компании с сотрудниками со средним уровнем зарплаты (20-50 тыс. руб. в месяц до вычета налогов) больше всего пострадают от увеличения налогового бремени: относительно предыдущего года соответствующие платежи вырастут до 25% в 2010 г. и 65% в 2011 г. Безусловно, подобная ситуация стимулирует компании к использованию серых схем оплаты труда, и на фоне низкого уровня инфляции фонды оплаты труда, по всей вероятности, увеличатся не более чем на 10-11% в 2010 г. Тем не менее, если дефицит Пенсионного фонда превзойдет ожидания, на его финансирование, по всей вероятности, будут направлены средства, выделенные для рекапитализации банковской системы (по последним данным, 250 млрд руб.).

Таблица 6. Прогноз показателей федерального бюджета при различных уровнях цены на нефть (USD за баррель)

	40	50	60	70	80	90	100	110
Итого доходы бюджета, млрд руб.	6 726.1	6 770.7	6 958.3	7 306.6	7 705.0	8 087.2	8 507.2	8 916.2
Итого расходы бюджета, млрд руб.	9 967.7	9 934.8	9 901.8	9 868.8	9 852.4	9 835.9	9 819.4	9 786.5
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-8.00%	-7.60%	-6.90%	-5.90%	-4.90%	-4.00%	-3.00%	-1.90%

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 9. Прогноз доходов и дефицита федерального бюджета на 2010 г. при различных уровнях цены на нефть (USD за баррель)



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Большинство антикризисных мер в России вводилось на постоянной основе, и в результате уровень цен на нефть, при котором доходы и расходы федерального бюджета были бы сбалансированными, в настоящее время превышает USD110 за баррель. В сложившейся ситуации любой дальнейший рост расходов невозможен, и даже поддержание дефицита бюджета на текущем уровне может привести к бюджетному кризису через три-семь лет при очередном изменении рыночной конъюнктуры. На наш взгляд, в 2011 г. российское правительство перейдет к более жесткой бюджетной дисциплине: расходы в рамках федеральных целевых программ – первые кандидаты на сокращение. Кроме того, все группы расходов будут секвестированы (за исключением социальных расходов в преддверии выборов 2012 г.), что при этом не должно существенно затронуть оборонную промышленность.

Динамика экономических показателей в последнее время предполагала, что стабильные факторы роста еще не сформировались, и январский профицит бюджета в размере 3.1% ВВП в феврале сменился дефицитом в 8.6% ВВП. Как мы уже отмечали выше, январский профицит был обусловлен главным образом единовременными доходами от управления государственными фондами и тем фактом, что январь стал последним месяцем уплаты ЕСН. Кроме того, по данным Федерального казначейства, трансферты в Пенсионный фонд и местные бюджеты составили лишь 60% от совокупных расходов бюджета в январе, а расходы по другим статьям оказались незначительными. После необходимых бюрократических процедур Минфин начал направлять денежные средства на эти статьи в феврале, и расходы бюджета выросли на 31% относительно января. В марте дефицит федерального бюджета составил всего 3.9% ВВП – по всей видимости, финансирование некоторых статей в феврале было произведено с задержкой на месяц.

Бюджетное финансирование

Что касается потребностей в финансировании, бюджетная политика последнего времени представляется нам нелогичной. В соответствии с заложенными в бюджете показателями, по оценкам Минфина, все источники финансирования будут иметь практически равные доли в финансировании дефицита бюджета в 2010-2012 гг. Тем не менее, Минфин не использовал средства Резервного фонда до конца февраля, и все потребности в финансировании (350-400 млрд руб.) покрывались из средств единого счета федерального бюджета.

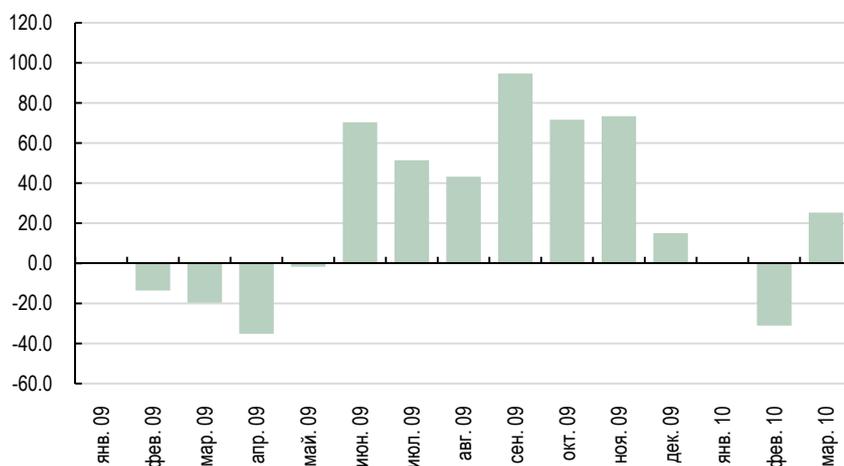
В начале марта объем средств на едином счете федерального бюджета опустился ниже нормативного уровня. Соответственно, в конце года для восстановления остатка по счету до нормативного показателя могут быть задействованы средства Резервного фонда.

Мы сомневаемся в рациональности использования средств единого счета в последние месяцы, поскольку Резервный фонд позволяет избежать временных кассовых разрывов. С другой стороны, Министерство финансов стремилось не допустить кассовые разрывы, осуществляя финансирование Пенсионного фонда и региональных бюджетов более оперативно, чем обычно. К концу февраля им было выделено около 25% от общего объема средств, запланированного на весь год. Именно этот подход и принимался во внимание, когда в Бюджетном кодексе было утверждено, что до 2012 г. нефтегазовые доходы не будут перечисляться в Резервный фонд.

Тем не менее, Резервный фонд не должен быть единственным источником финансирования дефицита бюджета: при нынешнем избытке ликвидности на внутреннем рынке Минфин может привлекать средства по очень низким ставкам, при этом удерживая инфляцию на невысоком уровне (путем стерилизации денежной эмиссии). Вместе с тем, действия государства на рынке рублевых облигаций также представляются нестандартными. В соответствии с планом заимствований на 2010 г. Министерству финансов предстоит привлечь около 600 млрд руб. до конца года, но, несмотря на благоприятную конъюнктуру, оно разместило на рынке обязательства лишь на сумму 70 млрд руб., а чистый объем погашений составил 40 млрд руб. Вместе с тем, такие эмитенты как Москва существенно опережают свои планы по заимствованиям: они привлекают финансирование на срок до 12 лет по ставкам ниже 8%.

В настоящее время Минфин, по-видимому, полностью игнорирует возможности привлечения заемного капитала на внутреннем рынке, тогда как заимствования исключительно за рубежом, на наш взгляд, создают серьезные макроэкономические риски. При падении цен на нефть внешний долг препятствует ослаблению рубля, что не позволяет поддерживать конкурентоспособность российских производителей.

Рисунок 10. Чистый объем привлечения средств на внутреннем рынке, млрд руб.



Источники: Министерство финансов

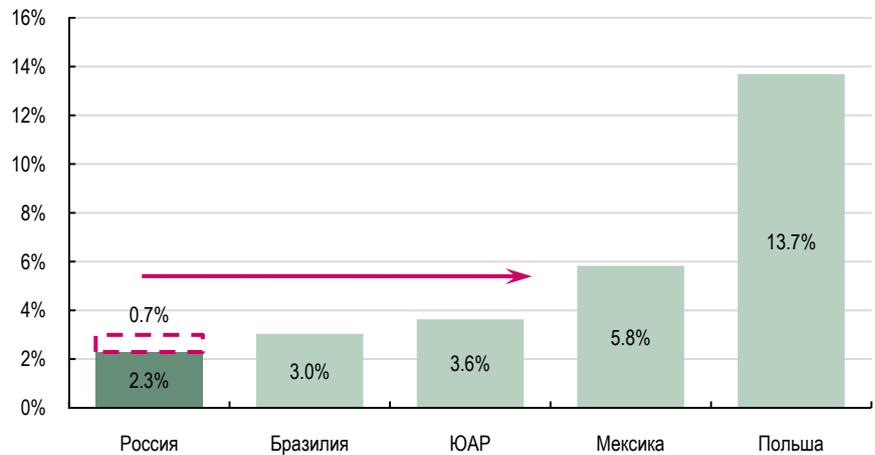
В условиях устойчивого дефицита бюджета и высокой зависимости от цен на сырьевые товары важно сохранять максимальную гибкость управления бюджетными средствами. Этого легче добиться при низком уровне внешнего долга, поскольку внутренние обязательства могут быть:

- рефинансированы в Банке России по предсказуемым ставкам;
- монетизированы через инфляцию.

Тем не менее, в последнее время государство отдает предпочтение размещению внешних обязательств, нежели привлечению заемного капитала на внутреннем рынке. Среди стран, имеющих рейтинг BBB, Россия имеет самый низкий внешний долг и, соответственно, более значительный потенциал привлечения капитала, чем страны с сопоставимыми рейтингами: Бразилия (BBB-/Baa3), ЮАР (BBB+/A3) и Мексика (BBB/Baa1).

На наш взгляд, внешний долг Мексики может использоваться как ориентир максимального объема внешних обязательств для стран с развивающейся экономикой (в показатель не входят валютные свопы с ФРС США на USD30 млрд и открытая в 2009 г. кредитная линия МВФ на сумму USD47 млрд, поскольку государство использовало лишь небольшую долю выделенных средств – около USD3 млрд). Если программа государственных заимствований на 2010-2012 гг. будет исполнена в полном объеме, возможности России по привлечению долгового капитала на внешнем рынке снизятся, но все еще будут превышать возможности Мексики. Соответственно, по нашим оценкам, к концу 2012 г. максимальный объем привлечения долговых обязательств составит USD80-90 млрд. Вместе с тем, Минфин вряд ли решится занимать более USD10 млрд в год в 2010-2012 гг., поскольку стремится поддерживать стабильность макроэкономической ситуации и валютного курса.

Рисунок 11. Внешний государственный долг, % ВВП



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Что касается уровня внутреннего долга, Россия выгодно отличается от других развивающихся рынков. После исполнения программы заимствований на 2010-2012 гг. долговая нагрузка России составит 7% ВВП. Таким образом, к 2012 г. программа привлечения средств на внутреннем рынке может быть расширена еще на 2 трлн. руб., что не приведет к превышению комфортного уровня долга в 10% ВВП. С другой стороны, при текущей ориентации государства на внешний рынок план заимствований на внутреннем рынке к концу года может быть осуществлен не полностью.

Рисунок 12. Внутренний государственный долг, % ВВП



Источник: оценка Ренессанс Капитала

На данный момент уровень дефицита бюджета России превышает аналогичные показатели Бразилии и Мексики, уже осуществляющих более жесткую фискальную политику. Возникшие в последнее время вопросы относительно эффективности государственных расходов (в частности, о сокращении финансирования в рамках федеральных целевых программ) и возможной отмены нулевых экспортных пошлин для нефтегазовых месторождений Восточной Сибири свидетельствуют о том, что Минфин намерен добиваться уменьшения дефицита бюджета практически всеми доступными способами. Таким образом, по нашим оценкам, к концу 2012 г. дефицит бюджета составит менее 3% ВВП, что представляется приемлемым уровнем.

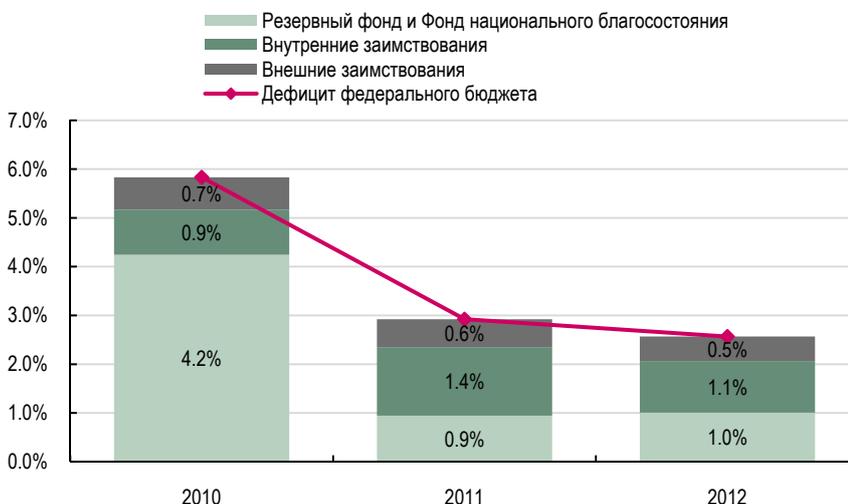
Рисунок 13. Дефицит государственного бюджета некоторых стран в 2009-2010 гг., % ВВП



Источник: оценка Ренессанс Капитала

На наш взгляд, для российской экономики не характерны риски, связанные с финансированием дефицита бюджета, даже несмотря на то, что последний превышает аналогичные показатели сопоставимых стран. Благодаря Резервному фонду и Фонду национального благосостояния, накопленным в период роста цены на нефть, российское правительство, с нашей точки зрения, имеет достаточный запас средств для финансирования дефицита федерального бюджета даже после 2012 г. Более того, долговая нагрузка России (с учетом как внутренних, так и внешних обязательств) слишком мала, чтобы можно было ожидать трудностей с привлечением нового финансирования на мировых рынках.

Рисунок 14. Источники финансирования дефицита федерального бюджета



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Все вышесказанное подводит нас к вопросу, насколько подготовленной окажется российская финансовая система к очередному падению цен на сырьевые товары. На наш взгляд, регулирующим органам следует предпринять некоторые шаги, которые позволят эффективнее адаптировать бюджетную политику к неизбежным внешним шокам.

- Либерализация валютного курса позволит Банку России осуществлять свою политику независимо от динамики валютного рынка, обеспечивать средствами более широкий круг субъектов экономики, а также финансировать дефицит федерального бюджета по разумным ставкам в случае необходимости.
- Увеличение налогового бремени для определенных экспортно-ориентированных секторов (заметное сокращение расходов на социальное обеспечение, национальную оборону, а также инвестиций на практике представляется невозможным).
- Повышение пенсионного возраста – с нашей точки зрения этот шаг неизбежен, поскольку сложившаяся демографическая ситуация предполагает, что дефицит Пенсионного фонда будет стремительно расти и может выйти из под контроля к середине этого десятилетия.
- Отказ от планов по размещению суверенного выпуска долговых обязательств любой ценой и более активные действия на внутреннем долговом рынке. Аргумент, что размещение ОФЗ уменьшит приток кредитных ресурсов в экономику, мы считаем несостоятельным: российские банки в настоящее время располагают свободной ликвидностью в размере более 1 трлн. руб. Они не используют эти средства для кредитования экономики, но вполне могут инвестировать их в ОФЗ.

В заключение следует отметить, что на данном этапе Россия в финансовом отношении должна предпринять достаточно большое количество действий, чтобы быть готовой к возможному падению цен на энергоресурсы. Для того чтобы изменить ситуацию, необходимо проводить более либеральную валютную политику, найти возможности сокращения дефицита бюджета и избегать чрезмерной зависимости от внешнего заемного капитала.

Таблица 7. Внутренний и внешний государственный долг России

	2010П	2011П	2012П
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-5.9%	-3.1%	-2.7%
Резервный фонд и Фонд национального благосостояния на конец периода, % ВВП	6.5%	4.6%	2.8%
Внутренний долг на конец периода, % ВВП	5.8%	6.4%	6.7%
Внешний долг на конец периода, % ВВП	2.6%	2.9%	3.0%

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета, с целью предоставления информации общего характера об эмитенте или эмитентах (собирательно «Эмитент»), ценных бумагах и рынках, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что в отношении Эмитента, ценных бумаг и рынков настоящий отчет был подготовлен независимо от Эмитента и все суждения, изложенные в настоящем отчете, точно отражают его или ее личные взгляды касательно Эмитента и всех без исключения указанных ценных бумаг и рынков. С целями сбора, анализа и синтеза рыночной информации каждый аналитик и/или лица, связанные с каким-либо аналитиком, могли находиться во взаимодействии с сотрудниками Управления по торговле акциями и Управления по работе с клиентами. В случае если дата отчета отличается от сегодняшней, мнения и содержание могут не отражать актуальные суждения аналитиков.

Каждый аналитик также подтверждает, что никакая часть полученного им или ею вознаграждения не была и не будет связана прямо или косвенно с определенными рекомендациями, прогнозами, расчетами, мнениями или суждениями, изложенными в настоящем отчете. Вознаграждение аналитиков определяется на основании деятельности и услуг, направленных на получение выгоды инвесторами, которые являются клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited и всех дочерних и зависимых компаний («Ренессанс Капитал»). Как и все сотрудники Ренессанс Капитала, аналитики получают вознаграждение в зависимости от доходности деятельности Ренессанс Капитала, которая включает выручку прочих подразделений Ренессанс Капитала.

Ренессанс Капитал

Ренессанс Капитал

123317, Москва
Пресненская набережная, 10
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель аналитического
управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

**Начальник отдела макроэкономики
и анализа долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Милена Иванова-Вентурини
Армен Гаспарян

Медиа и ИТ, сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 4350
Дэвид Фергусон
DFerguson@rencap.com

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Борис Красноженов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
Ирина Елиневская
Ильдар Давлетшин
Татьяна Калачева

**Потребительский сектор
и сельское хозяйство**
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Ульяна Ленвальская

Телекоммуникации и транспорт
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Михаил Сафин

Электрэнергетика
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Владимир Скляр

**Макроэкономика и рынок
долговых обязательств**
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Петр Гришин
Максим Раскоснов
Андрей Марков
Анастасия Головач
Антон Никитин
Илья Жила

Рынок Средней Азии
+ 7 (727) 244 1544
Милена Иванова-Вентурини
Татьяна Калачева
Екатерина Газадзе

Рынок Украины
+ 38 (044) 492 7383
Анастасия Головач

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 258 7785
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Мичико Фокс
Марк Портер
Иван Алешин
Сергей Туров

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7770 x4001
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтуна

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Екатерина Лизунова
Наталья Фадеева

© 2010 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.