

Новые реалии российских госфинансов

- Резкое ухудшение макроэкономических условий в 2015г потребовало серьезной корректировки бюджета, но его приоритеты остались прежними
- Потери доходов составят 2,5 трлн руб. (при цене на нефть в среднем \$50/барр), в основном за счет потери нефтегазовых доходов
- Потери нефтегазовых доходов могут увеличиться из-за укрепления рубля, но дополнительные доходы от НДС весьма вероятны
- Перераспределение расходов по статьям не всегда выглядит рациональным, особенно сокращение расходов на образование и здравоохранение
- Общее сокращение расходов составило 298 млрд руб., что значительно меньше первоначальных планов. Умеренность сокращения должна стать бюджетным стимулом для экономики
- При этом нельзя исключить дополнительные расходы в связи с ростом трансферта регионам из-за потерь налога на прибыль
- Расширение дефицита бюджета до 3,7%ВВП выглядит весьма скромным, источники финансирования имеются
- Но вероятны новые пересмотры бюджета из-за быстро меняющихся условий и серьезных бюджетных рисков
- На финансирование дефицита будет направлено две трети имеющихся средств Резервного фонда, что снизит его возможности в 2016-17гг
- Но в целом стабильность государственных финансов в 2015-17 году не вызывает сомнений

Бюджетные доходы резко сократятся

Новые параметры федерального бюджета

Значительное ухудшение внешнеэкономических и политических факторов во второй половине 2014г привело к необходимости изменения федерального бюджета. Проявившиеся вызовы, такие как шок условий торговли из-за падения цен на нефть, сползание экономики в рецессию, девальвация рубля, резкое ускорение инфляции – привели к необходимости кардинального пересмотра как доходной, так и расходной частей бюджета. Антикризисные меры требовалось встроить в бюджет без чрезмерного раздувания расходов из-за уменьшившихся доходов.

Проект базируется на консервативных макроэкономических прогнозах

Скорректированный проект бюджета на 2015 год был на этой неделе подписан президентом и вступил в силу. Поправки в бюджет разработаны Минфином в консервативных предположениях нового прогноза Министерства экономического развития. Этот прогноз предполагает, что средняя цена нефти марки Юралс составит \$50/барр в 2015г, а ВВП сократится на 3%гг в реальном выражении, что приведет к корректировке

объема номинального ВВП в 2015 году на -5,4% по сравнению с бюджетом, принятым в декабре 2014г. Более высокая инфляция (15,8%гг в среднем в 2015г и 12,2% на конец года) и девальвация рубля (средний курс 61,5 руб/\$) поддержат рублевый объем налоговых поступлений, но не смогут полностью компенсировать эффект от падения цен на нефть и глубокой рецессии. Надо сказать, что макроэкономическая ситуация меняется быстро, это требует от правительства некоторой гибкости. Нельзя исключить нового пересмотра макроэкономических параметров в ближайшие месяцы и соответствующей корректировки бюджета.

Ожидаемое сокращение нефтегазовых доходов

**Выпадающие доходы
в 2,5 трлн руб.**

В этих условиях Министерство финансов оценивает потери доходов в 2,54 трлн руб. Большая часть потерь приходится на выпадение нефтегазовых доходов бюджета (2 трлн руб.). В наших расчетах мы пришли к похожим результатам. Это не удивительно: больших шоков в производстве нефти и газа не ожидается, формулы расчета нефтегазовых доходов прозрачны, макроэкономические предположения также не сильно различаются.

Ненефтегазовые могут преподнести сюрприз

**Ненефтегазовые
доходы бюджета
сократятся
на 512 млрд руб...**

А вот по ненефтегазовым доходам расчеты падения поступлений выглядят несколько неожиданными. Согласно поправкам, ненефтегазовые доходы сократятся на 512 млрд руб. относительно закона о бюджете, принятого в декабре.

**... из которых 390
млрд придется на
сокращение НДС...**

Основное сокращение приходится на потерю поступлений по НДС, который сократится на 389,8 млрд руб. Это сокращение во многом объясняется излишним оптимизмом предположения о росте поступлений по НДС в декабрьской версии закона о бюджете. Тогда предполагалось, что поступление НДС составит 4,1 трлн руб. и превысит уровень 2014 года на 175 млрд руб. Однако сейчас оценка поступлений выглядит сильно заниженной, даже принимая во внимание предоставление льгот по налогу (например, авиаперевозчикам на 25 млрд руб.). По нашим оценкам, поступления от НДС, связанные с импортом, останутся почти на уровне 2014 года, так как падение рубля полностью компенсирует эффект от сокращения импорта в долларах. А поступления от внутреннего НДС могут даже несколько вырасти из-за ускорившейся инфляции. То есть не исключен приятный сюрприз получения дополнительных доходов по этому налогу, оцениваемый нами в 200 млрд руб.

**... но, возможно,
поступления будут
выше**

Изменение основных параметров прогноза экономики

	Фед. закон о бюджете (дек. 2014)	Поправки в бюджет (апр. 2015)
Цена на нефть URALS, \$/барр.	100	50
Курс рубля (ср. за год), руб./\$	37,7	61,5
Рост экономики, %гг	1,2	-3,0
ВВП, трлн. руб.	77,3	73,1
ИПЦ (на конец периода), %	5,5	12,2

Источник: Минфин, МЭР

Изменение основных характеристик бюджета

	Фед. закон о бюджете (дек. 2014)	Поправки в бюджет (апр. 2015)
Доходы	15082	12540
Нефтегазовые	7717	5687
Ненефтегазовые	7365	6853
Расходы	15513	15215
НДС	4105	3715
Сальдо бюджета	-431	-2675

Источник: Минфин, МЭР

Заложенный в бюджет рост налога на прибыль выглядит маловероятным...

А вот в рост доходов от налога на прибыль, поступления которого в федеральный бюджет в новой редакции закона увеличены на 6,2 млрд руб, поверить трудно. Налог на прибыль – один из основных источников доходов региональных бюджетов. В федеральный бюджет зачисляется 2пп, оставшаяся часть, до 18пп, идет в региональный. Хотя в первые два месяца наблюдалась позитивная тенденция по поступлениям этого налога, но в ближайшем будущем она, вероятно, существенно изменится. В 2009г при менее значительном ослаблении рубля и большем сокращении ВВП (на 7,8%гг), поступления от налога на прибыль в консолидированный бюджет сократились на 39%гг. При этом только часть эффекта можно было отнести на счет снижения ставки налога с 24 до 20%. Главной причиной снижения поступления были накопленные убытки предыдущего периода, которые снизили расчетную базу налога. В 2014г были также накоплены убытки, составившие 3,7 трлн руб (+93%гг).

... мы прогнозируем сокращение федеральной части налога на 100 млрд.

Весьма вероятно, что динамика поступлений налога на прибыль в 2015г окажется ближе к динамике 2009г, чем думает правительство. По нашим расчетам, падение поступлений может составить 25%. Таким образом, выпадающие доходы по налогу на прибыль достигнут 590 млрд руб. в 2015г (-25%гг), из которых 100 млрд руб. недополучит федеральный бюджет.

Снижение поступлений от НДФЛ в консолидированный бюджет также очень вероятно

Консолидированный бюджет может недополучить и доходы от налога на доходы физических лиц. Мы оцениваем эти потери как 130 млрд руб. Действительно, заложенный рост ФОТ (+4%гг) представляется излишне оптимистичным в условиях фактического отказа от индексации зарплат бюджетников. Индексация с 1 октября 2015г отменена для большинства групп, включая врачей и учителей. Мы считаем, что ФОТ скорее упадет на 0,5-0,6% из-за роста безработицы и неформальной занятости, что и вызовет сокращение поступления налога.

...и первыми это почувствуют регионы

Мы не случайно выделили дополнительно выпадающие доходы не только федерального, но и консолидированного бюджета. Их падение (около 650 млрд руб.) нужно учитывать из-за того, что в конечном итоге проблема финансирования региональных бюджетов окажется новым бременем/проблемой федерального бюджета.

Сокращение и перераспределение расходов

Структура бюджетных расходов

Приоритет федерального бюджета – расходы на оборону

Структура расходов федерального бюджета и до решения о секвестре бюджета в последние годы не была оптимальной с нашей точки зрения. Доля расходов федерального бюджета, направляемая на национальную оборону, быстро росла, увеличившись с 13,9% в 2011г до 16,7% в 2014г. Надо сказать, что национальная оборона – единственная статья расходов с устойчивым ростом. Даже в рамках консолидированного бюджета доля расходов на национальную оборону выросла с 7,6% в 2011г до 9,1% в 2014г. Это характеризует приоритеты правительства. Напротив, за это же время расходы федерального бюджета на образование сократились с 5,1% до 4,3%, здравоохранения – с 4,6% до 3,6%, ЖКХ – с 2,6% до 0,8%.

Социальные расходы переложены на региональные бюджеты

Часть потерь в финансировании человеческого капитала «пытались» восполнить региональные бюджеты. Общее финансирование по этим

статьям все же удалось сохранить практически неизменным, хотя в 2011-12гг прослеживалась тенденция к небольшому росту их финансирования.

Поправки усилили диспропорции между статьями

Сокращение и перераспределение расходов увеличивает диспропорции

Обычная антикризисная мера – повышение бюджетных расходов. Но текущие вызовы могут не ограничиться одним годом, поэтому анонсировано решение о ежегодном 5%-ом сокращении бюджетных расходов в реальном выражении в 2015-17гг. В 2015г сокращение сопровождается значительным перераспределением расходов по статьям, что, к сожалению, не уменьшило диспропорций в структуре расходов.

Запланированное 10%-ое сокращение расходов оказалось невозможным

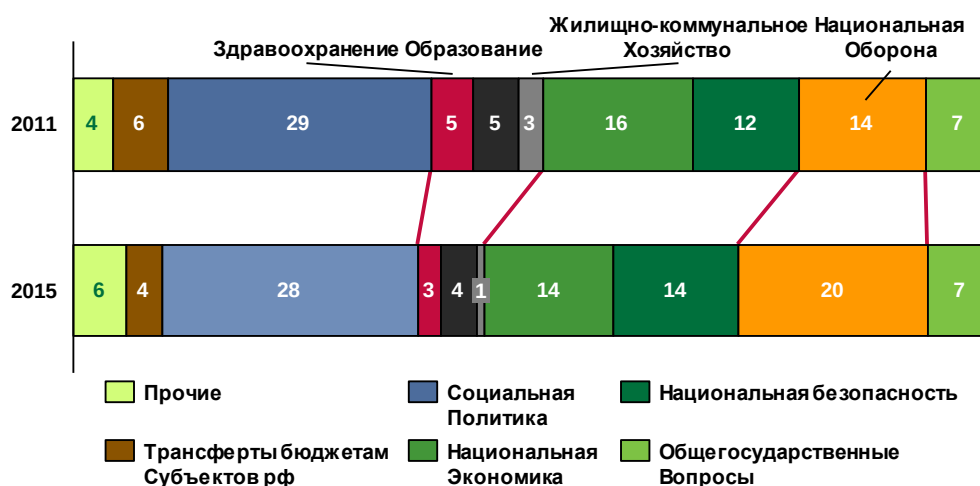
Первоначально все незащищенные статьи бюджета планировалось сократить равномерно на 10%, что оказалось невозможным на практике. Расходы на оборону сократили всего на 4,8% против закона о бюджете, одобренного в декабре. Тем не менее, их рост все равно составил внушительные 26%гг. На те же 4,9% против прежних планов на 2015г были сокращены расходы на образование, но по сравнению с 2014г они сократятся на 5,7%гг в 2015г. А вот статья здравоохранения была сокращена куда более радикально – на 8,2% относительно прежнего закона о бюджете и на 28%гг относительно 2014г. Конечно, частично это сокращение стало возможным благодаря набирающей обороты реформе отрасли. Но эта реформа остается крайне непопулярной среди населения, и в целом нет уверенности, что рост эффективности использования средств соответствует сокращению финансирования. Статья ЖКХ была сокращена на 10,8% относительно бюджета образца декабря 2014 года, но относительно 2014 года расходы вырастут на 7,9%гг.

Расходы снижены на 298 млрд. относительно предыдущей редакции бюджета. Доля расходов на оборону вырастет до 20,5% в 2015г

В результате сокращения статей и перераспределения средств между статьями расходная часть была уменьшена на многим более скромные 298 млрд руб. против закона о бюджете, принятого в декабре 2014г.

Как это отразилось на структуре бюджетных расходов? Доля расходов на оборону вырастет до 20,5% от расходов федерального бюджета, тогда как доля расходов на образование и здравоохранение соответственно составят 4% и 2,5%. Это все дальше уводит страну от структуры расходов, типичной

Структура расходов федерального бюджета в 2011 и 2015 годах



Источник: ЦБ РФ, расчёты ЦМИ

для развитых стран, где приоритетами являются именно расходы на здравоохранение и образование. Мы считаем, что оптимизация расходов за счет сокращения вложений в здравоохранение и образование при росте оборонных расходов – не самый правильный способ достижения экономии бюджетных средств.

Отказ от индексации зарплат сократит рост ВВП на 0,1 пп

Сокращение некоторых статей может оказаться резонансным. Например, отказ от индексации зарплат бюджетников и пенсий военнослужащих (экономия 87,6 млрд руб.), а дополнительный удар по потреблению – потерянные 0,7пп роста в 4 кв. 2015г (период планируемой индексации). Для всего 2015 года это представляет собой потерю 0,2 пп для потребления и около 0,1 пп для экономического роста.

Инвестиции в инфраструктуру недостаточны – всего 4% расходов

Доля расходов на инфраструктурные инвестиции также не выглядит достаточной и составит всего 4% расходов. Хотя рост этих расходов номинально выглядит очень внушительно (17,7%гг), крайняя степень недоинвестированности в инфраструктуру требует еще более серьезных вложений. Именно эти расходы производительной группы способны привести к ускорению экономического роста в среднесрочной перспективе.

Риски пересмотра бюджета сохраняются

Сокращение нефтяных доходов из-за укрепления рубля – риск для бюджета

Снижение нефтяных доходов из-за укрепления рубля. В 2015г нельзя исключать и достаточно существенного повышения курса рубля даже при сравнительно низких ценах на нефть в \$50/барр. Это укрепление может быть вызвано стабилизацией геополитической ситуации. Однако такая динамика, в целом позитивная для потребительского спроса, приведет к дальнейшему сокращению нефтегазовых доходов. Например, укрепление рубля до 55 руб/\$ снизит цену барреля нефти в рублях с 3075 руб., заложенных в расчеты бюджета, до 2750 руб. за баррель. Простые вычисления показывают, что в этом случае сокращение поступлений нефтегазовых доходов увеличится еще на 600 млрд руб., а финансирование финансового разрыва ляжет на резервный фонд.

Есть риски роста расходов и трансферта регионам

Трансферт регионам может быть увеличен. С нашей точки зрения, при формировании расходной части некоторые риски оказались недоучтенными. Например, трансферт регионам, вероятно, придется увеличить из-за падения поступлений от налога на прибыль и НДФЛ. В новой версии бюджета этот трансферт сокращен до 619,4 млрд руб., но выпадение доходов региональных бюджетов, как было указано выше, может достигнуть 650 млрд руб. Трудно ожидать, что регионы смогут финансировать дополнительное выпадение доходов за счет рыночных источников. Во-первых, рынок облигаций не сможет предоставить регионам необходимых объемов: уже в прошлом году регионы смогли разместить бумаг только на 111 млрд руб. при потребностях рефинансирования погашений в объеме 121 млрд. Чистая задолженность регионов перед банками стремительно увеличивалась все последние годы и достигла рекордных 1076 млрд руб. в 2014г. Предоставление регионам бюджетных кредитов пришлось резко увеличить: +300% в 2014г. Поэтому федеральному бюджету придется увеличить поддержку региональных бюджетов - как через бюджетные кредиты, так и через трансферты. Нельзя исключить, что части регионов также потребуются поддержка в обслуживании накопленных долгов, что может расширить потребность в

**Докапитализация
банков не
устранила
системных рисков**

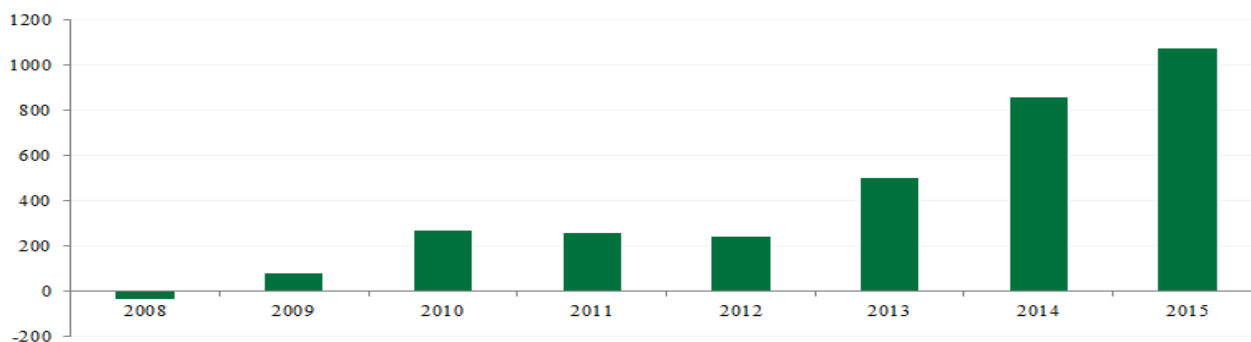
поддержке. То есть трансферт регионам легко может вырасти с 619,4 млрд руб. до 1,2-1,3 трлн в 2015г.

Господдержка банков и компаний. Хотя ситуация в банковской сфере нормализовалась по сравнению с острой фазой кризиса конца 2014г, нельзя исключать, что им может понадобиться дополнительная поддержка государства для рекапитализации. В декабре 2014г был экстренно принят ряд мер пруденциального надзора, повышена сумма гарантирования вкладов и одобрена программа докапитализации банков через ОФЗ. На эту программу планировалось направить 1 трлн руб. и допустить к участию в ней только банки с капиталом выше 50 млрд руб. К февралю 2015 г. 830 млрд руб. было зарезервировано для 27 крупных банков, а оставшиеся 170 млрд руб. предполагалось использовать на докапитализацию региональных банков либо на случай нового обострения ситуации в 2015г. Однако уже в марте 2015г стало ясно, что банковский сектор пока справляется с вызовами. В то же время на первый план вышли другие проблемы. Ряду предприятий потребовалось дополнительное финансирование для развития импортозамещения. Из оставшихся на докапитализацию банков 170 млрд руб. Объединенная авиастроительная корпорация получит 100 млрд руб. на развитие гражданской авиации. Учитывая низкий внутренний спрос и невысокую конкурентоспособность отечественных товаров на внешних рынках, мы ожидаем рост обращений за господдержкой. Ведь только в список системообразующих предприятий МЭР входит 199 организаций.

**Опыт 2009 года
подтверждает, что
фактические расходы
могут оказаться
выше планируемых**

Финансирование антикризисного плана. Текущий антикризисный план Правительства был разработан по аналогии с антикризисной программой 2009 г. Тогда объем дополнительных расходов бюджета на поддержку экономики составил в 2,2 трлн руб., из которых 495 млрд. руб. - на поддержание устойчивости финансовой системы (и еще 900 млрд. руб. - докапитализация банков через ВЭБ и ЦБ). То есть все поддержка в 2009 году обошлась где-то 3,1 трлн рублей. Таким образом, текущая версия антикризисного плана предусматривает выделение гораздо меньших ресурсов на поддержку экономики и преодоления кризиса (2,3 млрд руб.). Но текущий кризис имеет более фундаментальные причины. Помимо внешних факторов, на экономику отрицательно влияет и накопившиеся структурные проблемы. Есть все основания считать, что кризис будет затяжным, тогда как в 2009 г. восстановление началось уже во второй половине года. А значит, исключать, что потребуются дополнительные расходы на поддержку экономики, нельзя.

Чистая задолженность регионов перед банковским сектором существенно выросла
млрд. руб., на начало года



Источник: ЦБ РФ, расчёты ЦМИ

Финансирование дефицита: средства Резервного фонда

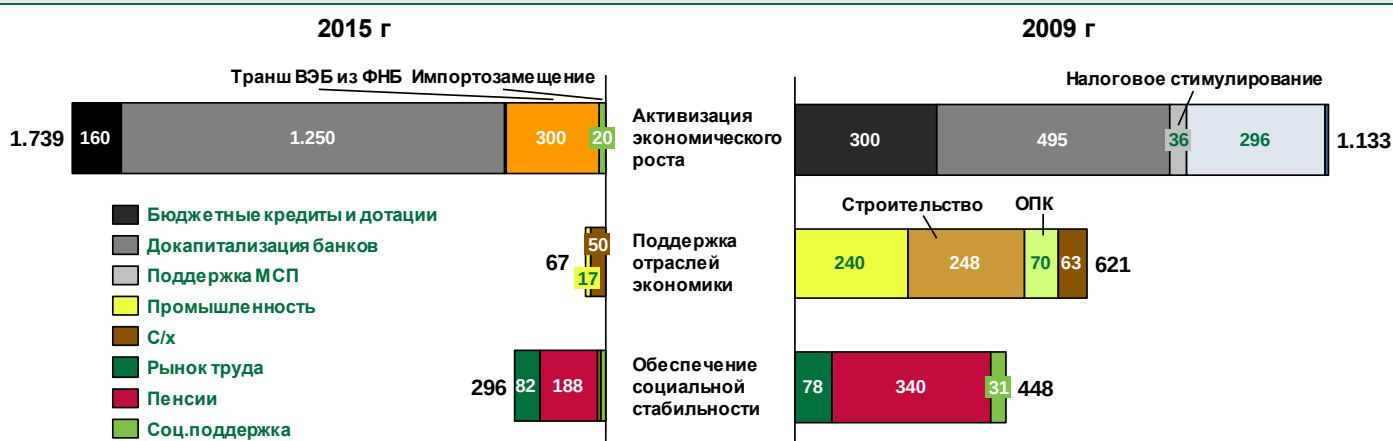
Главный источник финансирования – Резервный фонд

В новых экономических условиях трудно рассчитывать на сохранение низкого дефицита бюджета. Министерство финансов видит его расширение с ранее планировавшихся 0,6% ВВП до 3,7% ВВП. В условиях затрудненного доступа к внешнему финансированию и ограниченных возможностей внутреннего долгового финансирования львиная часть финансирования дефицита бюджета (3,1 трлн руб.) будет произведена из средств Резервного фонда. На 1 апреля 2015г его размер составил 4,4 трлн руб. Снижение курса евро относительно доллара и укрепление рубля привели к снижению рублевого эквивалента фонда на 545 млрд руб. с начала года. Рублевый эквивалент фонда может продолжить снижение и в последующие месяцы, если цены на нефть начнут расти быстрее, а рубль продолжит укрепление. Таким образом, более 2/3 фонда будет использовано уже в 2015г.

План привлечения с рынка внутреннего долга выглядит очень оптимистично

С нашей точки зрения, в структуре финансирования дефицита бюджета есть риски и гораздо большего использования средств Резервного фонда. У нас есть сомнения, что удастся полностью реализовать план по привлечению средств с рынка внутреннего долга. Он оставлен неизменным на уровне 1 трлн руб. Вероятно, этот план придется скорректировать вниз, чтобы не вытеснить с рынка корпоративных заемщиков. Да и прошлый опыт говорит, что планы по размещению никогда не выполнялись: в 2011-13гг размещения составляли 58%, 54% и 20% соответственно от намеченного законом о бюджете. В 2014г с поправкой на докапитализацию банков через ОФЗ, размещения для финансирования дефицита составили 300 млрд руб. из 1025 млрд запланированного объема. Тем не менее, больших привлечений Министерство финансов может добиться благодаря использованию новых инструментов. Если планы по выпуску облигаций с доходностью, привязанной к инфляции, реализуются, то эти бумаги будут пользоваться спросом у институциональных инвесторов. В этом случае объемы размещения могут существенно вырасти относительно уровней 2014 года.

Затраты на реализацию антикризисных программ в 2009 и 2015 годах (млрд. рублей)

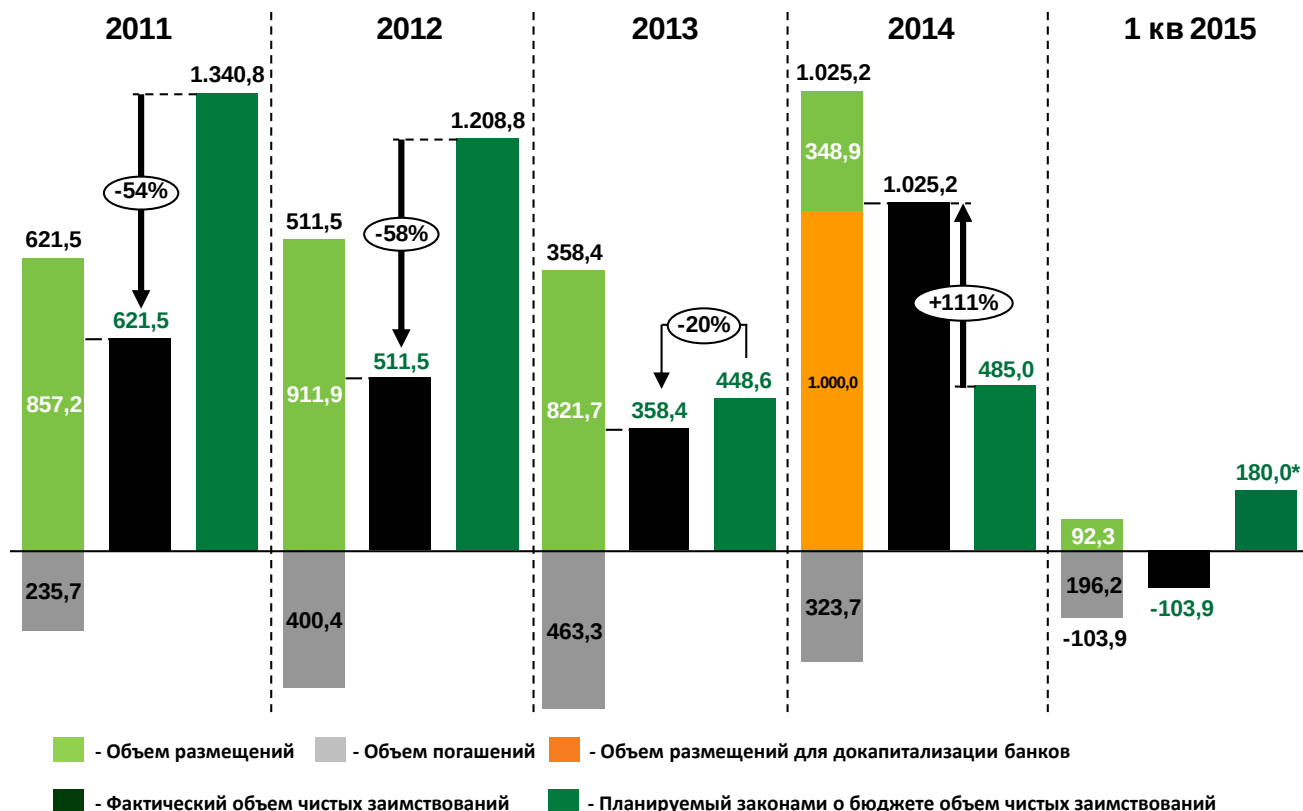


Источник: ЦБ РФ, расчёты ЦМИ

**Запас прочности
есть на ближайшие
два года**

В результате, даже при сокращении бюджетных расходов финансирование бюджетного дефицита в 2015г потребует больше половины средств Резервного фонда. Тем не менее, запас прочности у бюджета и Резервного фонда есть (на конец года в фонде останется около 1,5 трлн руб. в эквиваленте), что обеспечит бюджетную стабильность в 2015-16гг и позволит правительству обеспечить свободу маневра для осуществления антикризисных мер.

Динамика плановых и фактических заимствований РФ на внутреннем рынке
(млрд.рублей)



* Запланированный объем чистых заимствований на 2015 год

Источник: Минфин, расчеты ЦМИ

Обзор подготовили

Юлия Цепляева

Директор ЦМИ

YVTseplyaeva@sberbank.ru

Юлия Сони́на

YVSonina@sberbank.ru

Александра Филиппова

AlVIFilippova@sberbank.ru

Данир Зулъкарнаев

DIZulkarnaev@sberbank.ru

По всем возникающим вопросам можно обратиться по телефону ЦМИ (495) 747-38-79 или по электронной почте ответственным за разделы обзора.

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации. Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе. Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски. Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.