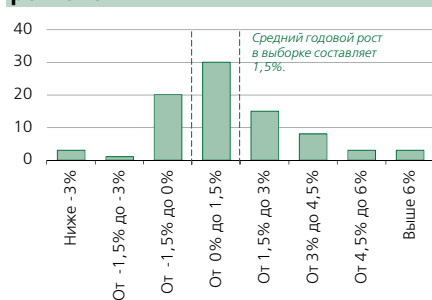


Расходы на инфраструктурные проекты, запланированные на 2019–2024 гг., и влияние этих проектов на регионы

	Средние инфраструктурные расходы на душу населения, тыс. руб.	Эффект для регионов
Всего	16,5	Сильный
Центральный ФО	10,4	Умеренный
Центральный ФО, без Москвы	15,3	Сильный
Северо-Западный ФО	15,4	Умеренный
Южный ФО	13,3	Сильный
Северо-Кавказский	5,9	Умеренный
Приволжский ФО	12,2	Умеренный
Уральский ФО	15,5	Умеренный
Сибирский ФО	18,3	Сильный
Дальний Восток	79,8	Очень сильный

Источник: Минэкономразвития, Росстат, Sberbank CIB Investment Research

Средние годовые темпы роста в 2015–2018 гг., количество регионов



Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

Российские регионы

Где находится потенциал роста?

В 2018 году темпы роста экономики России достигли 2,3%, однако в 2019 году они могут несколько снизиться. Впрочем, макроэкономическая динамика по регионам неоднородная, и такие различия сохраняются. В этом обзоре мы проанализировали региональные факторы экономического роста с учетом крупных инфраструктурных проектов (вклад которых, на наш взгляд, будет наиболее значимым на Дальнем Востоке).

■ **Государственная политика направлена на оживление инвестиционной активности.** Как правило, чем больше инвестиционная составляющая в структуре валового регионального продукта (ВРП), тем более позитивной динамики можно ожидать в данном регионе в ближайшие годы. Среди компаний, которым может помочь рост инвестиций, следует выделить производителей стали. Они могут рассчитывать на значительный позитивный эффект от реализации государственных инфраструктурных проектов.

■ **Рост розничных сетей в регионах.** Проанализировав наш “Потребительский индекс Иванова” в региональном разрезе, мы пришли к выводу, что за пределами Москвы и Санкт-Петербурга доля компаний с биржевым листингом в розничном обороте в долгосрочной перспективе может удвоиться. В ближайшие три года оборот продуктовой розницы в регионах будет расти в среднем на 6% в год против 5% в Москве.

■ **“Острова успеха”.** Ориентируясь на наш новый “Индекс финансовой стабильности”, а также учитывая данные о динамике экономического роста и инвестиций, мы составили перечень регионов, которые не только отличаются финансовой устойчивостью, но и обладают хорошим потенциалом роста.

Российская экономика растет, но количество регионов, обеспечивающих этот рост, сократилось



Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

Ярослав Лисоволик	Начальник управления, старший управляющий директор
Антон Струченевский	Главный экономист
Родион Ломиворотов, CFA	Старший экономист
Артём Виноградов	Младший экономист

Содержание

Краткий обзор экономики российских регионов: насколько велик потенциал	3
Российские регионы: взгляд на экономический ландшафт.....	4
Насколько велик потенциал роста российской экономики?	4
Региональные факторы роста: ключевое значение имеют инвестиции.....	5
Источники роста инвестиционной активности	7
Госфинансирование инфраструктурных проектов должно стимулировать рост инвестиций в регионах.....	8
Выводы	11
Потребление в российских регионах: разница – в уровне конкуренции	12
Охват рынка цифровыми услугами зависит от численности населения	18
Финансовая стабильность регионов	21
Кредитные рейтинги	22
Методика расчета “Индекса финансовой стабильности”	24
Локальные облигации регионов	25
Итак, какие регионы обладают высоким потенциалом?	27

Краткий обзор экономики российских регионов: насколько велик потенциал

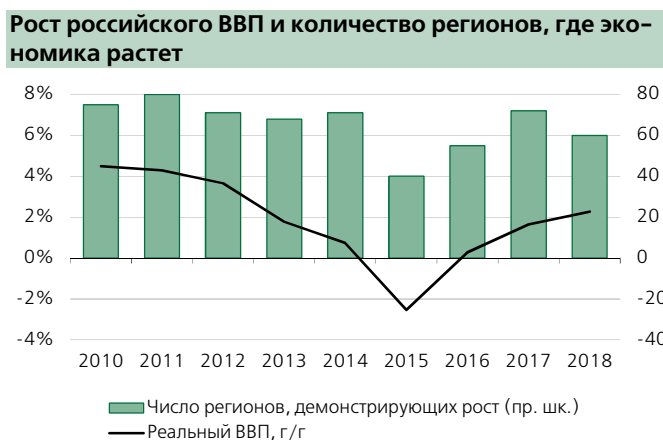
В последние несколько лет в российских регионах произошли важные изменения. Помимо существенных перестановок в губернаторском корпусе, внедрены также новые инструменты, призванные повысить ответственность региональных лидеров за экономическое развитие подотчетных территорий. В частности, для губернаторов установлены ключевые показатели эффективности (КПЭ). На основе анализа тенденций регионального развития мы сгруппировали регионы в зависимости от потенциала экономического роста. В группу регионов с высоким потенциалом роста вошли семь регионов в Северо-Западном федеральном округе (Ненецкий АО, Мурманская, Архангельская, Вологодская, Ленинградская и Калининградская области, а также Санкт-Петербург), четыре области в Центральном федеральном округе (Тверская, Липецкая, Курская и Тульская), один регион в Дальневосточном федеральном округе (Республика Саха (Якутия)), два – в Уральском федеральном округе (Тюменская и Ямало-Ненецкий АО), а также Ростовская область в Южном федеральном округе.

Российские регионы: взгляд на экономический ландшафт

Насколько велик потенциал роста российской экономики?

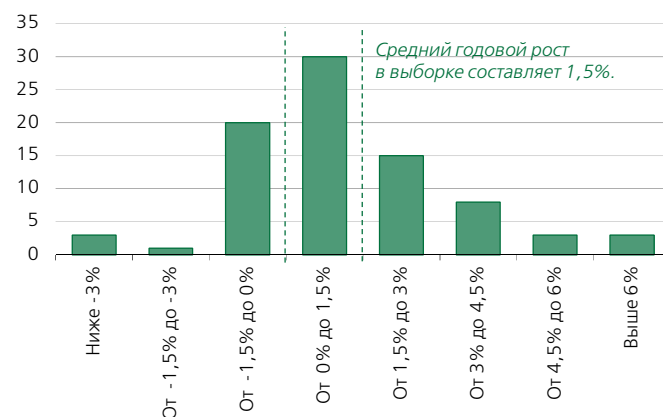
Региональный аспект крайне важен при оценке устойчивости тенденций в экономике России, и в первую очередь это касается перспектив роста на всей огромной территории страны. Для этого следует понять, как меняется количество регионов, экономика которых растет.

Приведенный ниже график отражает темпы роста ВВП в России с 2010 года. Для 2010–2017 годов мы использовали официальные данные по ВРП, а для 2018 года – рассчитанный нами индекс. Как можно видеть, в 2010–2014 годах рост отмечался в среднем в 73 регионах (максимальное количество (80) было зафиксировано в 2011 году, минимальное (68) – в 2013). В указанный период реальный российский ВВП увеличивался в среднем на 3% в год. В 2015 году ВВП упал на 2,5%, а рост наблюдался лишь в 40 регионах. В 2016 году, когда ВВП снова начал расти, количество регионов, демонстрирующих рост, стало увеличиваться, и в 2017 году достигло 72. Впрочем, несмотря на рост российского ВВП на 2,3% в 2018 году (больше, чем годом ранее), количество регионов, где экономика росла, уменьшилось до 60. Это говорит об ослаблении регионального потенциала роста и может быть сигналом его замедления в 2019 году.



Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

Еще один аспект – расхождение темпов роста. График ниже иллюстрирует дифференциацию экономической динамики в регионах России с 2014 года. Динамика варьируется: от роста на 16% в Ямало-Ненецком АО (благодаря добыче газа и активному строительству) до снижения на 8% в Бурятии. В 29 регионах темпы роста были выше среднего, у 30 – ниже среднего, и в 24 регионах наблюдался спад в 2015–2018 годах.

Средние темпы годового роста в 2015–2018 годах (по количеству регионов)

Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

Чтобы проанализировать факторы, способствующие росту экономической активности в регионах, мы выделили несколько групп. Особняком стоят Тюменская область, а также Москва и Санкт-Петербург. Остальные регионы распределены по трем группам: с самыми быстрыми темпами роста (в среднем выше 1,5% в период с 2015 по 2018 год), с умеренным ростом (от 0% до 1,5%) и отстающие.

В целом для регионов устойчивость роста выглядит как минимум неоднозначно, и очевидно, что импульс к росту необходимо поддерживать.

Региональные факторы роста: ключевое значение имеют инвестиции

Среди факторов, способствующих экономическому успеху российских регионов, большое значение имеет внешняя торговля. Из 25 регионов, где внешняя торговля обеспечивает долю ВРП выше среднего показателя, 18 демонстрируют экономический рост, и лишь семь – снижение.

Обзор регионов в выборке

	Регионы с самым быстрым ростом	Регионы с умеренным ростом	Отстающие регионы
Количество регионов	25	30	23
Инвестиции/ВРП в 2015–2017 годах	25,5%	22,5%	21,5%* (22,8%)
Доход выше, чем в среднем по России	7	4	0
Высокая зависимость от федерального бюджета	5	4	5
Высокая важность внешней торговли	8	10	7
Приток прямых иностранных инвестиций	6	8	6
Особые экономические зоны	5(7)	4(5)	2

Примечание 1. Исключая Тюменскую область, Москву и Санкт-Петербург.

Примечание 2. Регионы, у которых перечисления из федерального бюджета составляют более 50% доходов, учтены в категории "Высокая зависимость от федерального бюджета". Регионы, у которых доля торгового оборота в ВРП выше среднего, учтены в категории "Высокая важность внешней торговли".

*Отношение инвестиций к ВРП для отстающих регионов было рассчитано без учета Амурской области. В скобках указан коэффициент с учетом Амурской области.

Источник: Росстат.

Важность прямых иностранных инвестиций для стимулирования экономического роста в российских регионах указывает на общую значимость роста инвестиций в основной капитал. Это подтверждает и международный опыт, и примеры в российской экономике. Правительство считает рост инвестиций одним из основных экономических приоритетов как на федеральном, так и на региональном уровне. С его точки зрения более высокое соотношение инвестиций и ВВП

будет стимулировать рост основного капитала, что, в свою очередь, должно раскрыть потенциал экономического роста России.

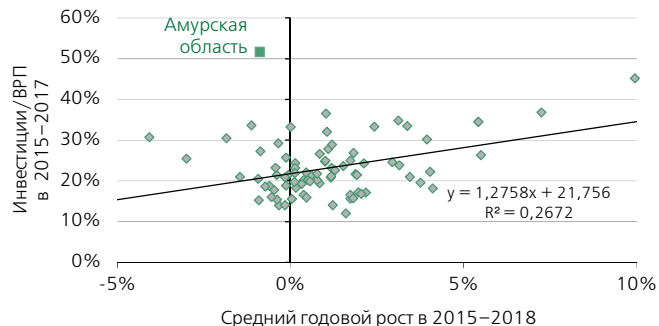
Среди стран “большой двадцатки” более высокое соотношение инвестиций и ВВП предполагает более быстрый рост экономики



Источник: МВФ, Sberbank CIB Investment Research

Положительный эффект для ВВП от роста инвестиций в основной капитал может быть обусловлен повышением производительности труда за счет увеличения капитала в расчете на работника, а также улучшениями в инфраструктуре, благодаря которым увеличивается вклад сферы услуг в экономику. Последний фактор особенно важен для регионального развития, в первую очередь за счет повышения мобильности перемещения капитала и рабочей силы между регионами. На графике ниже показано, что чем выше было отношение инвестиций к ВВП в 2015–2017 годах, тем лучше была экономическая динамика в регионе в 2015–2018 годах.

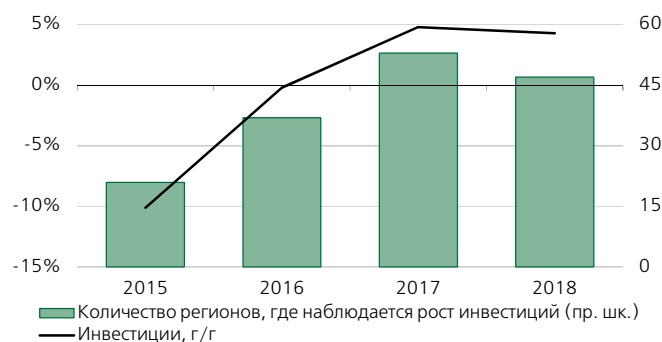
Отношение инвестиций к ВВП в 2015–2017 гг. в увязке с ростом экономик регионов в 2015–2018 гг.



Примечание. Рассчитано по методу наименьших квадратов для 83 регионов, исключая Амурскую область.

Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

В последние годы приток инвестиций стал более значительным, однако, как и в случае ВВП, в 2018 году позитивная динамика инвестиций наблюдалась у меньшего количества регионов, что ограничивает оптимизм в отношении перспектив на текущий год. На диаграмме ниже показаны темпы роста инвестиционной активности в России в целом, а также количество регионов, где инвестиции росли. В 2015 году, когда инвестиции в России сократились на 10,1%, их увеличение отмечалось лишь в 21 регионе. В 2016 году, когда рост инвестиций в стране в целом был нулевым, в 37 регионах было зафиксировано их повышение. В 2017 году инвестиции в российской экономике увеличились на 4,8%, и их рост наблюдался в 53 регионах, однако в 2018 году этот показатель снова снизился.

Рост инвестиций в России и количество регионов, где наблюдалось увеличение инвестиций, 2015–2018 гг.

Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

Для стимулирования инвестиционной активности потребуется ряд мер, и государство, вероятно, будет использовать инструменты фискальной и промышленной политики, а также проводить структурные изменения. Мы переходим к анализу факторов, которые способствуют росту инвестиций в основной капитал на региональном уровне.

Источники роста инвестиционной активности

Анализ источников роста инвестиций в основной капитал в России показывает, что он более чем на 50% обеспечивается за счет собственных средств компаний. Доля иностранных инвестиций составляет менее 1% совокупного показателя (однако при этом стоит отметить, что в Южном федеральном округе, где расположен Краснодарский край, доля собственных инвестиций компаний в несколько раз выше, чем в среднем по стране). Чуть более 10% инвестиций формируется за счет банковских кредитов, что намного ниже, чем в развитых странах. Однако эти данные существенно разнятся по регионам: если в Уральском федеральном округе кредиты обеспечивают 22,7% инвестиций, то в Северо-Кавказском федеральном округе – лишь 3,8%. Таким образом, имеется значительный потенциал для увеличения доли инвестиционного финансирования со стороны банков, особенно в регионах, где высокое отношение инвестиций к ВРП.

Структура инвестиционного финансирования в 2017 году

	Всего	Собственное финансирование	Банковские кредиты	Заемствования от других организаций	Внешние инвестиции	Бюджет и государственные небюджетные средства	Средства от долевого участия в строительстве (организации и население)	Прочее
Россия	100,0%	52,1%	10,9%	5,1%	0,7%	16,6%	2,7%	12,0%
Центральный ФО	100,0%	53,1%	9,1%	4,3%	1,3%	22,7%	4,9%	4,6%
Северо-Западный ФО	100,0%	51,7%	5,4%	2,2%	0,6%	18,5%	4,7%	16,9%
Южный ФО	100,0%	36,0%	7,0%	3,5%	2,2%	32,3%	0,8%	18,1%
Северо-Кавказский ФО	100,0%	43,3%	3,8%	2,2%	0,0%	37,5%	0,7%	12,4%
Приволжский ФО	100,0%	58,5%	12,2%	3,5%	0,4%	15,6%	2,7%	7,0%
Уральский ФО	100,0%	56,8%	22,7%	5,9%	0,0%	4,5%	0,8%	9,2%
Сибирский ФО	100,0%	55,7%	5,0%	12,0%	0,5%	12,2%	2,3%	12,3%
Дальневосточный ФО	100,0%	42,1%	4,1%	6,0%	0,2%	14,3%	0,5%	32,9%

Источник: Росстат.

В некоторых регионах с высоким соотношением инвестиций и ВРП отмечается довольно низкая доля финансирования инвестиций за счет банковских кредитов – это можно сказать о Калининградской, Мурманской и Псковской областях. В этих регионах банковское кредитование не только способствовало бы устойчивости роста инвестиций, но и отчасти снизило бы долю бюджетных расходов в финансировании инвестиций.

Доля инвестирования в основной капитал за счет бюджетных средств выше всего в Северо-Кавказском федеральном округе, а ниже всего – в Уральском федеральном округе (где инве-

стиции в значительной степени покрываются за счет банковских кредитов). В целом потенциал формирования инвестиций за счет региональных и федеральных бюджетов также довольно значителен – оба эти источника по отдельности обеспечивают менее 10% совокупных инвестиций, и их доля ниже, чем доля банковского кредитования. Мы полагаем, что с учетом высокой важности вложений в основной капитал при реализации крупных инфраструктурных проектов может увеличиться доля бюджетного финансирования, в том числе на региональном уровне. В следующем разделе мы анализируем инфраструктурные проекты как фактор роста инвестиций в регионах и оцениваем их потенциальный эффект на ближайшие годы.

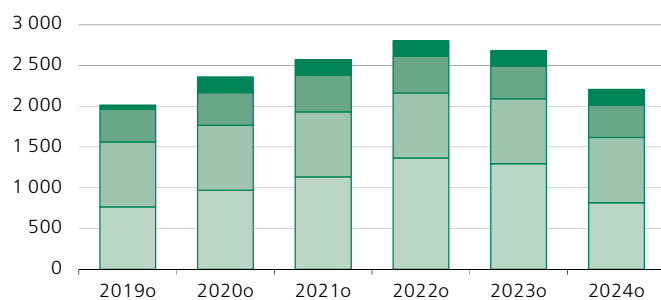
Госфинансирование инфраструктурных проектов должно стимулировать рост инвестиций в регионах

Как мы отмечали в ноябрьском обзоре “Экономика России. Курс на наращивание госинвестиций”, бюджетная политика страны все больше ориентирована на стимулирование инвестиционной активности. Это может способствовать общему росту в экономике, благодаря чему в первую очередь выиграют регионы, где будут реализоваться крупные инфраструктурные проекты.

Инфраструктурные проекты – одна из основных составляющих “майских указов” президента Владимира Путина. Многочисленные “национальные проекты” и “федеральные адресные инвестиционные программы” объединены в “Комплексный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры на период до 2024 года”. Его основные цели и КПЭ охватывают три сегмента: транспортную, нефтегазотранспортную и электроэнергетическую отрасли (основная часть инвестиций приходится на первые два сектора).

Кроме того, в период с 2019 по 2024 год предполагается выделить 4,8 трлн руб. на ремонт автомобильных дорог, как городских, так и региональных. Мы учитываем и эти средства как расходы на инфраструктуру, хотя они не включены в “Комплексный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры на период до 2024 года”.

Расходы на государственную инфраструктурную программу, млрд руб.



■ Транспорт* ■ Дороги ■ Нефтегазовый сектор** ■ Электроэнергетика **

*Не включая общий ремонт автодорог в рамках программы “Безопасные и качественные автомобильные дороги” (“Дороги” на данном графике).

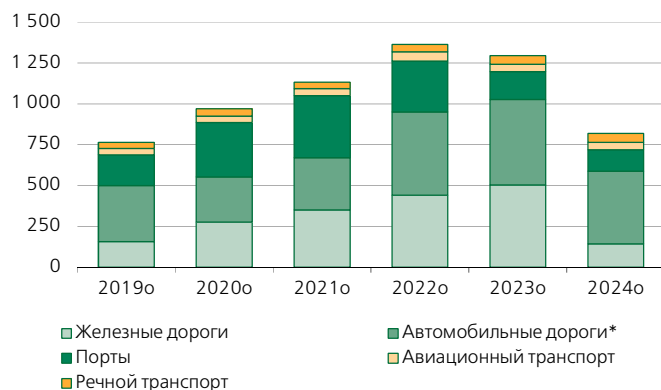
**Наши оценки.

Источник: Правительство РФ, Sberbank CIB Investment Research

Транспортная часть госпрограммы в основном предполагает улучшение сообщения между крупными городами, которые являются региональными центрами экономического роста. Таким образом, значительная часть проектов будет сосредоточена вокруг крупных административных центров – они затронут как мегаполисы (Москву и Санкт-Петербург), так и менее крупные города (Нижний Новгород и Казань). Масштабные проекты в этом секторе включают строительство высокоскоростной магистрали между Москвой и Нижним Новгородом, а также увеличение пропускной способности Байкало-Амурской и Транссибирской магистралей, что позволит улучшить транспортную связанность европейской части России и Дальнего Востока.

Еще один сегмент программы предполагает масштабное обновление экспортной инфраструктуры (включая автомобильные и железные дороги, а также порты, в первую очередь Дальневосточного, Азово-Черноморского и Северо-Западного бассейнов). Расходы на эти проекты будут в основном финансироваться государством, за исключением портов, где около 70% инвестиций обеспечит частный сектор.

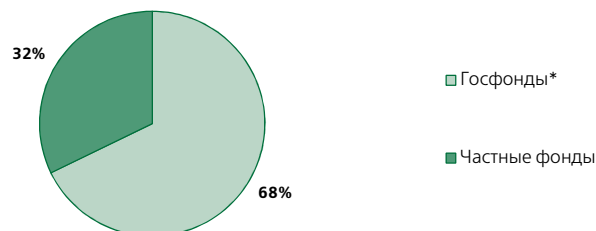
Структура расходов на транспортные проекты, млрд руб.



*Не включая общий ремонт автодорог в рамках программы "Безопасные и качественные автомобильные дороги".

Источник: Правительство РФ, Sberbank CIB Investment Research

Источники финансирования транспортных проектов



*Включая "Российские железные дороги", т. к. компания на 100% принадлежит государству.
Источник: Правительство РФ, Sberbank CIB Investment Research

В электроэнергетическом сегменте госпрограмма предусматривает значительные инвестиции в модернизацию имеющихся мощностей по всей стране. Точную географическую структуру пока сложно представить, т. к. предприятия для модернизации еще не выбраны, однако мы уже знаем, что 5% от общего объема модернизируемых мощностей будет расположено на Дальнем Востоке, 19% – в Сибири и 76% – в европейской части России и на Урале. При этом в Сибири предполагается модернизировать только предприятия, работающие на угле, что обойдется намного дороже, чем обновление газовой генерации в европейской части страны. Расходы на проекты на Дальнем Востоке, скорее всего, окажутся еще выше – по нашим оценкам, они будут сопоставимы со стоимостью строительства новых объектов. С учетом этих факторов первоначальная оценка доли дальневосточных проектов в совокупных капиталовложениях составляет 10% (хотя планируется модернизировать лишь 5% мощностей).

Инвестиционные проекты в 2019–2024 годах

Проект	Описание	Совокупные инвестиции в 2019–2024, млрд руб.
Транспорт		
Международный транспортный маршрут "Европа – Западный Китай"	Строительство более 826 км дорог, сокращение времени поездки от Москвы до Казани с 12 до 6,5 часов, сокращение времени поездки от Москвы до Самары с 16 до 8 часов	655
Морские порты	Увеличение мощности российских морских портов на 354 млн т в год (включая порты Дальневосточного, Арктического, Северо-Западного, Волго-Каспийского и Азово-Черноморского бассейнов), замена восьми старых ледоколов	927
Северный морской путь	Строительство четырех ледоколов на СПГ и терминала СПГ в порту Сабетта, увеличение грузопотока на Северном морском пути до 80 млн т в год	587
Железнодорожный транспорт и транзит	Увеличение пропускной способности Байкало-Амурской и Транссибирской магистралей на 50% до 180 млн т; повышение средней скорости доставки контейнеров (сокращение времени перевозки контейнеров с Дальнего Востока до западной границы России до семи дней); увеличение пропускной способности железнодорожных подходов к портам Азово-Черноморского бассейна	1 253
Транспортно-логистические центры	Наращивание мощности мультимодальных логистических центров до 51,6 млн т	46
Коммуникации между центрами экономического роста	Строительство и модернизация более 2 200 км автодорог для развития транспортных коммуникаций между крупными российскими городами; строительство и реконструкция автодорожных мостов, автодорог и железнодорожных узлов; увеличение пассажиропотока Московского железнодорожного узла до 850 млн пассажиров в год	1 713
Развитие региональных аэропортов и маршрутов	Субсидирование 175 маршрутов и лизинга воздушных судов для увеличения доли пассажиропотока по маршрутам, минуя Москву, до 51,35% от объема внутренних перевозок	267
Высокоскоростное железнодорожное сообщение	Строительство первого участка ВСМ Москва – Казань, строительство магистрали протяженностью 301 км по маршруту Москва – Нижний Новгород	622
Внутренние водные пути	Увеличение объема перевозок грузов речным транспортом на 174 млн т в год за счет реконструкции канала им. Москвы и обновления флота	276
Автодороги		
Безопасные и качественные автомобильные дороги	Приведение значительной части городских и региональных автодорог в нормативное состояние, ремонт и техническое обслуживание	4 780
Электроэнергетика		
Гарантированное обеспечение доступной электроэнергией	Модернизация генерирующих мощностей установленной мощностью не менее 11 ГВт в ценовых зонах Европы и Сибири и до 2 ГВт на Дальнем Востоке; ввод новых мощностей в Калининградской области, в Крыму и на Дальнем Востоке; развитие магистральной электросети для поддержки ключевых проектов	Более 1 900 млрд руб. в период до 2035 года, до 900 млрд руб. в период до 2024 года (только на модернизацию мощностей)
Нефтегазовый сектор		
Гарантированное обеспечение транспортировки нефти, нефтепродуктов, газа и газового конденсата	Строительство магистральных газопроводов протяженностью более 6 300 км (Сила Сибири (Восточный маршрут), Ухта – Торжок, Сахалин – Хабаровск – Владивосток, Бованенково – Ухта), увеличение мощности нефтепровода ВСТО	До 2 500 млрд руб. (оценка Sberbank CIB)

Источник: Минэкономразвития.

В нефтегазотранспортном сегменте значительная доля инвестиций будет потрачена на газопроводы "Сила Сибири" и ВСТО, и, следовательно, капиталовложения будут сосредоточены в Сибири и на Дальнем Востоке. Обзор проектов приведен в таблице выше.

Мы изучили, в каких регионах будут реализованы инфраструктурные проекты, и проанализировали, как они повлияют на экономику регионов (см. таблицу ниже). Наиболее значительным будет эффект для Дальнего Востока, где с 2019 по 2024 год будет инвестировано почти 4 трлн руб., или в среднем 0,7 трлн руб. в год. Это существенный объем. Фактически он эквивалентен более чем 50% суммы, инвестированной в регион в 2017 году. Таким образом, рост инвестиций в Дальний Восток может ускориться, и его темпы вполне могут достичь 10% и более. Мощный стимул для роста также ожидается в Центральном ФО (исключая Москву), а также в Южном и Сибирском ФО. Эффект для экономик Северо-Западного и Приволжского ФО будет более умеренным, но также важным.

Инфраструктурные проекты и их влияние на регионы

	Инфраструктурные проекты в 2019–2024, млрд руб.	Средние годовые расходы, млрд руб.	Инвестиции в 2017 году, млрд руб.	Население, млн человек	Инфраструктурные расходы, % от инвестиций	Инфраструктурные расходы на душу населения, тыс. руб.	Эффект для регионов
Всего	14 519	2 420	16 027	146,8	15,1%	16,5	Сильный
Центральный ФО	2 459	410	4 242	39,4	9,7%	10,4	Умеренный
Центральный ФО, без Москвы	2 459	410	2 234	26,8	18,3%	15,3	Сильный
Северо-Западный ФО	1 290	215	1 883	14,0	11,4%	15,4	Умеренный
Южный ФО	1 315	219	1 443	16,5	15,2%	13,3	Сильный
Северо-Кавказский ФО	351	59	496	9,9	11,8%	5,9	Умеренный
Приволжский ФО	2 151	359	2 429	29,4	14,8%	12,2	Умеренный
Уральский ФО	1 149	192	2 833	12,4	6,8%	15,5	Умеренный
Сибирский ФО	1 884	314	1 552	17,2	20,2%	18,3	Сильный
Дальний Восток	3 920	653	1 150	8,2	56,8%	79,8	Очень сильный

Источник: Минэкономразвития, Росстат, Sberbank CIB Investment Research

Выводы

Результаты нашего анализа говорят о прямой зависимости между долей инвестиций в ВРП и темпами экономического роста – инвестиции являются ключевым фактором для устойчивого роста регионов. Значимость поддержки со стороны федерального бюджета существенно возрастет, а федеральные инфраструктурные проекты будут стимулировать рост в тех регионах, которые получают значительную часть финансирования (например, на Дальнем Востоке). Эти проекты нацелены на устранение “узких мест”, которые тормозят региональное экономическое развитие. Как мы отмечали выше, данные проекты, вероятно, обеспечат временный стимул для регионального развития, но в долгосрочной перспективе рост будет устойчивым, только если вырастет инвестиционная активность в частном секторе. В связи с этим отметить риски того, что рост инвестиций за счет бюджетных средств может “вытеснить” инвестиции частного сектора. Именно поэтому наряду с государственной стратегией “большого рывка” для обеспечения роста в регионах необходимо создавать государственно-частные партнерства и улучшать инвестиционный климат для частного сектора. Что же касается отдельных секторов, то мы полагаем, что в дальнейшем региональное развитие в основном будет ориентировано на рост в таких сегментах, как транспорт, складское хозяйство и логистика, оптовая и розничная торговля, а также на расширение экспортного потенциала локальных промышленных и сельскохозяйственных производителей. В следующем разделе мы переходим к анализу регионального развития розничной торговли, учитывая ее важность для темпов роста в целом.

Ярослав Лисоволик

Родион Ломиворотов

Федор Корначев

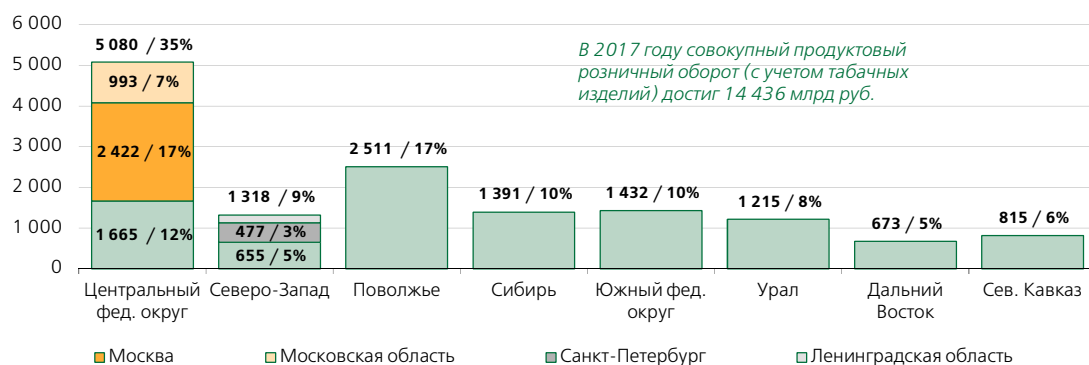
Потребление в российских регионах: разница – в уровне конкуренции

В результате экономических потрясений 2014 года реальные доходы населения снижались до 2017 года, по итогам которого они были на 11% ниже, чем в докризисном 2013 году. При этом в Москве этот показатель оказался еще значительнее: в 2017 году он был на 21% ниже, чем в 2013-м. По итогам января – сентября 2018 года реальные доходы населения в России выросли в среднем на 1,7%, однако в российской столице их динамика осталась негативной (за тот же период они сократились на 0,8%). Данные нашего “Потребительского индекса Иванова” позволяют предположить, что за пределами Москвы доходы физических лиц будут восстанавливаться быстрее, чем в столичном регионе. Соответственно, мы моделируем на ближайшие три года рост этого показателя в Москве на 5% ежегодно, а в остальных регионах – в среднем на 6% в год.

СРЕДИ РЕГИОНАЛЬНЫХ РЫНКОВ ВЫДЕЛЯЮТСЯ МОСКВА И САНКТ-ПЕТЕРБУРГ

Совокупный розничный оборот продуктового ретейла распределен по российским регионам неравномерно – в зависимости от плотности населения и уровня доходов. В четырех регионах (Москва, Московская область, Санкт-Петербург и Ленинградская область) проживает 27 млн чел., т. е. 19% населения страны. При этом на долю этих регионов приходится 29% совокупного розничного оборота в продовольственном сегменте.

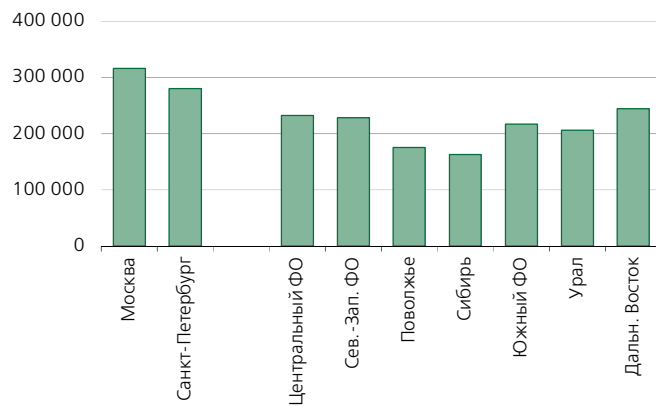
Распределение совокупного продуктового розничного оборота по федеральным округам, млрд руб.



Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

Столичный рынок уже довольно сильно насыщен современными розничными форматами: на тысячу жителей приходится 619 кв. м соответствующих торговых площадей; для сравнения, в среднем по стране – всего 414 кв. м. При этом, по нашим расчетам, московский рынок отличается самой высокой плотностью продаж – 315 тыс. руб. на квадратный метр. Не очень сильно отстает от Москвы Санкт-Петербург, где плотность продаж составляет 280 тыс. руб. на квадратный метр. Можно допустить, что сравнительно высокая плотность продаж также предполагает более высокую рентабельность.

Плотность продаж в российских регионах, руб./кв. м



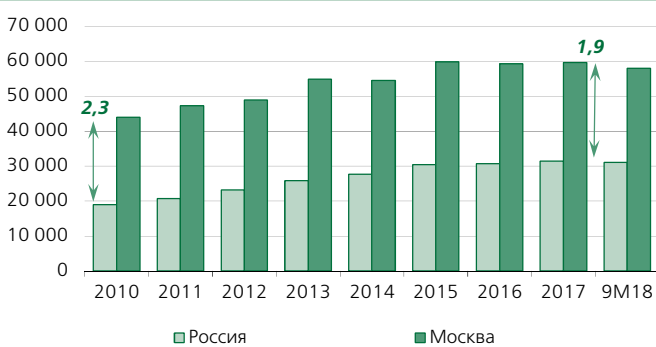
Источник: Росстат, Комитет по развитию предпринимательства и потребительского рынка Санкт-Петербурга, Sberbank CIB Investment Research

В РЕГИОНАХ ДОХОДЫ НАСЕЛЕНИЯ РАСТУТ БЫСТРЕЕ

Одним из ключевых факторов, определяющих динамику потребления, являются номинальные доходы населения, которые за пределами Москвы заметно ниже. В 2010 году доходы столичных жителей отличались от доходов населения в других регионах в 2,5 раза. Доходы населения за пределами Москвы растут несколько быстрее, чем в столице: до 2014 года в первом случае они ежегодно увеличивались в среднем на 10,5%, затем темпы роста упали до 3,0%, однако в Москве они все равно заметно ниже (2,0%). В результате мы видим очень медленную конвергенцию двух показателей: сейчас доходы москвичей превышают доходы населения в других регионах всего в 1,9 раза.

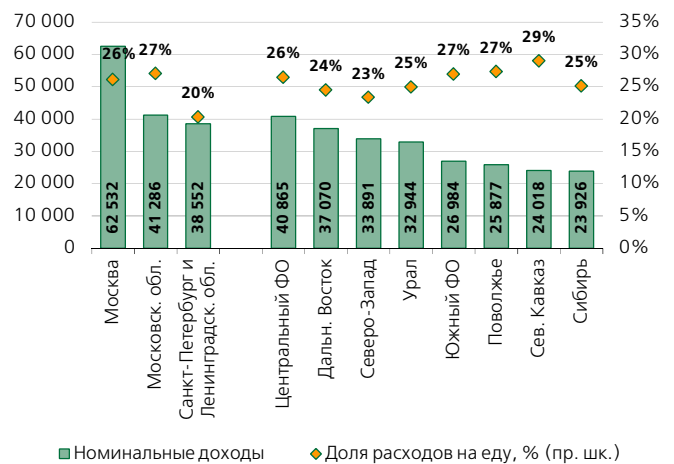
Данные по отдельным регионам позволяют выделить несколько категорий (в рамках каждой из них у регионов много общего). Естественно, одним из самых богатых регионов является Москва, где средний месячный доход превышает 60 тыс. руб. Более высокими показателями могут похвастаться только некоторые северные территории с низкой плотностью населения, например, такие как Ненецкий АО, Ямал и Чукотка. В Московской области средний уровень месячного дохода составляет 41 тыс. руб., что сопоставимо с петербургским показателем (39 тыс. руб.) и заметно превышает уровень Ленинградской области (29 тыс. руб.). В последнем случае уровень доходов сопоставим со средними показателями остальных регионов страны.

Номинальный средний месячный доход, руб./мес.



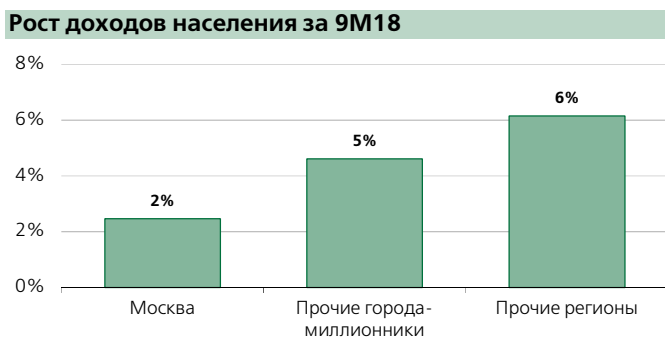
Источник: Росстат.

Номинальный средний месячный доход, руб./мес.



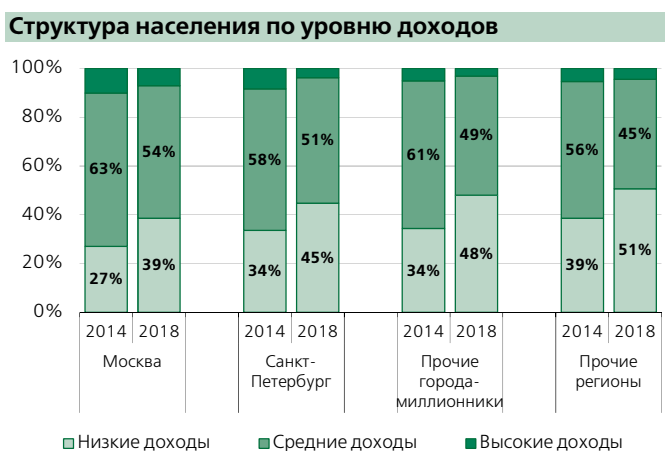
Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

Такая информация по динамике доходов населения подтверждается данными “Потребительского индекса Иванова”, согласно которому медленнее всего доходы растут в Москве – в крупных региональных центрах темпы роста гораздо выше. При этом динамичнее всего доходы населения растут в сравнительно небольших провинциальных городах. Однако следует добавить, что данные “Потребительского индекса Иванова” могут быть подвержены определенным искажениям: в Москве в наших опросах, как правило, участвуют люди с невысоким уровнем личного благосостояния, а в других регионах благосостояние респондентов, по нашему мнению, вполне соответствует локальным средним показателям.



Источник: Cint, Sberbank CIB Investment Research

По данным наших опросов, падение реальных доходов в 1П14–1П18 привело к тому, что 13% населения перешло из категории среднего класса в категорию лиц со сравнительно низкими доходами. Изменения сопоставимых масштабов выявляются в самых разных регионах.



Примечание. Уровни доходов указаны в соответствии с восприятием респондентов.

Источник: Cint, Sberbank CIB Investment Research

ПОТРЕБИТЕЛИ ЗА ПРЕДЕЛАМИ МОСКВЫ СИЛЬНЕЕ ОБРЕМЕНЕНЫ ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ И БОЛЬШЕ СТРЕМЯТСЯ К ИХ СОКРАЩЕНИЮ, МОСКВИЧИ БОЛЬШЕ ОРИЕНТИРОВАНЫ НА ФОРМИРОВАНИЕ СБЕРЕЖЕНИЙ

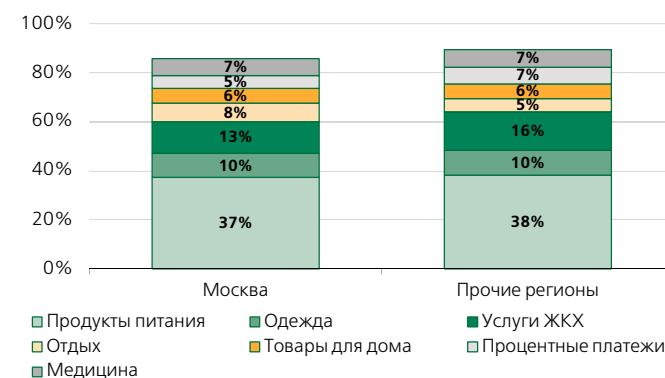
Для описания типичного потребителя Москвы и других регионов страны мы опираемся на данные “Потребительского индекса Иванова”. Поскольку данные, изложенные в таблице ниже, были получены в рамках опроса, они немного отличаются от показателей Росстата, однако на общую картину это не влияет. Эти данные свидетельствуют о почти двукратном разрыве между доходами населения в Москве и других российских регионах. Впрочем, ключевое структурное различие заключается в более высоком уровне задолженности потребителей за пределами Москвы. Доля лиц без сбережений среди жителей нестоличных регионов составляет 43%, а среди москвичей – всего 32%. При этом доля граждан, обремененных долгами, за пределами столицы почти вдвое выше, чем в Москве – 12% против 7%. Средний размер потребительского кредита в регионах всего на 10% ниже, чем в российской столице, несмотря на огромный разрыв в доходах населения.

Финансовое положение российских потребителей

	Москва	Санкт-Петербург	Прочие регионы	Среднее по стране
Средняя месячная зарплата, руб.	60 134	45 183	31 144	36 811
Средний месячный доход (на человека), руб.	43 609	37 084	23 125	27 398
Средний размер сбережений (на домохозяйство), руб.	371 646	392 540	270 387	297 382
Норма сбережений	9,5%	8,8%	7,0%	7,5%
Доля домохозяйств без сбережений	32,0%	39,2%	43,0%	41,0%
Доля домохозяйств с долговыми обязательствами	7,1%	10,6%	12,4%	11,4%
Средняя задолженность (на домохозяйство, без учета ипотечных кредитов), руб.	143 287	161 618	128 659	132 257
Доля дохода, расходуемого на продукты питания	37,22%	38,07%	38,15%	38,00%
Доля населения, чувствительного к уровню цен	70,88%	69,45%	72,95%	72,39%
Тенденция к переходу на более дорогие товары	-25,27%	-25,40%	-32,67%	-31,01%

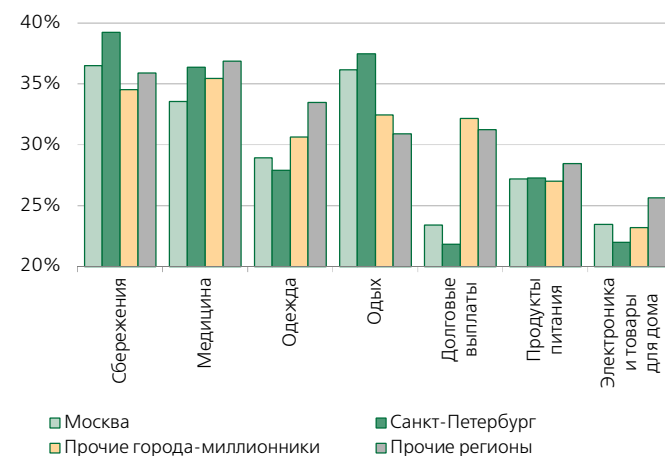
Источник: Cint, Sberbank CIB Investment Research

Структура потребления в Москве и за ее пределами приблизительно одинакова, есть только две статьи расходов, доля которых за пределами столицы заметно выше (процентные платежи и оплата услуг ЖКХ).

Структура частного потребления

Источник: Cint, Sberbank CIB Investment Research

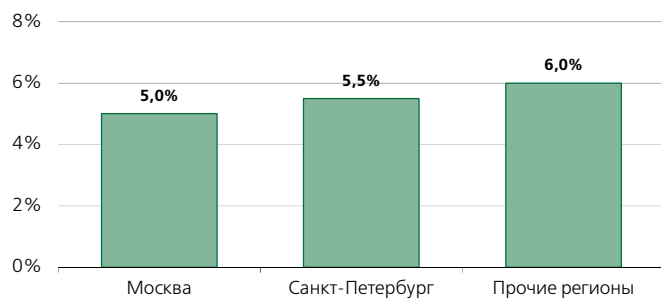
Мнения потребителей в Москве и за ее пределами о том, как распорядиться будущими доходами, также немного отличаются. Москвичи в ответ на вопрос, как они распорядятся дополнительным доходом, в основном говорят об увеличении сбережений, а в других регионах потребители считают необходимым направить дополнительные средства на погашение задолженности. Впрочем, в обоих случаях ответы респондентов позволяют предположить, что в дальнейшем потребление физических лиц будет расти медленнее их доходов.

На что вы готовы потратить дополнительные доходы?

Источник: Cint, Sberbank CIB Investment Research

С учетом всех этих обстоятельств мы прогнозируем, что за пределами Москвы совокупный оборот продуктовой розницы будет увеличиваться быстрее, чем в столице. На ближайшие три года мы оцениваем для Москвы рост этого показателя в среднем на 5% ежегодно, а для других регионов – на 6%.

Прогноз темпов роста совокупного розничного оборота в продовольственном сегменте в 2019–2021 годах

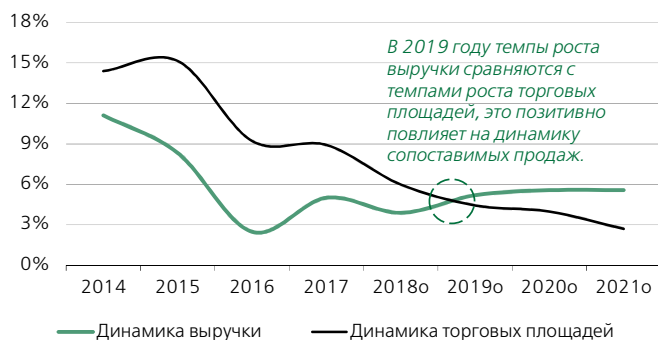


Источник: Sberbank CIB Investment Research

РАЗЛИЧНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ КОНКУРЕНЦИИ. В РЕГИОНАХ СИТУАЦИЯ ЛУЧШЕ

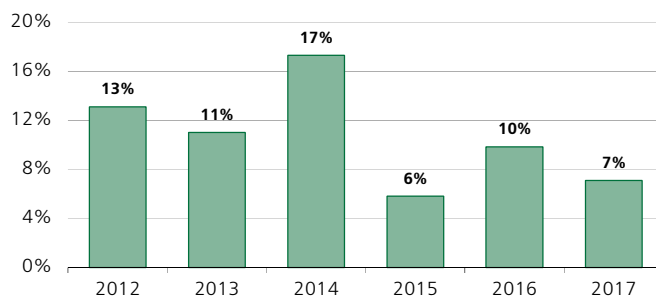
В дальнейшем конкуренция на рынке продуктовой розницы в федеральном масштабе станет менее острой. В нашем обзоре “Розничная торговля. Специализированный ритейл всколыхнул рынок” мы делаем вывод, что рост торговых площадей по отрасли в целом должен замедлиться – по итогам 2019 года его темпы составят 4%. Это ниже прогнозируемых для отрасли темпов роста совокупной выручки (5,2%), и такое соотношение, предположительно, должно позитивно повлиять на динамику сопоставимых продаж розничных сетей с биржевым листингом. Данные по совокупному розничному обороту от Росстата подтверждают наличие такой тенденции: в 2014 году торговые площади современных форматов выросли на 17%, а в 2017-м – всего на 7%.

Рост торговых площадей современных форматов и продовольственного розничного оборота



Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

Динамика торговых площадей

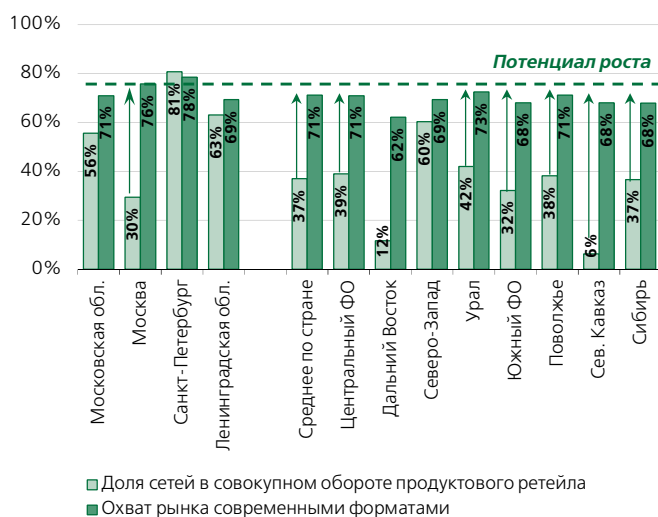


Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

Имеющиеся у нас данные свидетельствуют, что у ритейлеров федерального значения сохраняется хороший потенциал роста. Средний уровень охвата современными форматами по стране в целом составляет 71%. По нашему мнению, минимальный для России охват должен составлять 75% (с учетом низкой плотности населения), и такой уровень будет достигнут уже в первом квартале 2020 года, т. е. в дальнейшем потенциал роста будет весьма ограничен. При этом лидеры продолжают наращивать свою долю на рынке за счет сравнительно небольших и менее эффективных игроков. Доля крупных сетей будет увеличиваться как органически (по мере того как небольшие ритейлеры будут сворачивать свой бизнес и соответствующие площадки займут более крупные игроки), так и за счет слияний и поглощений.

Потенциал роста весьма значителен. Мы сопоставили долю крупных сетей и совокупный охват рынка современными форматами. Уникальная ситуация наблюдается в Санкт-Петербурге, где 68% рынка контролируют федеральные ретейлеры. В других регионах доля сетей с биржевым листингом в долгосрочной перспективе может вырасти вдвое.

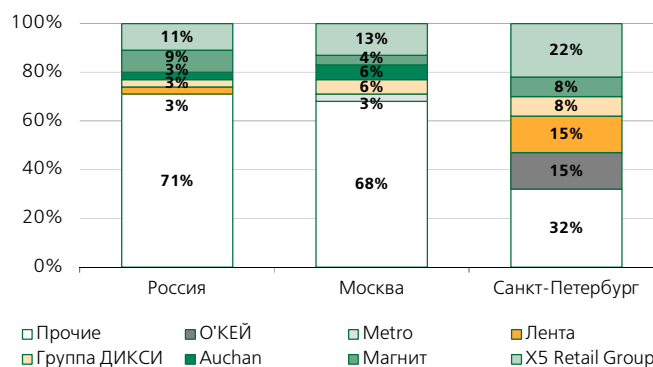
Охват рынка современными розничными форматами по регионам



Примечание. По нашему мнению, официальная статистика, возможно, недооценивает выручку розничных сетей и, как следствие, их долю на том или ином региональном рынке; мы рассчитали долю ретейлеров на основе данных нашего опроса.

Источник: Росстат, Cint, Sberbank CIB Investment Research

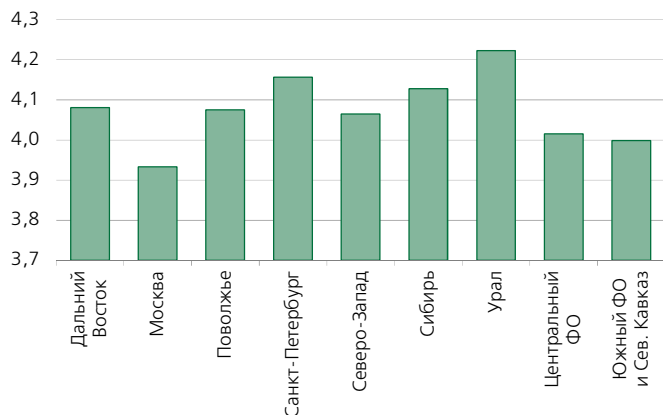
Позиции пяти крупнейших российских ретейлеров



Источник: INFOLine, компании.

По данным наших опросов, в шаговой доступности от дома респондентов имеется в среднем по четыре продуктовых магазина. Самый низкий показатель, как ни странно, в Москве (3,9), хотя плотность населения в российской столице сравнительно высока, а самый высокий – на Урале (4,2). Мы также поинтересовались у наших респондентов, достаточно ли продуктовых магазинов в шаговой доступности от их дома, и всего 40% заявили, что их вполне устраивает количество, качество и доступность таких торговых точек (меньше всего таких ответов получено в Москве – 31%, а больше всего – в Центральном федеральном округе (44%)). Около 37% опрошенных посетовали на недостаточно широкий ассортимент и низкое качество товаров, 11% – на длинные очереди в магазинах. Приблизительно 12% “Ивановых” заявили, что они бы предпочли, чтобы продуктовые магазины были расположены ближе к дому.

Сколько магазинов есть в шаговой доступности от вашего дома?



Источник: Cint, Sberbank CIB Investment Research

Вам хватает магазинов современных форматов в шаговой доступности от вашего дома?



Источник: Cint, Sberbank CIB Investment Research

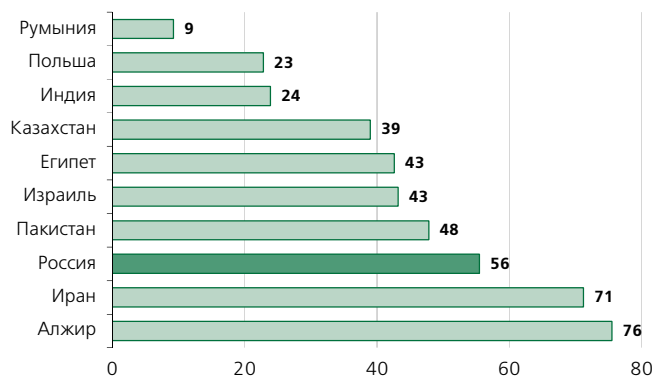
Мы допускаем, что в разных регионах уровень конкуренции может варьироваться в зависимости от темпов экспансии федеральных розничных сетей, их амбиций и позиции специализированных ретейлеров.

Охват рынка цифровыми услугами зависит от численности населения

Помимо продуктового ретейла, мы также вкратце проанализировали потребительские предпочтения в секторе телекоммуникационных и цифровых услуг. По нашему мнению, российские рынки телекоммуникационных и цифровых услуг, а также интернет-сервисов следует дифференцировать не по административным регионам, а в зависимости от численности населения на той или иной территории. Чем больше численность населения, тем выше концентрация потенциальных потребителей таких услуг. Соответственно, наиболее густонаселенные регионы будут приоритетными с точки зрения развития, в частности, сервисов на основе широкополосного интернета, LTE и мобильной связи пятого поколения (5G). По той же причине провайдеры таких услуг, в том числе в банковской сфере и электронной торговле, в транспортном секторе, а также в области интернет-маркетинга (online-to-offline), будут в первую очередь ориентироваться на большие города. Разные уровни охвата российских регионов телекоммуникационными и цифровыми услугами в большей степени зависят от размера городов на этих территориях.

В конце 2018 года в России было более 250 млн активированных SIM-карт (по данным AC&M Consulting, охват потребительской аудитории в стране составил 172%), что гораздо больше взрослого населения страны. Число интернет-пользователей в России составило 90 млн чел. (это 73% населения старше 12 лет), причем, по данным Mediascope, 87% этих пользователей пользуются мобильным интернетом, а 93% – технологией WiFi. Столь высокая степень охвата российского рынка телекоммуникационными и цифровыми услугами обусловлена их доступностью. Ниже изложены факторы, свидетельствующие о такой доступности.

- **Расценки.** По данным Content Review, Россия входит в десятку стран с самыми низкими ценами на мобильный интернет.
- **Покрытие.** Местные операторы фактически бесплатно получили лицензии на предоставление услуг связи четвертого поколения (4G) и вложили сэкономленные средства в развитие сетей. Россия позже других начала осваивать интернет широкополосного доступа, поэтому с самого начала внедряла передовую технологию FTТх вместо устаревшей ADSL, которая преобладала во многих европейских странах.

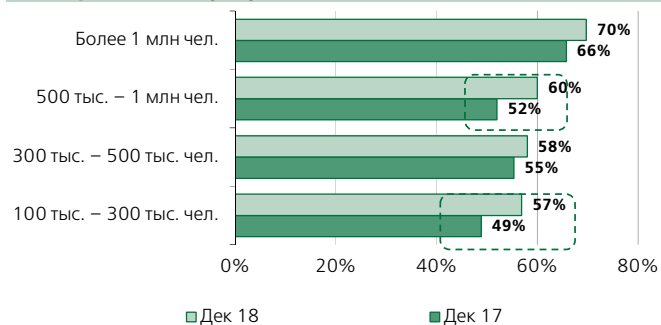
Расценки на мобильный интернет, декабрь 2018 года

Источник: Content Review.

Охват населения доступом к интернету, январь 2018 года

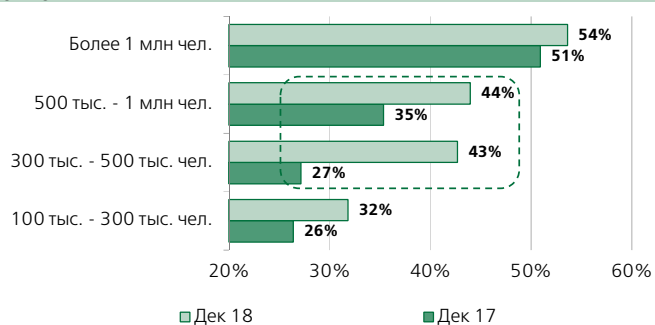
Источник: We Are Social, Hootsuite, Sberbank CIB Investment Research

Как правило, чем больше город, тем лучше цифровые услуги. По данным декабрьского опроса для "Потребительского индекса Иванова", похожая закономерность выявляется применительно к приложениям вызова такси и онлайн-заказа еды. Чем больше город, тем больше инвестиции в соответствующую инфраструктуру и продвижение таких услуг. В городах с населением более миллиона человек охват рынка услугами онлайн-такси и приложений для заказа еды через интернет составляет соответственно 54% и 70%, что превышает аналогичные показатели городов с населением 100–300 тыс. чел. на 22 п. п. и 13 п. п.

Охват рынка услугами онлайн-заказа еды в городах, % потребителей услуг по доставке еды

Примечание. Учитывались только города с населением более 100 тыс. чел., по данным опроса, проведенного в декабре 2018 года.

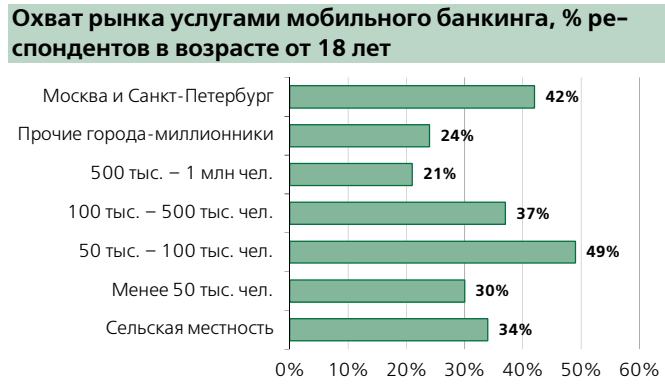
Источник: Cint, Sberbank CIB Investment Research

Охват рынка услугами онлайн-такси, % потребителей услуг такси

Примечание. Учитывались только города с населением более 100 тыс. чел., по данным опроса, проведенного в декабре 2018 года.

Источник: Cint, Sberbank CIB Investment Research

Примечательно, что, по данным Аналитического центра НАФИ, эта закономерность не прослеживается в сегменте мобильных банковских услуг. Наиболее активно услугами мобильного банкинга пользуются жители Москвы и Санкт-Петербурга, а также городов с населением от 100 тыс. до 500 тыс. чел. (в сравнительно небольших городах ограничены возможности для получения традиционных банковских услуг, поэтому местным потребителям удобнее пользоваться услугами в режиме онлайн).



Источник: НАФИ.

Ярослав Лисоволик, Михаил Красноперов, Андрей Крылов, Светлана Суханова

Финансовая стабильность регионов

В последние годы существенно уменьшилось количество регионов с дефицитным бюджетом, хотя отчасти этого удалось добиться за счет трансфертов из федерального бюджета. В 2018 году федеральные субсидии регионам достигли рекордного уровня, превысив 1 трлн руб. (против 759 млрд руб. в 2017 году и 656 млрд руб. в 2016 году). Денежные средства получили почти все регионы, включая самые благополучные, такие как Москва и нефтедобывающая Тюменская область. Благодаря этому увеличению федеральных ассигнований региональные бюджеты в 2018 году показали совокупный бюджетный профицит на сумму 510 млрд руб., тогда как в предыдущие десять лет неизменно наблюдался дефицит. Было зарегистрировано резкое увеличение количества регионов с профицитом бюджета: с 9 в 2015 году до 69 в 2018-м, тогда как количество регионов с дефицитным бюджетом за тот же период уменьшилось с 77 до 17.

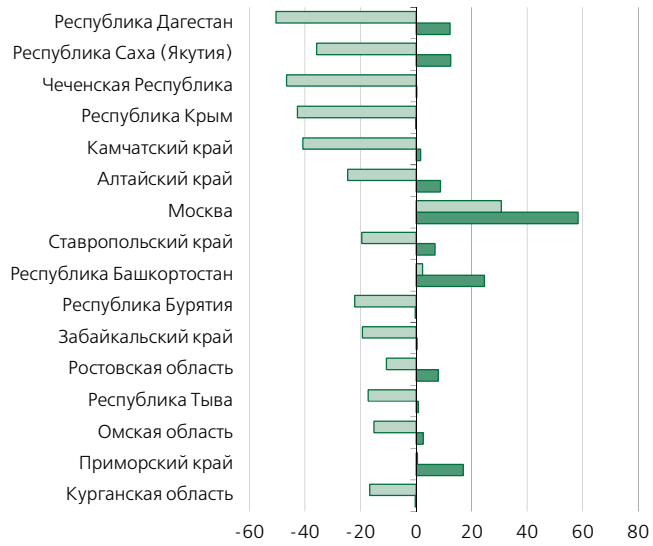
Большое количество региональных бюджетов с положительным сальдо объясняется не только увеличением федеральных дотаций, но также консервативным подходом к расходам: в 2018 году доля инвестиций в бюджетных ассигнованиях регионов едва превысила 10%, что ниже уровня, наблюдавшегося в период рецессии 2015–2016 годов. Этот бюджетный консерватизм должен создать предпосылки для увеличения расходов в ближайшие годы, особенно если учесть тот факт, что значительную долю совокупного финансирования, выделяемого на национальные инфраструктурные проекты, должны обеспечить региональные бюджеты. Около 25,7 трлн руб. было выделено на эти проекты на период с 2019 по 2024 год, и из них 4,9 трлн руб. должны поступить из региональных бюджетов.

15 регионов – лидеров по объему полученных трансфертов, млрд руб., 2018 год



Источник: Минфин.

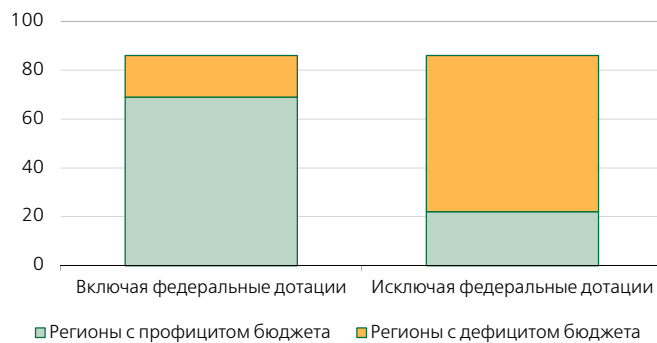
Балансы бюджетов регионов с трансфертами и без них, млрд руб., 2018 год



Источник: Минфин.

На графиках выше показаны 15 российских регионов, получивших максимальный объем трансфертов, а также балансы их бюджетов с учетом трансфертов и без них. В 2018 году 13 регионов из этой выборки официально исполнили свои бюджеты с профицитом, однако после корректировки с учетом трансфертов их количество уменьшается до 3. На графике ниже видно, что без учета трансфертов количество регионов с профицитным бюджетом за 2018 год снижается с 69 до 22. Все это указывает на то, что региональные бюджеты по-прежнему зависят от трансфертов из федерального центра.

Количество регионов с профицитным и дефицитным бюджетом, 2018 год



Источник: Минфин.

Для того чтобы оценить финансовую стабильность регионов, мы разработали специальную модель, в основе которой лежат методики, используемые кредитными рейтинговыми агентствами.

Кредитные рейтинги

Удобный ориентир для проведения базовой оценки

Публичные кредитные рейтинги, присваиваемые рейтинговыми агентствами, – традиционный инструмент, используемый инвесторами долговых рынков. Они учитывают их при принятии решений, впрочем, иногда присутствуют ограничения, прописанные в инвестиционных мандатах. Нормативно-правовая база, регулирующая финансовый рынок России, устанавливает ограничения на различные типы инвестиций в долговые инструменты исходя из международных (в случае еврооблигаций) или локальных (в случае российских локальных бондов) рейтингов, присвоенных данным инструментам уполномоченными кредитными рейтинговыми агентствами.

НОРМАТИВНО-ПРАВОВАЯ БАЗА, РЕГУЛИРУЮЩАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ РЕЙТИНГОВЫХ АГЕНТСТВ В РОССИИ

Банк России традиционно руководствовался кредитными рейтингами, когда устанавливал пороговые значения по качеству инструментов, которые он принимал в качестве обеспечения при проведении операций, поддерживающих ликвидность банковской системы (например, операций валютного и рублевого РЕПО). В периоды финансовых кризисов регулятор обычно повышает пороговые значения по рейтингам облигаций, принимаемым в качестве обеспечения по операциям РЕПО. После волны понижений российских рейтингов международными рейтинговыми агентствами в 2014–2015 годах власти РФ решили установить требования для рейтингов, присваиваемых локальными агентствами. Федеральный закон №222-ФЗ (“О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации”) предписывает агентствам, присваивающим рейтинги в России, получать аккредитацию ЦБ. Кроме того, в законодательные акты были внесены поправки, предписывающие использовать только национальную рейтинговую шкалу при установлении пороговых значений рейтингов для получателей средств из бюджета (например, для размещения депозитов Минфина в коммерческих банках), ломбардного списка ЦБ и инвестиций ПФР и НПФ.

Три ведущих международных агентства не смогли соответствовать новым требованиям и не получили аккредитацию ЦБ. Между тем регулятор аккредитовал АКРА, новое рейтинговое агентство России, а затем – “Эксперт РА”. С 2017 года для определения соответствия локальных долговых инструментов кредитным требованиям используются только рейтинги на основе национальной рейтинговой шкалы, присваиваемые агентствами АКРА и “Эксперт РА”.

РЕЙТИНГИ РОССИЙСКИХ РЕГИОНОВ

Для оценки кредитного качества регионов и городов рейтинговые агентства, как международные, так и российские, используют примерно одни и те же методики. В рейтингах учитываются следующие факторы: развитость общественных институтов; уровень развития и диверсификации экономики; структура бюджета, долговых обязательств и ликвидности. По каждой группе присваиваются баллы за различные качественные и количественные факторы, имеющие разный вес. Затем эти результаты учитываются в сводном балле, который и определяет принадлежность к определенной категории. Эти кредитные рейтинги можно использовать как упрощенный ориентир для кредитного, финансового или общего экономического анализа.

Кредитные рейтинги от национальных рейтинговых агентств России имеются примерно у 50 российских регионов и некоторых городов. Они представлены в таблице ниже. Цветом выделены позиции, соответствующие важным пороговым значениям для включения облигаций в ломбардный список ЦБ и котировальный список первого уровня Московской биржи, а также для осуществления инвестиций Пенсионным фондом России (ПФР) и негосударственными пенсионными фондами (НПФ).

Рейтинги российских регионов от АКРА и "Эксперт РА"

АКРА	Эксперт РА	Регионы
AAA (RU)	ruAAA	Москва Санкт-Петербург Тюменская область Ханты-Мансийский АО Ямало-Ненецкий АО
AA+ (RU)	ruAA+	Республика Башкортостан Республика Татарстан
AA (RU)	ruAA	Московская область
AA- (RU)	ruAA-	Иркутская область Липецкая область Самарская область Челябинская область
A+ (RU)	ruA+	Белгородская область Камчатский край Краснодарский край Новосибирская область Тульская область
A (RU)	ruA	Красноярский край Курская область Ненецкий АО Оренбургская область Республика Саха (Якутия) Свердловская область Ставропольский край Чувашская Республика
A- (RU)	ruA-	Кемеровская область Нижегородская область Рязанская область
BBB+ (RU)	ruBBB+	Калининградская область Мурманская область Омская область Пензенская область Саратовская область Тамбовская область Тверская область Хабаровский край
BBB (RU)	ruBBB	Республика Адыгея Волгоградская область Кировская область Республика Коми Новгородская область Томская область Ярославская область
BBB- (RU)	ruBBB-	Республика Бурятия Костромская область Магаданская область
BB+ (RU)	ruBB+	Республика Карелия Удмуртская Республика
BB (RU)	ruBB	
BB- (RU)	ruBB-	
B+ (RU)	ruB+	
B (RU)	ruB	Республика Мордовия
B- (RU)	ruB-	

Минимальный уровень для включения облигаций в ломбардный список ЦБ

Минимальный уровень для инвестиций средств ПФР под управлением ВЭБ

Минимальный уровень для включения в котировальный список первого уровня Московской биржи

Минимальный уровень для инвестиций средств ПФР, находящихся под управлением частных УК

НПФ могут инвестировать в бумаги с рейтингом от BB+ до BBB не более 10% активов под управлением

Примечание. Представлены только регионы, имеющие кредитный рейтинг от АКРА или "Эксперт РА". Для регионов, имеющих рейтинг от обоих агентств, приведен средний рейтинг.

Источник: АКРА, "Эксперт РА".

Методика расчета "Индекса финансовой стабильности"

Мы разработали индикатор, который назвали "Индекс финансовой стабильности" (ИФС). Он используется для оценки уровня финансового состояния российских регионов и муниципалитетов на основе общедоступных методик как российских (АКРА и "Эксперт РА"), так и международных рейтинговых агентств. Мы решили не использовать при расчете индекса рыночные компоненты (такие как спреды облигаций).

По нашему мнению, финансовую стабильность регионов во многом определяют два фактора: баланс бюджета и структура долговых портфелей. При анализе первого из них мы руководствовались главным образом балансами бюджетов регионов и их бюджетной самодостаточностью. Для оценки рисков, связанных с долговыми обязательствами регионов, мы учитывали объем их долга, а также коэффициент покрытия расходов на обслуживание долга за счет доходов бюджета. Мы также приняли в расчет факт наличия кредитного рейтинга от одного

из двух национальных рейтинговых агентств России, т. к., на наш взгляд, это является признаком опытного заемщика с хорошей репутацией.

Составляющие ИФС

Составляющие индекса	Метод расчета	Вес
Баланс бюджета	Баланс бюджета/налоговые и неналоговые поступления	0,50
Самодостаточность по доходам бюджета	Налоговые и неналоговые доходы/совокупные доходы	1,50
Покрытие расходов на обслуживание долга из доходов бюджета	Расходы на обслуживание госдолга/налоговые и неналоговые поступления	-0,25
Объем задолженности	Госдолг/налоговые и неналоговые поступления	-1,00
Доступность кредитного рейтинга	Индикатор со значением 1, если субъект имеет как минимум один рейтинг от агентств Moody's, S&P, Fitch или АКРА, или 0, если рейтинга нет	0,50

Источник: Sberbank CIB Investment Research

Первые три составляющие, приведенные в таблице, рассчитаны на основе доступных годовых данных за последние три года, причем последним данным присвоен больший вес. Например, если в расчете использовались данные за 2017, 2016 и 2015 годы, то к ним применялись коэффициенты 0,5, 0,3 и 0,2. При расчете остальных составляющих индекса была использована самая свежая статистика.

Ниже представлены лидеры по итогам анализа на основе данных за 2015–2017 годы (данные за 2018 год еще не опубликованы).

Баллы ИФС для российских регионов, 2017 год

Регион	ИФС
Москва	4,81
Сахалинская область	4,75
Тюменская область	4,69
Санкт-Петербург	4,49
Ленинградская область	3,97

Источник: Sberbank CIB Investment Research

Локальные облигации регионов

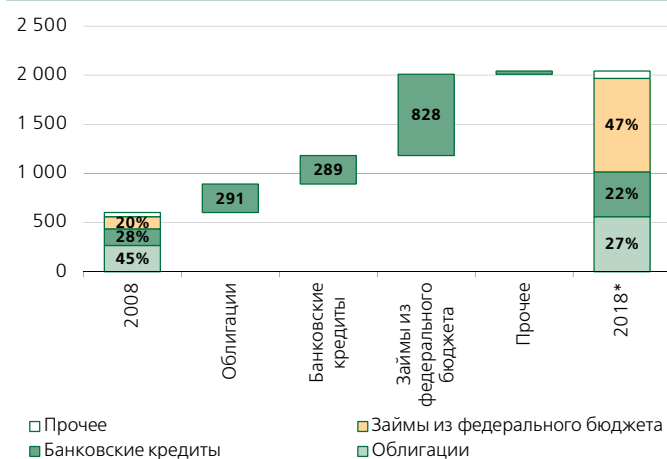
Локальные облигации – значимый, хотя и вторичный компонент в структуре долга российских регионов. Они сыграли важную роль, помогая регионам удовлетворить потребности в финансировании в 2004–2008 годах. Однако с 2009 года этот рынок рос очень медленно, а основную часть совокупного бюджетного дефицита в 2008–2018 годах приходилось покрывать за счет федеральных кредитов.

Обращающиеся локальные облигации российских регионов, млрд руб.



Источник: Cbonds.

Изменения в структуре долга российских регионов в период с 2008 по 2018 год, млрд руб.



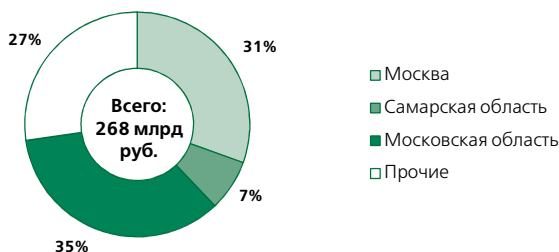
*По состоянию на 1 декабря 2018 года.

Источник: Минфин.

Основные причины стагнации в этом сегменте рынка следующие.

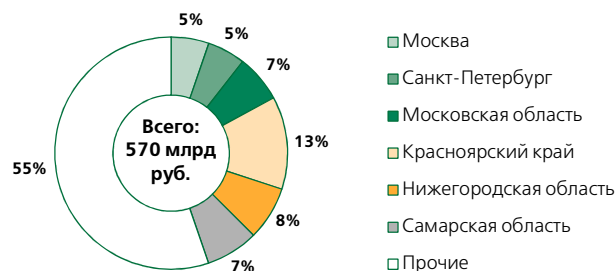
- **Проблемы, с которыми некоторые региональные правительства столкнулись во время кризиса 2008 года.** В частности, юрлицо, аффилированное с правительством Московской области, одним из крупнейших заемщиков в данном сегменте, допустило дефолт по нескольким выпускам локальных облигаций.

Крупнейшие эмитенты российских региональных облигаций в 2008 году



Источник: Минфин.

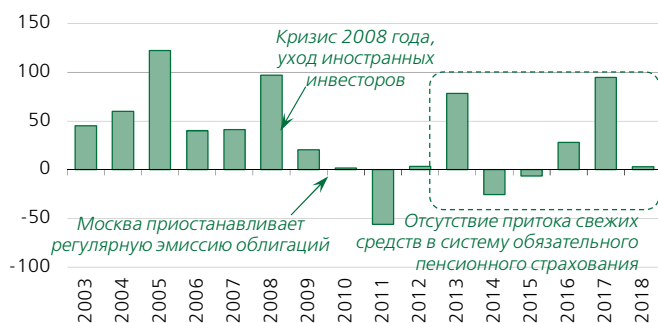
Крупнейшие эмитенты российских региональных облигаций в 2018 году



Источник: Минфин.

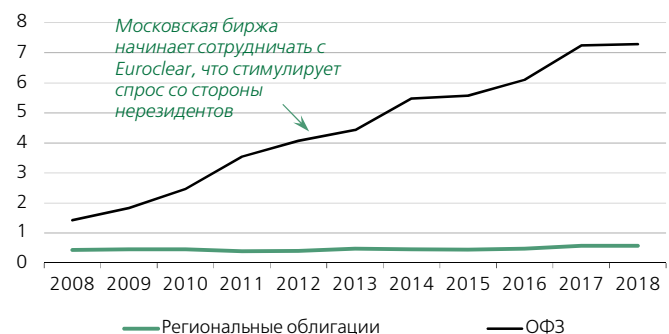
- Приостановка регулярных размещений Москвой после кризиса 2008 года и перестановки в городской администрации в 2010 году.
- Выход иностранных инвесторов из инструментов, номинированных в локальной валюте, во время кризиса 2008 года. До 2008 года многие нерезиденты использовали облигации Москвы как ориентир для измерения рублевого риска в ситуации отсутствия торгуемых ОФЗ. Когда они вернулись на локальный рынок в 2012 году, то начали отдавать предпочтение вложениям в ОФЗ.
- Стагнация инвестиций пенсионных средств. В 2013 году были остановлены взносы в накопительную часть системы обязательного пенсионного страхования.

Чистый объем эмиссии локальных облигаций российских регионов, млрд руб.



Источник: CBonds, Sberbank CIB Investment Research

Находящиеся в обращении облигации российских регионов и ОФЗ, трлн руб.



Источник: Банк России.

В собственности местных пенсионных фондов сконцентрировано около 15% находящихся в обращении региональных облигаций, тогда как остальная часть принадлежит в основном банкам. Все выпуски крайне неликвидны. Индикативные спреды сильно варьируются вдоль кривых доходности отдельных эмитентов и в целом уже, чем спреды корпоративных заемщиков, имеющих аналогичные рейтинги.

Индикативные спреды российских корпоративных и региональных облигаций, январь 2019 года

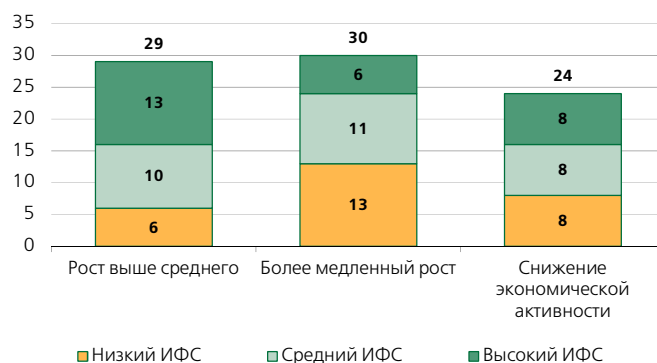
Категория рейтинга	Дюрация	Региональные облигации	Корпоративные облигации
BVB-	3–5 лет	40–60 б. п.	60–100 б. п.
BB	3–5 лет	50–80 б. п.	80–120 б. п.
B1	2–3 года	100–150 б. п.	150–180 б. п.

Источник: Московская биржа, Sberbank CIB Investment Research

В целом, учитывая низкую ликвидность сегмента региональных облигаций, мы решили, что нет смысла включать облигационные спреды в формулу расчета ИФС.

Итак, какие регионы обладают высоким потенциалом?

Мы хотим выделить ряд регионов с высоким потенциалом исходя из роста их инвестиций и ВВП, а также финансовой стабильности. На графике ниже представлено распределение регионов по категориям роста (по данным за 2015–2018 годы) в зависимости от уровня финансовой стабильности, в основе которого лежит балл по ИФС. Из 29 регионов, демонстрирующих рост выше, чем в среднем по России (включая Ямало-Ненецкий автономный округ, Тюменскую область и Санкт-Петербург), 13 имели высокую степень финансовой стабильности, 10 – среднюю степень, 6 – низкую. Из 30 регионов, показывавших рост ниже среднего, доля тех, у которых был слабый бюджет, составила 43%; в число 24 регионов с отрицательными темпами экономического роста вошли 4 со слабыми бюджетами (33%). Из графика следует, что почти половина российских регионов показывает положительный рост и средний уровень финансовой стабильности.

Экономический рост в 2015–2018 годах и финансовая стабильность регионов исходя из нашего индекса

Источник: Sberbank CIB Investment Research

Наконец, мы сопоставили рейтинги регионов, присвоенных в соответствии с ИФС, не только с темпами их экономического роста, но также с их инвестиционной динамикой. На наш взгляд, инвестиции – важный индикатор того, насколько устойчивым в среднесрочной перспективе является рост российских регионов (учитывая его корреляцию с ростом в предыдущие годы). В итоге мы составили список 15 регионов, которые отличаются хорошей финансовой стабильностью и высоким потенциалом роста исходя из текущей экономической динамики и совокупного роста инвестиций в последние годы.

В группу с высоким потенциалом входят семь регионов Северо-Западного федерального округа (Санкт-Петербург, Ненецкий автономный округ, Мурманская, Архангельская, Вологодская, Ленинградская и Калининградская области), четыре региона Центрального федерального округа (Тверская, Липецкая, Курская и Тульская области), один регион Дальневосточного федерального округа (Республика Саха (Якутия)), два региона Уральского

федерального округа (Тюменская область и Ямало-Ненецкий автономный округ) и Ростовская область, входящая в состав Южного федерального округа.

Регионы с высоким средним экономическим ростом, ростом инвестиций и хорошим рейтингом по ИФС

	Средний рост ВРП, 2015–2017	Средний рост инвестиций, 2015–2017	Рейтинг по ИФС, 2017
Ненецкий автономный округ*	5,3%	9,2%	16
Тульская область*	4,5%	3,5%	18
Ямало-Ненецкий автономный округ*	3,7%	0,5%	7
Тюменская область*	3,7%	1,0%	3
Ростовская область*	3,2%	0,3%	23
Курская область*	3,1%	3,6%	20
Ленинградская область*	2,6%	18,7%	5
Республика Саха (Якутия)*	2,1%	20,4%	34
Санкт-Петербург*	1,3%	1,4%	4
Липецкая область	1,2%	4,5%	22
Мурманская область	1,2%	0,9%	14
Архангельская область	1,0%	4,4%	52
Калининградская область	0,9%	15,2%	44
Вологодская область	0,7%	9,1%	29
Тверская область	0,7%	1,0%	27

Примечание. Жирным шрифтом выделены регионы, входящие в группу лидеров по рейтингу в ИФС.

*Регионы, которые остались в лидерах регионального ранжирования после учета роста инвестиций и оценки роста ВРП в 2018 году.

Источник: Росстат, Минфин, Sberbank CIB Investment Research

Однако мы обращаем внимание на значительную волатильность временных рядов роста инвестиций в основной капитал у российских регионов: некоторые регионы, показавшие быстрый рост ВРП и инвестиций в основной капитал, в 2018 году зафиксировали снижение последнего индикатора. Таким образом, оценка экономического потенциала региона на основе предыдущих данных имеет свои ограничения. Это значит, что подобный анализ лучше подкреплять наблюдениями, учитывающими развитие общественных институтов и долгосрочные факторы роста (в т. ч. человеческий капитал). В этом смысле интересен доклад, который в мае 2018 года опубликовал Всемирный банк¹: в нем приведен список регионов, которые, по мнению экспертов Всемирного банка, обладают самым большим потенциалом экономического роста из 56 регионов, расположенных в европейской части России; в расчет брались такие факторы, как география, логистика, общественные институты, человеческий капитал и производительность труда. Всемирный банк выделил три группы регионов, обладающих высоким и средним потенциалом:

- в первую группу входят регионы, на положении которых благоприятно сказывается близость к Москве (Ярославская, Калужская, Рязанская, Тверская и Липецкая области);
- вторая группа регионов с высоким потенциалом включает Ростовскую область, находящуюся на юге России, а также регионы, расположенные вдоль Волги, такие как Волгоградская, Самарская, Ульяновская области и Республика Чувашия;
- третья группа включает регионы, расположенные на юге Урала, такие как Свердловская и Челябинская области.

Четыре региона из нашего списка также включены в перечень Всемирного банка: Липецкая, Тверская, Ростовская и Мурманская области. Эти регионы обладают рядом долгосрочных преимуществ, на которые указывает Всемирный банк (человеческий капитал, доступ на рын-

¹Апурва Санги, Мегерса Абера Абате, Даниэль Альберто Бенитес, Грейс Синеас, Юн Су Ким, Ставрос Джордж Ставру, Михаил Матыцин, Ирина Ростовцева, Дмитрий Сиваев. *Преодоление пространственного неравенства: как снова собрать советский «пазл» в условиях рыночной экономики*. Вашингтон, 2018. Группа Всемирного банка.
<http://documents.worldbank.org/curated/en/708911528099174034/Rolling-back-Russias-spatial-disparities-re-assembling-the-Soviet-jigsaw-under-a-market-economy>.

ки и пр.), а также хорошей динамикой экономического роста и инвестиций. Между тем из этих четырех регионов только Мурманская область в 2018 году зафиксировала увеличение инвестиций.

Мы также обращаем внимание на то, что, в отличие от доклада Всемирного банка, наш анализ включает российский Дальний Восток, который, по нашему мнению, сыграет ключевую роль в формировании будущих трендов роста России. Мы ожидаем существенного роста инвестиций в этот регион в среднесрочной перспективе, т. к. правительство планирует в 2019–2024 годах направить на Дальний Восток около 4 трлн руб. для реализации инфраструктурной программы в рамках совместного государственного и частного финансирования.

*Ярослав Лисоволик, Антон Струченевский,
Алексей Булгаков, Александр Сычев, Екатерина Сидорова*

Рейтинги Sberbank CIB зависят от потенциала движения фактических котировок вверх или вниз от фундаментально обоснованной целевой цены. Рейтинги «ПОКУПАТЬ», «ДЕРЖАТЬ» или «ПРОДАВАТЬ» используются исключительно в справочных целях и отражают соответственно позитивную, нейтральную или негативную оценку Sberbank CIB потенциальной совокупной доходности данного инструмента за 12 месяцев с момента присвоения данного рейтинга (в том числе с учетом ожидаемых дивидендов). Рейтинги действительны до момента их пересмотра или отзыва. Если в аналитическую модель вносятся изменения, рейтинг меняется на «Пересмотр».

Настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research (далее «аналитический обзор») подготовлен АО «Сбербанк КИБ», Sberbank (CIB) UK Limited и/или их аффилированными лицами (совместно именуемыми «Sberbank CIB»).

Настоящий аналитический обзор в полной мере отражает личное мнение аналитиков об анализируемой компании (компаниях) и ее (их) ценных бумагах. Компенсация, выплачиваемая аналитикам, ни в коей мере, ни прямо, ни косвенно, не зависит от рекомендаций и мнений, опубликованных в настоящем аналитическом обзоре. Мнения аналитиков могут не совпадать. Как ранее опубликованные, так и будущие аналитические обзоры Sberbank CIB Investment Research могут содержать определенную информацию и/или выводы, не соответствующие изложенному в настоящем аналитическом обзоре.

Настоящий аналитический обзор предназначен для использования только в качестве информации общего характера и основан на доступной в настоящее время публичной информации, которую Sberbank CIB считает надежной. Однако Sberbank CIB не предоставляет никаких гарантий и заверений в том, что такая информация является полной и достоверной, и соответственно, на нее нельзя полагаться как на полную и достоверную информацию. Содержащиеся в настоящем аналитическом обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг или иных инвестиций, опционов, фьючерсов или каких-либо иных финансовых инструментов. Настоящий аналитический обзор не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить данный аналитический обзор. Услуги, ценные бумаги и инвестиции, о которых идет речь в данном аналитическом обзоре, могут быть недоступными для или не соответствующими требованиям всех инвесторов. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовую консультацию в отношении целесообразности инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в данном аналитическом обзоре, а равно учитывать, что прогнозы, касающиеся будущих событий, могут не реализоваться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход (если таковой будет) от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не дают оснований для прогноза будущей динамики, не гарантируют будущих доходов и не исключают возможной потери первоначального капитала. Sberbank CIB не несет ответственности за любые прямые и косвенные убытки, ущерб, потери, или иные последствия, которые могут наступить вследствие частичного или полного использования материалов, содержащихся в аналитических обзорах Sberbank CIB Investment Research. Инвесторы должны проводить собственную оценку рисков, не полагаясь исключительно на информацию, представленную в аналитических обзорах Sberbank CIB Investment Research. Инвесторам следует получить отдельные юридические, налоговые, финансовые, бухгалтерские и другие необходимые профессиональные консультации, основываясь на индивидуальных обстоятельствах. Любая информация, содержащаяся в настоящем аналитическом обзоре и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не является налоговой консультацией, а также не предназначена и не может быть использована кем-либо для предоставления налоговых консультаций.

Sberbank CIB не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, содержащуюся в аналитических обзорах Sberbank CIB Investment Research, или исправлять неточности.

Любые оценки в отношении эмитентов, не освещаемых Sberbank CIB Investment Research (в том числе ПАО «Сбербанк»), содержащиеся в настоящем обзоре, взяты из указанных источников. Sberbank CIB Investment Research не предоставляет рекомендации и/или аналитику по вышеуказанным эмитентам и не несет ответственности за точность и правильность подобных данных.

Время от времени компании, входящие в Sberbank CIB, их принципалы и сотрудники или связанные с ними лица, могли или могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать в качестве принципала иные сделки с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем аналитическом обзоре, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги или действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета любой компании, упомянутой в настоящем аналитическом обзоре. Сейлз-менеджеры, трейдеры и прочие специалисты Sberbank CIB могут предоставлять клиентам Sberbank CIB и трейдерам Sberbank CIB, совершающим сделки за счет и в интересах Sberbank CIB, комментарии по рынку или торговые стратегии в устной или письменной форме, отражающие мнение, противоречащее мнению, выраженному в данном аналитическом обзоре. Подразделение по управлению активами Sberbank CIB, трейдеры, совершающие сделки за счет и в интересах Sberbank CIB, и инвестиционно-банковское подразделение могут принимать инвестиционные решения, не соответствующие рекомендациям или мнениям, опубликованным в данном аналитическом обзоре. Sberbank CIB проводит внутреннюю политику, направленную на управление существующими и потенциальными конфликтами интересов.

За исключением специальных аналитических обзоров по отдельным секторам, которые выходят на регулярной основе, прочие аналитические материалы Sberbank CIB Investment Research выпускаются с нерегулярными временными интервалами по усмотрению аналитиков.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем аналитическом обзоре, может быть получена от Sberbank CIB по запросу. Данный аналитический обзор не может быть воспроизведен или скопирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Sberbank CIB.

Материалы настоящего аналитического обзора не содержат юридических рекомендаций и не являются таковыми. Кроме того, Sberbank CIB ни при каких условиях не может рассматриваться в качестве лица, стимулирующего, способствующего, посредничающего или побуждающего к осуществлению какими-либо лицами в любой стране инвестиций или совершению сделок, которые могут быть запрещены таким лицам соответствующим законодательством. Аналитические обзоры Sberbank CIB Investment Research предоставляются в отношении компаний или инвестиций как на внутреннем российском, так и международных финансовых рынках (в зависимости от того, что применимо в каждом случае), и предназначены для правомочных инвесторов в соответствии с законодательством и правилами торговли соответствующих рынков. Аналитические обзоры Sberbank CIB Investment Research, полученные такими правомочными инвесторами в отношении компаний или инвестиций, которые могут подпадать под санкции в других юрисдикциях, не направлены на заключение, и не должны рассматриваться как инвестиционные рекомендации по заключению любых сделок, подпадающих под такие санкции, или сделок с участием лиц, находящихся в юрисдикции с такими санкциями, в том числе инвесторов из США, Канады, Австралии, Японии, Швейцарии, Европы или Европейского союза (но не ограничиваясь ими). Аналитические обзоры Sberbank CIB Investment Research никогда не должны использоваться для незаконной деятельности, включая деятельность, которая противоречит требованиям экономических санкций или имеет целью обойти эти требования. После прочтения данного аналитического обзора инвесторы должны оценить законность любых планируемых ими сделок, для чего им необходимо проконсультироваться со своими юридическими консультантами по вопросам соблюдения законодательства и правил торговли, применимых в данном случае.

СОЕДИНЕННОЕ КОРОЛЕВСТВО. К сведению лиц, являющихся профессиональными или правомочными инвесторами (не для использования или передачи розничным клиентам). Аналитические материалы, представленные в этом документе, подготовлены Sberbank CIB для целей собственной инвестиционной деятельности и одобрены для распространения на территории Соединенного Королевства. Sberbank (CIB) UK Limited зарегистрирована в Англии и Уэльсе по адресу 85 Fleet Street, Лондон, EC4Y 1AE, Соединенное Королевство Великобритании и Северной Ирландии (регистрационный номер No. 4783112) и лицензирована и регулируется Управлением по финансовому регулированию и контролю Великобритании.

ЕВРОПЕЙСКИЙ СОЮЗ. Если иное прямо не указано в настоящем документе, данный аналитический обзор предназначен только для лиц, признанных правомочными контрагентами или профессиональными клиентами, и не предназначен для розничных клиентов, в соответствии с Директивой о рынках финансовых инструментов 2004/39/ЕС. Настоящий аналитический обзор распространяется на территории Европейского Союза Sberbank (CIB) UK Limited, лицензированной и регулируемой Управлением по финансовому регулированию и контролю Великобритании.

За пределами Европейского Союза и Швейцарии настоящий аналитический обзор предназначен только для лиц, являющихся правомочными или профессиональными инвесторами по законодательству соответствующих юрисдикций. Если настоящий аналитический обзор окажется в распоряжении лица, которое не является правомочным или профессиональным инвестором по законодательству соответствующей юрисдикции, такое лицо не вправе знакомиться с настоящим аналитическим обзором, должно уведомить его без внимания и/или незамедлительно удалить его, а также приложить все усилия для уведомления Sberbank CIB о получении настоящего аналитического обзора по ошибке.

ДЛЯ РЕЗИДЕНТОВ США. В соответствии со ст. 15а-6 Закона о ценных бумагах и биржах 1934 года настоящий аналитический обзор распространяется в США исключительно АО «Сбербанк КИБ» среди крупных институциональных инвесторов США и на него не распространяются никакие стандарты и раскрытия информации, применимые в отношении аналитики по долговым бумагам для розничных инвесторов. Все крупные институциональные инвесторы США или лица за пределами США, получающие настоящий аналитический обзор, не могут передавать его оригинал или копию другим лицам в США. Настоящий аналитический обзор был подготовлен и проверен аналитиками, которые не являются сотрудниками Sberbank CIB USA, Inc., не зарегистрированы/не сертифицированы Агентством по регулированию деятельности финансовых институтов (FINRA), и на которых не распространяются требования FINRA. Sberbank CIB USA, Inc. несет ответственность за содержание настоящего обзора.

Тем не менее вторичное распространение настоящего аналитического обзора в США может осуществляться компанией Sberbank CIB USA, Inc., имеющей лицензию на оказание брокерских и дилерских услуг в США и являющейся участником FINRA, как для крупных, так и для некрупных институциональных инвесторов в соответствии с правилами FINRA в отношении вторичного распространения аналитических материалов. Все сделки с любыми ценными бумагами или финансовыми инструментами, упомянутыми в настоящем документе, с участием любых институциональных инвесторов США или крупных институциональных инвесторов США или в их интересах должны осуществляться через Sberbank CIB USA. Вы можете связаться с официальным представителем Sberbank CIB USA, Inc., по телефону 212.300.9600 или почтой по адресу Carnegie Hall Tower 152 W 57th Street 46th Floor, Нью-Йорк, NY 10019, США.