

17 апреля 2013 г.

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

**Риски увеличения
дефицита бюджета
остаются в тени**

В настоящее время в Правительстве идут активные дискуссии по поводу замедления российской экономики. Параллельно с этим бурно обсуждается стратегический вопрос, каков должен быть "предел" наполнения Резервного фонда, после которого нефтегазовые доходы будут направляться на стимулирование инвестиций для поддержания экономического роста. При этом риски увеличения дефицита бюджета в 2013 г. остаются в тени. Об этом очень обрывочно и осторожно упоминают ряд представителей Минфина, и пока не складывается впечатления, что у Правительства есть полное понимание по данному вопросу.

Мы решили проанализировать, насколько тяжелой будет ситуация с выполнением бюджета и госзаимствованиями в 2013 г. С учетом всех новых вводных у нас появились серьезные опасения, связанные с несколькими факторами:

- введение бюджетного правила сильно ограничило пространство для маневра Минфину;
- в этом году ожидается существенное недопоступление налогов;
- план по приватизации будет исполнен не в полном объеме;
- существует высокая вероятность значительного прироста расходов федерального бюджета сверх плана.

**Заявления о сокращении
дефицита за счет
нефтегазовых доходов не
снижают потребности в
покрытии разрыва в
512 млрд руб.**

Реализация даже части указанных рисков, по нашим оценкам, создаст ощутимую нагрузку на федеральный бюджет, который и без того в этом году, по официальным прогнозам, будет сведен с дефицитом. Изначально дефицит планировался на уровне 0,8% ВВП, или 512 млрд руб. Вчера министр финансов А. Силуанов заявил, что дефицит будет снижен до 0,6% ВВП, однако, произойдет это за счет дополнительных нефтегазовых доходов в размере 185 млрд руб. Но, согласно бюджетному правилу, эти средства нельзя использовать для финансирования запланированных расходов. Таким образом, дефицит сокращается только технически, а реальные потребности Минфина в покрытии разрыва остаются на уровне 512 млрд руб. (далее по тексту мы будем использовать понятие "дефицит" именно в этом смысле).

Введение в 2013 г. бюджетного правила предполагает, что любые новые обязательства (сверх изначального плана) должны быть компенсированы только за счет ненефтегазовых поступлений. Возможности же по увеличению последних в этом году, на наш взгляд, весьма ограничены (не сопоставимы с аппетитами государства).

Напомним, что, согласно бюджетному правилу, бюджет на 2013 г. был сверстан исходя из цены на нефть всего в 91 долл./барр. (для сравнения в 2012 г. в бюджет закладывали 100 долл./барр., и впоследствии она была повышена до 115 долл./барр.). Столь низкая цена объясняется тем, что, начиная с 2013 г., исходной ценой для бюджетного плана является ее среднее значение за последние 5 лет (в течение 2014-2018 гг. период усреднения будет равномерно увеличен до 10 лет), а этот период включает падение 2008-2009 гг. Все доходы сверх данной цены должны быть направлены в Резервный фонд.

Повышение прогноза цены на нефть может принести бюджету до 600 млрд руб., но по бюджетному правилу их нельзя тратить на расходы

Ожидания того, что выпадающие нефтегазовые доходы будут компенсированы, мы считаем излишне оптимистичными

Из-за низких доходов потребность в финансировании разрыва, по нашим оценкам, превысит 512 млрд руб.

~600 млрд руб. необходимо будет покрывать за счет госзаимствований...

Недавно Минэкономразвития пересмотрело прогноз по цене на нефть на 2013 г. с текущей оценки в 97 долл./барр. до 105 долл./барр. Если цена действительно достигнет нового ориентира МЭР, то бюджет может дополнительно получить, по нашим оценкам, около 600 млрд руб. Однако, как было сказано выше, по каким-то непонятным для нас причинам, официальная оценка дополнительных нефтегазовых доходов в связи с пересмотром цены на нефть составила только 185 млрд руб. Но, в любом случае, бюджетное правило запрещает использовать эти средства для финансирования расходов, требуя полного перечисления накопленных денег в Резервный фонд.

Что же касается ненефтяных доходов, то у нас существуют сомнения, что план по их собираемости будет выполнен. Уже известно, что в этом году бюджет может недосчитаться около 130 млрд руб. Большая часть этой суммы (~100 млрд руб.) приходится на крупные возвраты НДС после массового введения в эксплуатацию инфраструктурных госпроектов.

В целом, заложенный в бюджете рост нефтегазовых доходов на 8,5% к уровню прошлого года мы считаем чересчур оптимистичным. Примерно такими же темпами они увеличивались в прошлом году, но тогда экономика росла гораздо быстрее (3,4%), а средняя цена на нефть составляла 111 долл./барр. Сейчас динамика ВВП выглядит хуже (Минэкономразвития уже снизило прогноз по этому показателю на 2013 г. с 3,6% до 2,4%). Учитывая изначально высокий план по сбору НДС и налога на прибыль, а также наблюдаемое замедление роста экономики, достичь запланированного в бюджете плана по нефтегазовым доходам даже с учетом пересмотренной цены на нефть (до 105 долл./барр.) нам кажется весьма затруднительным.

В связи с этим, рассчитывать на то, что выпадающие 130 млрд руб. нефтегазовых доходов в 2013 г. будут покрыты за счет незапланированных доходов, не стоит. Ведомство планирует лишь в ограниченной степени компенсировать эту "дыру" в бюджете экономией на других источниках (предварительно называются цифры 30-60 млрд руб. = неиспользованные межбюджетные трансферты, невостребованные субсидии). Поэтому из-за низких доходов потребность в финансировании разрыва в бюджете, по нашим оценкам, составит не 512 млрд руб., а ~640 млрд руб. У Минфина оценка увеличения этого разрыва более оптимистична: по словам А. Силуанова, уточнение прогноза социально-экономического развития привело к снижению нефтегазовых доходов лишь на 50 млрд руб.

Первоначально закрывать дефицит федерального бюджета планировалось за счет следующих источников:

	млрд руб.
Госзаимствования	605
Внутренние заимствования (ОФЗ и ГКО), всего	448
размещение	1 213
погашения	-765
Внешние заимствования, всего	157
размещение	235
погашения	-78
Приватизация	428

Источник: Минфин, оценки Райффайзенбанка

Теперь стало известно, что от приватизации в этом году планируется выручить только около 60-70 млрд руб. из прогнозируемых изначально 428 млрд руб., что, по заявлению властей, связано с принятием решения о допэмиссиях акций вместо прямой продажи госпакетов.

Получается, что чуть менее 600 млрд руб. дефицита покрывать придется исключительно за счет госзаимствований. Если предположить, что Минфин не будет увеличивать программу выпуска евробондов (чистые размещения 160 млрд руб., план), то за счет размещений на внутреннем рынке компенсировать придется около 440 млрд руб. (нетто-заимствования).

... тогда Минфину на внутреннем рынке нужно будет занять все 1,2 трлн руб.

... размещения такой интенсивности сейчас видятся затруднительными и могут потребовать премии по доходности...

...если допрасходы будут утверждены в полном объеме, то потребность во внутренних займах возрастет до 1,5 трлн руб.

Отступление от бюджетного правила политически неприемлемо и маловероятно

Чтобы обеспечить такой результат, принимая во внимание крупные погашения внутреннего долга в этом году (770 млрд руб.), по нашим оценкам, Минфину будет необходимо занять около 1,2 трлн руб., что в расчете на квартал соответствует около 300 млрд руб. предложения госбумаг. Хотя именно столько ОФЗ (доля ГСО несопоставимо меньше) сейчас ведомство планирует размещать поквартально (в 1 и 2 кварталах план составлял около 300 млрд руб.), фактическое размещение составляет около 60% заявленных объемов, то есть нужно признать, что для достижения этих ориентиров в оставшиеся месяцы ведомству необходимо занимать более интенсивно. Отметим, что если бы план по приватизации был бы выполнен в полном объеме и выпадающих доходов не было бы, то, по нашим оценкам, реальная необходимость в внутренних заимствованиях у Минфина была бы гораздо меньше 1 трлн руб.

С учетом уже размещенных в 1 кв. 193 млрд руб. (ГСО не было) и плана по ОФЗ на 2 кв. в 300 млрд руб., планка в 1,5 трлн руб. предполагает, что в 3 кв. и 4 кв. Минфину необходимо будет размещать по 450 млрд руб. госбумаг в квартал, подавляющая часть из которых в форме ОФЗ. Реализовать размещения такой интенсивности, по нашему мнению, в текущих условиях будет непросто и может потребовать существенной премии по доходности.

Отдельно подчеркнем, что при пересмотре оценки по дефициту федерального бюджета на этот год мы не брали в расчет заявленные в поручениях Президента дополнительные расходы: социальные проекты, включая строительство перинатальных центров, детских садов и пр., инвестиционные расходы, расходы на развитие транспортной инфраструктуры и др. А дополнительный прирост расходов бюджета в этом году, по заявлению властей, может составить до 300 млрд руб. Если они будут утверждены в период летних поправок, потребность Минфина в заимствованиях возрастет еще больше. И занять на внутреннем рынке нужно будет уже не 1,2 трлн, а до 1,5 трлн руб.

Вероятность того, что расходы все же будут увеличены, очень высока. При этом даже если они вырастут не на 300 млрд руб., а меньше, с учетом выпадающих доходов и при ограниченном потенциале увеличения собираемости нефтегазовых доходов в этом году, потребность Минфина в заимствованиях на внутреннем рынке, скорее всего, будет составлять более 1,2 трлн руб.

Снизить необходимость в столь крупных займах могло бы несколько мероприятий:

- ослабление бюджетного правила
- увеличение внешних заимствований
- перенос расходов, связанных с поручениями президента, на более отдаленную перспективу
- активизация усилий по приватизации (шаги в этом направлении ведутся)

Безусловно, серьезное ослабление бюджетного правила и направление значительной части 600 млрд руб. дополнительных нефтегазовых доходов на покрытие дефицита смогло бы решить проблему. Однако, судя по высказываниям руководства страны, такой путь считается неприемлемым. Действительно, отступление от бюджетного правила сразу после его введения сопряжено с большим ударом по репутации властей. Поэтому мы в нашем базовом сценарии не рассматриваем такую возможность.

Остальные же перечисленные выше мероприятия могут лишь в ограниченной степени снизить потребность в крупных внутренних заимствованиях. С большой вероятностью ведомству необходимо будет занять на внутреннем рынке все 1,2 трлн руб., то есть строго придерживаться плана. На первый взгляд, такая необходимость выполнять план, составленный самим же ведомством, не должна вызывать беспокойства. Однако нужно отметить, что подобная ситуация может возникнуть чуть ли не впервые после кризиса.

План по внутренним заимствованиям нужно будет исполнить в полном объеме 1,2 трлн руб.

Во 2П 2013 г. необходимость крупных заимствований окажет негативное влияние на рынок ОФЗ, если только не произойдет увеличения спроса нерезидентов

В прошлые годы план по заимствованиям являлся очень мягким ориентиром для Минфина и определялся исходя из консервативных прогнозов по исполнению бюджета (из расчета низких цен на нефть). Поэтому реальной необходимости в полном выполнении программы заимствований не было (она и не выполнялась): любые отклонения от плана просто означали меньший трансферт в Резервный фонд. Теперь же бюджетное правило не дает возможности управлять размером трансферта в случае низкого спроса на размещаемые госбумаги.

Таким образом, в этом году Минфин поставлен в жесткие условия и должен всеми силами стараться размещать ОФЗ в рамках плана. На практике пока этого не происходит, но по мере приближения к концу года ведомству придется изменить стратегию размещений, что, скорее всего, приведет к росту премии. При этом вряд ли Минфин будет поставлен в такую ситуацию, чтобы занимать на внутреннем рынке по любой цене. Однако мы все же считаем, что во втором полугодии необходимость в крупных заимствованиях окажет негативное влияние на рынок ОФЗ, если только не произойдет значительного увеличения спроса со стороны нерезидентов.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко	(+7 495) 721 2845
----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.