**Глава 9. Рынок муниципальных облигаций: анализ перспектив**

А.И. Столяров

**Доля российского рынка муниципальных облигаций**.

За прошедшие 10 лет рынок муниципальных облигаций Российской Федерации существенно вырос в объеме с 23,6 млрд. рублей в июне 2002 года до 563,9 млрд. в сентябре 2015 года. Этот рост составил более чем в 23 раза по номинальной стоимости. С одной стороны, это много, но с чем сравнивать. Для сравнения, к концу 2014 г. объем выпущенных муниципальных бумаг в США составил 3,7 трлн. долларов.

Рис. 1. Объем рынка муниципальный облигаций РФ (облигаций субъектов федерации и муниципальных образований) (по данным cbonds)

Однако даже на приведенном графике видно, что максимального темпа рост этого рынка составил в период с 2002 по 2008 год. С 31 января 2011 года объем рынка государственных облигаций упал с 462 млрд. до 382 млрд. в июне 2012 года. После чего рост возобновился, но с меньшими темпами. За 9 месяцев 2015 года объем рынка вырос на 5,9% (на 31,5 млрд. рублей).

В середине 90-ых 19 века российские регионы активно выходили на рынок еврооблигаций. Еврооблигации выпустили Москва, Санкт-Петербург, Нижегородская область, Ханты-Мансиийский автономный округ. Но в дальнейшем законодательные ограничения привели к тому, что этот рынок прекратил свое существование. С 2008 г. новых муниципальных еврооблигаций не размещалось. С 2012 г. в обращении находится единственный выпуск г. Москвы: Москва, 2016, EUR (LPN) объемом 407 млн евро.

Какое место рынок муниципальных облигаций занимает в общем объеме финансового рынка и облигационного рынка России?

Доля российского рынка муниципальных облигаций (включая облигации субъектов федерации и муниципальных образований) составила на конец 2014 года 4,5% от общего объема российского внутреннего облигационного рынка, а его доля к ВВП составила 0,7%. За последние годы эти доли существенно снизились.

Так, в 2010 году доля рынка муниципальных облигаций по отношению к общему объему рынка внутренних облигаций составляла 7,4%, в 2009 – 8,6%, 2008 – 8,2%, в 2007 – 9%, а в 2006 году эта доля составляла 8,7%. Снизилась и доля рынка муниципальных облигаций по отношению к ВВП . В 2010 она составляла 1%, а в 2009 году – 1,1%.[[1]](#footnote-1)

Из вышеприведенных цифр можно сделать вывод, что относительная доля рынка муниципальных облигаций уменьшилась.

При этом в общем объеме торгов на внутреннем облигационном рынке доля объема торгов муниципальными облигациями составляла 4, 43% в 2013 году, 3,5% в 2014 году. Для сравнения, по данным ассоциации участников фондового рынка США Sifma, объем торгов по муниципальным облигациям во 3 квартале 2015 году в США составлял 7, 6 млрд. долларов в день, объем торгов государственными облигациями 489,1 млрд. долларов, а объем торгов корпоративными облигациями составил 24,1 млрд. долларов.[[2]](#footnote-2)

При этом коэффициент оборачиваемости российского рынка муниципальных облигаций (отношение объема торгов к номинальной стоимости выпущенных облигаций) составлял в 2013 71,11%, а в 2014 – 91,79%, что, кстати, превышает аналогичные показатели по рынку государственных и корпоративных облигаций. Это говорит, что рынок муниципальных облигаций остается одним из ликвидных сегментов российского облигационного рынка.

Это показывают и расчеты Лаборатории анализа финансовых рынков Высшей школы экономики по индексам ликвидности Thomson Reuters.

Таблица 1. Индексы ликвидности Thomson Reuters по сегментам внутреннего облигационного рынка

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Сектор | Март 2015 | | | |
| Liquidity Index | | Weighted Liquidity Index | |
| Среднее | Медиана | Среднее | Медиана |
| Государственные | 53,2 | 60,2 | 43,2 | 29,4 |
| Муниципальные | 26,9 | 26,6 | 5,5 | 0,0 |
| Корпоративные | 17,5 | 7,1 | 4,7 | 0,0 |

В результате этих расчетов видно, что муниципальные облигации вторые в рейтинге ликвидности, хотя по объему торгов существенно уступают и рынку государственных, и рынку корпоративных облигаций.

С чем это связано? Какие причины снижения доли муниципальных облигаций в общем объеме внутреннего рынка российских внутренних облигаций? И каковы перспективы этого сегмента российского облигационного рынка? От чего они зависят?

**Причины замедления темпов роста рынка муниципальных облигаций**.

При этом нельзя утверждать, что российский рынок муниципальных облигаций достиг своего предела в силу ограничений емкости и замедления темпов роста государственного долга регионов и муниципальных образований.

Наоборот, в период с 1 января 2011 по 1 сентября 2015 года произошел резкий рост государственного долга субъектов федерации и муниципалитетов – с 1095 млрд. (плюс 169 млрд. долг муниципальных образований) до 2 116 млрд. (плюс долг муниципальных образований 313 млрд.).[[3]](#footnote-3)

Этот рост был связан с резким ухудшением финансового положения регионов, которое было связано с двумя факторами.

С одной стороны, это было отражением усиления социальной нагрузки на регионы, связанные с реализацией майских указов 2012 года. По данным Центра анализа доходов и уровня жизни Института управления социальными процессами НИУ ВШЭ, доля социальных расходов в 2008-2014 в консолидированных бюджетах регионов Российской Федерации выросла с 49 до 62%, при этом рост носил дифференцированный характер. Пониженная доля социальных расходов осталась у наиболее богатых регионов (Москва, Сахалин, Ямало-Ненецкий автономный округ, Тюмень). А наиболее сильно она выросла в наименее развитых регионах. Некоторые регионы, столкнувшись с необходимостью увеличивать социальные расходы, сделали свои бюджеты социальными. В условиях начавшихся бюджетных ограничений, регионы стали сокращать расходы на ЖКХ, на национальную экономику, а в 2014 году пришла очередь и социальных расходов. Регионы встали перед дилеммой – сокращать социальные расходы или инвестиционные.[[4]](#footnote-4)

По оценке агентства S&P, ухудшение финансового положения регионов связано с общим замедлением темпов экономического роста, снижением темпов роста прибыли в корпоративном секторе и номинальных доходов населения, что привело к снижению основных источников поступления доходов (налога на прибыль и НДФЛ). При этом в условиях возросших социальных расходов регионы вынуждены наращивать заимствования. Эксперты агентства прогнозируют совокупную потребность регионов в заимствованиях в 2015-2017 годах в 4 трлн. рублей (только в 2015 – 0,9 трлн.). Это подразумевает 35% рост заимствований каждый год.[[5]](#footnote-5)

С другой стороны, рост расходных статей не сопровождался ростом доходов, а, напротив, снижением доходных частей, в связи с замедлением темпов экономического роста и падением прибыли.

Отсюда мы приходим к выводу, что регионы в современных условиях остро нуждаются в привлечении дополнительных заемных ресурсов. Почему же это не отразилось на росте рынка муниципальных облигаций?

Первое объяснение – существенное изменение структуры государственного долга субъектов федерации и муниципальных образований. Государственный внутренний долг состоит из публичного долга (облигации субъектов федерации и муниципальные ценные бумаги), банковских кредитов, бюджетных кредитов и государственных гарантий. Как видно из приведенного ниже графика, доля государственных облигаций в общей структуре долга субъектов федерации составляет 20%. Основной объем долга приходится на бюджетные и коммерческие кредиты.

Рисунок 2. Структура государственного долга субъектов федерации (в %) на 1 сентября 2015 года. По данным Министерства финансов.[[6]](#footnote-6)

Интересно отметить, что такая структура долга складывалась в последние 5 лет. Так, в наименьшей степени рос публичный долг регионов. Доля государственных бумаг в общем объеме государственного долга с 37% на 1 января 2011 упала до 20% на 1сентября 2015 года, доля государственных гарантий с 10 до 5,1%. При этом доля банковских кредитов выросла с 21,1% до 38,1%, бюджетных кредитов с 31 до 36,4%. Если объем банковских кредитов на 1 января 2015 был почти в два раза меньше объемы государственных облигаций (232 млрд. против 407), то на 1 сентября 2015 года объем банковских кредитов (806 млрд.) почти в 2 раза превысил объем рынка государственных облигаций (429 млрд. рублей по версии Минфина).[[7]](#footnote-7) Это подтверждает следующий рисунок, отражающий изменение структуры государственного долга за последние 4 года.

Рисунок 3. Динамика структуры государственного долга субъектов Федерации (в млрд. рублей). По данным Министерства финансов

С чем же связано такое изменение структуры государственного долга субъектов федерации? Почему существенно снизилась доля государственных облигаций в общем размере государственного долга субъектов федерации?

Прежде всего, это объясняется перераспределением долей государственного долга. В условиях выросших расходов регионы активнее всего привлекали банковские кредиты (долг перед банками вырос с 413 млрд. до 740 млрд.). Сильный рост объема банковских кредитов вынудил Минфин прийти на помощь регионам, заменяя банковские кредиты бюджетные кредитами. Их рост с 2011 по 2014 год был почти трехкратный (с 379, 6 млрд. до 1071,5 млрд.). Это заставило Минфин придти на помощь регионам, предоставить им бюджетные кредиты на 310 млрд. Деньги пошли на замену дорогих коммерческих кредитов и государственных облигаций (ставка по бюджетным кредитам составляет 0,1%). Это позволило заменить до 50% подлежащей погашению в 2015 году коммерческой задолженности.

Проблемами для регионов стало то, что последние очень активно привлекали банковские кредиты. Как правило, банковские кредиты короткие, и ставка по них может сильно колебаться в зависимости от ситуации на кредитном рынке. При этом стоимость кредитов в последний год существенно выросла.

Для примера приведем данные, которые приводит Московская область о минимальных ставках, по которым происходит привлечение средства от коммерческих банков. Характерен резкий рост стоимости кредитов.

Таблица 2. Информация о процентных ставках в 2014 году. По данным Московской области.[[8]](#footnote-8)

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Месяц проведения аукционов | Процентные ставки по кредитам\*, привлекаемым на срок: | | | | | | | |
| до 1 года | | до 1,5 лет | | на 2 года | | на 3 года | |
| *1* | *2* | | *3* | | *4* | | *5* | |
| январь | 7,98 | | 8,02 | | 8,22 | | - | |
| февраль | 8,04 | | - | | 8,97 | | - | |
| март | 8,8 | | - | | 9,1 | | 9,7 | |
| апрель | 8,75 | | - | | 9,54 | | 10,283 | |
| май | 9,45 | | - | | 10,56 | | - | |
| июнь | 9,6 | | 10,1 | | - | | - | |
| июль | 9,84 | | - | | 10,56 | | 12 | |
| август | 10 | | - | | 10,56 | | 10,85 | |
| сентябрь | 10,64 | | - | | 11,5 | | 10,82 | |
| октябрь | 11,21 | | - | | - | | - | |
| ноябрь | 11,27 | | - | | 11,4 | | - | |
| декабрь | 12,87 | | - | | 13 | | - | |
| Информация о процентных ставках по кредитам в 2015 году | | | | | | | | |
| Месяц проведения аукционов | | Процентные ставки по кредитам\*, привлекаемым на срок: | | | | | | |
| до 1 года | | до 1,5 лет | | на 2 года | | на 3 года |
| *1* | | *2* | | *3* | | *4* | | *5* |
| январь | | 21,4 | | - | | - | | - |
| февраль | | 22,2 | | - | | - | | - |
| март | | 21 | | - | | 20 | | - |
| апрель | | 16,9 | | 20,38 | | 19,404 | | - |
| май | | 15,79 | | - | | 16,2 | | - |

Самыми крупными заемщиками кредитных ресурсов стали Московская область 64,1 млрд. рублей, Краснодарский край – 52,6, Ямало-Ненецкий автономный округ, Кемеровская область – 29,8, Свердловская область – 24,7. В феврале 2015 года Новгородская область не смогла провести платеж по кредиту банка ВТБ.[[9]](#footnote-9) При этом 90% всех кредитов, привлеченных регионами, приходится на ВТБ и Сбербанк.

В качестве примера можно привести Новосибирскую область. Новосибирская область имеет объем государственного долга в 13, 5 тысяч рублей на одного жителя области. Общий объем государственного долга на 1 июля 2016 года составлял 40, 448 млрд. рублей. Уровень долговой нагрузки составлял 40, 41 %, что ниже критического уровня. Долг по отношению к ВРП составляет 4,67%.

Пример Новосибирской области – яркий показатель того, что творилось со многими субъектами федерации в последние годы. Область резко наращивала долг, причем в основном за счет кредитов от банковских организаций. Столкнувшись с резким ростом государственного долга, вынуждена была замещать банковские кредиты бюджетными кредитами.

Рисунок 4. Динамика структуры государственного долга Новосибирской области. <http://www.nso.ru/page/2267>

<http://zsnso.ru/667/>

То есть первой причиной, которая привела к снижению доли государственных облигаций, стало их вытеснение коммерческими кредитами, доступ к которым регионам проще в силу меньшей прозрачности процедуры получения кредита по сравнению с выпуском публичного долга.

Вторая причина снижения доли государственных облигаций связана с тяжелым финансовым положением части регионов.

Согласно тем ограничениям, которые есть в Бюджетном кодексе, долг региона не должен превышать 100% доходов региона, а расходы на обслуживание долга не должны превышать 15% расходов региона.[[10]](#footnote-10) Отношение долга регионов на 1 января 2015 года к общему объему налоговых и неналоговых доходов составило 35,4%. Цифра сама по себе небольшая, но при этом надо учесть большую дифференциацию по регионам. Так, у 46 субъектов объем долга превысил более 50% доходов, у 26 субъектов более 79%. Очень большой уровень долга у республики Мордовия (121,1%, хотя эта доля упала с 172% за год), Костромской области. В аутсайдеры по уровню долга попали Республика Карелия, Смоленская область, Республика Северная Осетия- Алания, Ингушетия, Белгородская область, Республика Карачаево-Черкессия, Астраханская область.

Самый низкий долг (менее 10%) у таких субъектов федерации как Сахалинская область, Ненецкий автономный округ, Тюменская область, Санкт-Петербург, Алтайский край, Ханты-Мансийский округ Югра. При этом часть регионов (к примеру, Сахалинская область вообще не имеют долга).

По абсолютным размерам долга выделяются Москва - 161, 7 млрд., Московская область – 103,2 млрд., Краснодарский край – 136, 3 млрд. Ниже приведен абсолютный размер государственного долга у 10 наиболее развитых (по отношению ВРП на душу населения) регионов.

Рисунок 5. Государственный долг в млрд. рублей на конец 2014 года. Посчитано по данным Минфина

Кроме абсолютного размера долга, важно оценить относительный, который предполагает оценку уровня долговой нагрузки (отношение долга к доходам). Согласно нормативным требованиям, критический уровень составляет 50% от уровня доходов.

Рисунок 6. Уровень долговой нагрузки и критический уровень долговой нагрузки. Рассчитывается как отношение размера государственного долга региона по отношению к доходам без учета безвозмездных поступлений. На конец 2014 года. Критический уровень -50%. По данным Минфина Российской Федерации.

В рассмотренных регионах различная структура долга. Причем можно отметить, что структура долга сильно зависит от экономического и финансового положения региона.

В итоге возникает проблема. Регионы, имеющие устойчивое финансовое положение, профицит бюджета, не заинтересованы в привлечении публичного долга.

К примеру, очень своеобразная структура государственного долга в Тюменской области. Общий размер долга составляет всего 719, 4 млн. рублей, при этом 400 млн. рублей приходится на бюджетные кредиты, 319, 46 млн. приходится на государственные гарантии. В Тюменской области один из самых низких уровней государственного долга. Он составляет всего 0,029% (ниже только у Сахалинской области, у которой вообще отсутствует долг). По отношению к ВРП (без учета Ханты-Мансийского округа) долг составляет 0,3%. На 1 жителя области приходится 200 рублей государственного долга. Более того, в 2014 году произошло снижение уровня задолженности (на 46,8%), в то время как для остальных регионов характерен рост. Аналогичная картина в Ханты-Мансийском автономном округе, где произошло снижение долга на 96%, а на одного жителя приходится 9 тысяч рублей долга.

На 1 июля 2015 года, по данным Минфина, область имеет долг размером в 433,921 млн, из которых на государственные гарантии приходится 321, 3 приходится на бюджетные кредиты, 112, 6 – на государственные гарантии. Других форм задолженности нет.

Правительство области планирует увеличить объем государственного долга. В 2015 году – до 8 млрд. рублей, в 2016 – до 15,26 млрд., в 2017 – до 23,77 млрд. Такой рост показателей долговой нагрузки можно было бы назвать агрессивным, если бы не размер доходов бюджета Тюменской области.

Как видно из следующей диаграммы, рост государственного долга вполне соотносится с ростом доходов бюджета области ( даже если учесть их низкий размер роста). Несмотря на значительное потенциальное повышение размеров государственного долга, соотношение долга к доходам к 2017 году планируется на уровне 19,67%, что не представляет потенциальной угрозы.

Рисунок 6. Размер государственного долга и объем доходов Тюменской области (<http://admtyumen.ru/ogv_ru/finance/finance/bugjet.htm>)

Своеобразная структура государственного долга Тюменской области (большая доля государственных гарантий) связана с политикой руководства области, направленной на диверсификацию экономики, создание новых производств и рабочих мест в отраслях, не связанных с нефте и газодобычей. В 2015 область погасила все бюджетные кредиты и из видов государственного долга остались только государственные гарантии.

С другой стороны, есть регионы, у которых тяжелая экономическая ситуация прост не позволяет занимать на рынке публичных заимствований. Одна из самых тревожных ситуаций в области государственного долга у Краснодарского края. За последние 3 года публичный долг края вырос в 3 раза. На 1 июля 2015 года государственный долг достиг величины в 134, 894 млрд. Уровень долговой нагрузки составляет 75, 18% на начало 2015 года, что выше критических значений. Уровень долговой нагрузки на жителя области составил 25 тысяч рублей. По отношению к ВРП долг составляет 8,2%. Более того, в 2014 году регион нарастил долг на 9,79%. При этом размер долга, выраженного в государственных ценных бумагах, составляет 4,8 млрд. ( 4 выпуска погашением в 2015- 2017 годах), бюджетные кредиты составляют 65, 23 млрд., кредиты от банков – 52, 55 млрд., госгарантии – 12 млрд. Как и для всех регионов с критическим финансовым положением, самая большая доля заимствований приходится на коммерческие кредиты и бюджетные кредиты, наименьшая доля связана с государственными ценными бумагами.

Во многом тяжелое финансовое положение края облегчено бюджетными кредитами, сроки погашения которых растянуты с 2023 по 2032 год. В отличие от них погашение банковских кредитов предполагается с 2015 по 2019 год.

Ухудшает ситуацию с финансовым положением и крайне тяжелое положение с дефицитом бюджета. В 2014 году он составил 10,79%, абсолютное значение 11, 394 млрд. рублей.

С другой стороны, регионы, которые потенциально могли бы выходить на рынок публичных заимствований, используют бюджетные кредиты как наиболее дешевый способ привлечения заемных ресурсов.

К таковым относится, к примеру, республика Татарстан. По итогам 2014 года дефицит регионального бюджета составил 9, 6 млрд. рублей, что составляет 6% по отношению к собственным доходам, в 2015 дефицит планируется на уровне 8,5 млрд. (5,1%), а в 2016 году ожидается рост дефицита до 12,5 млрд. (7%).

Снижение доли государственных облигаций в общем объеме государственного долга субъектов федерации объясняется, наконец, снижением активности на рынке публичного долга регионов, которые долгое время были лидером по объемам размещений на российском рынке муниципальных облигаций. Это снижение произошло по целому ряду причин.

Очень высокий долг у Московской области – 103,11 млрд. Но учитывая доходы бюджета и ВРП области, долговая нагрузка не очень большая – 26,71%, что позволяет области наращивать объем государственного долга. На одного жителя области приходится размер долга в 14,5 тысяч рублей. В 2014 году долг увеличился на 30,25%. По отношению к ВРП долг составил 4,04%.

Рисунок 8. Абсолютная и относительная величина государственного долга Московской области (<http://ob.mosreg.ru/index.php/analiz-ispolneniya-byudzhetov-moskovskoj-oblasti/6-sravnenie-otdelnykh-pokazatelej-ispolneniya-byudzhetov-sub-ektov/fk-0001-0011-moskva>)

При этом у области нет государственных ценных бумаг, основной объем приходится на банковские кредиты – 64,1 млрд., на бюджетные кредиты – 38, 72, госгарантии – 0,29. Отсутствие государственных ценных бумаг связано с предыдущей историей. В свое время область благодаря агрессивному наращиванию государственного долга область оказалась на грани дефолта, и только государственная помощь спасла регион от банкротства.

Рисунок 9. Динамика структуры государственного долга Московской области (<http://ob.mosreg.ru/index.php/analiz-ispolneniya-byudzhetov-moskovskoj-oblasti/6-sravnenie-otdelnykh-pokazatelej-ispolneniya-byudzhetov-sub-ektov/fk-0001-0011-moskva>)

Интересна динамика государственного долга до 2013 года. Как известно, область после кризиса 2008 года находилась на грани дефолта. Как видно, в определенный момент размер государственного долга составлял 93% от доходов и если бы не государственная поддержка был бы объявлен дефолт.

Рисунок 10. Государственный долг Московской области в 2008-2013 годах. <http://ob.mosreg.ru/index.php/analiz-ispolneniya-byudzhetov-moskovskoj-oblasti/6-sravnenie-otdelnykh-pokazatelej-ispolneniya-byudzhetov-sub-ektov/fk-0001-0011-moskva>)

В 2014 году Московская область имела дефицит бюджета, превышающий критическое значение в 15%. На ноябрь 2014 года дефицит к доходам без учета безвозмездных поступлений составлял 20,77%. Больше уровень был только у Костромской области (29, 41%), Республики Хакасия (46,52%), Республики Тува (46,52%), Тамбовская области (27,93%), Бурятии (27,3%), Ставропольского и Забайкальского края (23,91 и 28,6%), Чечни(51,04%) и ряда других субъектов федерации.

Один из самых низких уровней долга в Санкт-Петербурге. На 01 июля 2015 года государственный долг составил 14,632 млрд. На одного жителя области приходится государственного долга на 2, 8 тысяч рублей. При этом верхний предел госдолга утвержден на уровне 54, 290 млрд. рублей.

Рисунок 11. Структура государственного долга Санкт-Петербурга (<http://fincom.spb.ru/comfin/acts/budjet.htm>)

При этом на гособлигации приходится 8, 86 млрд., 5, 77 млрд. приходится на бюджетные кредиты, нет задолженности по коммерческим кредитам и государственным гарантиям. В последние годы Правительство Петербурга проводило целенаправленную политику по снижению (относительному и абсолютному) госдолга. Так, в 2014 году объем долга снизился на 24,19%. И это при том, что Санкт-Петербург имеет один из самых низких показателей уровней государственного долга – 3,49%. Из приведенной таблицы видно, что размер государственного долга Санкт-Петербурга остается в последнее десятилетие на низком уровне. По отношению к ВРП города долг составляет 0,57%.

Рисунок 12. Государственный долг Санкт-Петербурга в процентах к доходам. <http://fincom.spb.ru/comfin/acts/budjet.htm>

В 2011-2013 произошел рост его абсолютного размера, но при этом относительный размер долга вырос не значительно.

Интересно, что при этом Правительство Санкт-Петербурга объявляет о планах существенно нарастить объем государственного долга в ближайшие годы. Если в последние годы происходило сокращение абсолютного размера государственного долга и его относительной величины, то согласно Бюджету, предполагается рост объемов государственного долга в 2015 до 78,57 млрд. руб.(19,9% от доходов), 120,573 млрд. (28,3%) в 2016 году, 156,56 млрд.руб. (34,1%) в 2017 году.

При этом предполагается, что в ближайшие годы дефицит бюджета будет уменьшаться. Тем не менее, в ближайшие три года предполагается сохранение дефицита бюджета.

Из приведенной таблицы видно, что основной упор Правительство Санкт-Петербурга делает на расширение выпуска государственных облигаций.

Аналогичная ситуация и с долгом Москвы. По Москве на 1 февраля 2015 года объем государственного долга составлял 165,73 млрд. рублей. Из них 111,25 приходилось на государственные облигации, 31,79 млрд. – на коммерческие кредиты, 21,53 – на бюджетные кредиты, 1,150 – на государственные гарантии.

Рисунок 13. Структура госдолга Москвы <http://budget.mos.ru/debt_index>

Отношение госдолга к расходам бюджета остается на достаточно низком уровне 14,9%. График погашения долга предполагает, что в 2015 году Москва должна выплатить 27,4 млрд, рублей, 2016 – 78, 2017 – 4,4 млрд., 2022 – 30 млрд. В последние пять лет происходит сокращение абсолютного и относительного размера государственного долга.

Рисунок 14. Госдолг Москвы в абсолютном и относительном выражении. <http://budget.mos.ru/debt_index>

На 1 мая 2015 года размер государственного долга составил 157 млрд. рублей ( при том что предельный уровень государственного долга установлен на уровне 250,5 млрд. рублей, на 2016 этот лимит составляет 293,3 млрд, на 2017 – 351,3 млрд., что позволит в случае ухудшения финансовой ситуации увеличивать заимствования). По отношению к ВРП долг составляет 1,35%.

Основная масса долга приходится на государственные облигации , при том, что их объем упал с 2010 года, когда он составлял 233, 89 млрд. (когда был достигнут максимальный объем обращающихся государственных облигаций Москвы) в 2 раза. Уменьшилась и величина коммерческих кредитов с 31,5 до 23,12 млрд. рублей, бюджетных кредитов с 31,787 до 21,511 (максимальный объем их составил в 2011 году 40.7 млрд. рублей).

Рисунок 14. Динамика госдолга Москвы и его структуры. <http://budget.mos.ru/debt_index>

Что касается плана заимствований, то согласно закону о бюджете предполагается наращивание объемов государственного долга. Установлен предельный государственного долга в размере 250, 47 млрд. рублей (верхний предел на 1 января 2016 года в размере 229,252 млрд.) на 2015 год, в размере 293, 252 млрд. на 2016 год, 351,297 млрд. на 2017 год. При этом после погашения валютного долга в 2016 году не предполагается заимствование в иностранной валюте.

При этом предполагается выпуск государственных ценных в 2015 году на сумму 112,747 млрд. (с учетом погашения государственных ценных бумаг на 22 млрд. и возврат бюджетных кредитов на сумму 1,494 млрд.). В 2016 года Москва планирует привлечь путем выпуска государственных облигаций 102,1 млрд. рублей, в 2017 -127,1 млрд. При этом в 2016 году город должен погасить государственных ценных бумаг на 36, 2 млрд. рублей, в 2017 – на 38,699 млрд. рублей и возвратить бюджетные кредиты на 30 млрд. рублей.

Из вышеприведенного анализа видно, что проведение консервативной долговой политики со стороны Москвы и Санкт-Петербурга привело к абсолютному сокращению объема государственных облигаций двух наиболее устойчивых в финансовом отношении регионов. А это в свою очередь снизило долю государственных облигаций в общем объеме государственного долга субъектов федерации.

При этом анализ показывает, что новых эмитентов, способных заменить прежних лидеров, на рынке не появляется в силу указанных выше причин (устойчивым регионам публичные заимствования ни к чему), а регионам со сложным финансовым положением выход на рынок публичного долга не представляется возможным.

**Число эмитентов. Новые размещения**

Проблемой рынка стало сокращение числа эмитентов муниципальных облигаций. Так, если на конец сентября 2006 года на рынке обращались облигации 53 эмитентов, то на 30 сентября 205 года только 44 эмитента. Как в вышеприведенных графиках, мы видим резкое снижение числа эмитентов в 2011-2012 году. Для сравнения, в США в 2010 г. было зарегистрированы 33850 выпусков муниципальных облигаций.

Рисунок 15. Число эмитентов муниципальных облигаций. ( по данным cbonds)

Выше уже описывались причины уменьшения числа новых эмитентов на рынке муниципальных облигаций.

Небольшой объем приходится и на рынок облигаций муниципальных образований. Как видно из ниже приведенного графика, объем этого рынка вообще не растет и колеблется около 12 млрд. рублей. В то время как общий объем государственного долга муниципальных образований составил на 30 сентября 2015 года 313 млрд. Это означает, что доля государственных облигаций в общем объеме долга муниципальных образований составила всего 4,06%. С чем связана такая низкая доля облигаций муниципальных образований? Этому несколько причин.

Первая связана с недостаточно четко отрегулированной системой финансовых взаимоотношений между муниципальным образованием и субъектом федерации, куда это муниципальное образование входит. Постоянно меняющийся порядок отчислений от муниципальных образований и трансфертов в обратную сторону делают очень сложной планирование финансов муниципального образования и рискованным покупку облигаций муниципального образования. С другой стороны, выпуски облигаций муниципальных образований как правило не предполагают выпуска бумаг на большую сумму. На 30 сентября 2015 года находятся выпуски бумаг администрации города Краснодара на 1, 100 млрд, три выпуска бумаг Волгограда на 3 млрд. рублей, Волжского на 1 млрд. бумаг Казани на 1 млрд., 3 выпуска облигаций Новосибирска на 9 млрд., Омска на 1 млрд., 2 выпуска Томска на 2 млрд. 7 эмитентов 11 выпусков. Средний объем выпуска составляет 1 млрд. рублей. На рынок бы потенциально могли выйти другие эмитенты, но небольшой объем эмиссии делает их выпуск непривлекательным. Чтобы решить эту проблему, достаточно создать агентство, которые могло бы выполнять функции по структурированию выпусков муниципальных ценных бумаг путем их объединения.

Рисунок 16. Объем рынка облигаций муниципальных образований ( в млрд. рублей) (по данным cbonds)

Годовые объемы новых размещений рублевых муниципальных облигаций в период 2007-2014 г. составляли в среднем 0,1%-0,2% ВВП, максимум фиксировался в 2009 г. – 0,5%.

Новые размещения муниципальных облигаций демонстрируют сезонность: полностью отсутствуют новые размещения в первом квартале года, что возможно объясняется сложной процедурой согласования размещения и администрирования процесса выпуска, максимум выпусков регистрируется в III и IV кварталах.

Рисунок 17. Объемы новых размещений муниципальных облигаций по месяцам ( в млрд. рублей).

Такая ситуация прослеживается и в 2015 году. Если в 1 квартал 2015 году новых эмиссий на рынке муниципальных облигаций не было, то, начиная с апреля по сентябрь, на рынке прошло 14 новых размещений на 65,35 млрд. рублей. При этом объем погашений составил 31,08 млрд. рублей. В 2014 г. самый большой объем эмиссии пришелся на Красноярский край (2 выпуска на 18,25 млрд. руб.), которому удалось занять 1 место в рейтинге внутренних эмитентов (муниципальный рынок) Cbonds, обеспечив 16,44% всей эмиссии муниципальных бумаг. Всего в 2014 г. было размещено 23 выпуска муниципальных облигаций на сумму 110,988 млрд. руб.

К концу сентября 2015 года на рынке обращалось 116 выпусков 44 эмитентов (включая субъектов федерации и муниципальных образований). При этом у 9 эмитентов, чьи бумаги обращаются на рынке, тройка крупнейших рейтинговых агентств отозвала рейтинг, а у одного эмитента приостановлен рейтинг. Для сравнения, в конце 2007 г. в обращении было 122 выпусков муниципальных облигаций 54 эмитентов.

При этом рынок остается высококонцентрированным. При этом самый большой объем эмиссии принадлежит Москве. По данным Cbonds, доля Москвы с 6 выпусками на общую cумму 185 млрд. составляет 26, 68% от общего объема государственных облигаций субъектов федерации и муниципальных образований. На долю трех крупнейших эмитентов (кроме Москвы включая Самарскую область и Красноярский край) приходится 44,29% общего объема всего объема размещенных государственных облигаций.

Дюрация рынка муниципальных облигаций, достигнув максимума осенью 2014 года, достаточно резко снизилась на фоне роста доходности и снижения цен. Так, произошло резкое снижение дюрации портфеля муниципальных облигаций (число дней до погашения с учетом выплат, которые совершает эмитент). Дюрация отражает длину тех денег, на которые может рассчитывать эмитент муниципальных облигаций. Как видно из приведенного ниже графика, дюрация муниципальных облигаций резко снизилась в конце 2014-начале 2015 года и не восстановилась до докризисного уровня.

Подобное снижение было логично, поскольку в условиях роста стоимости заемных ресурсов инвесторы предпочитали инвестиции в бумаги с более коротким сроком погашения.

**Структура инвесторов**

Во многом проблемы российского рынка муниципальных облигаций связаны со сложившейся структурой инвесторов на рынке.

По сравнению с рынком государственных облигаций доля нерезидентов в объеме торгов муниципальными облигациями составляла в 4 квартале 2014 года была меньше и составлял 12% ( на рынке государственных облигаций 30%). Возможно, столь невысокая доля нерезидентов на рынках корпоративных и муниципальных облигаций связана с нежеланием нерезидентов брать на себя кредитные риски регионов и российских компаний. Тем более, на рынке корпоративных облигаций у нерезидентов есть альтернатива в виде рынка еврооблигаций российских эмитентов, где для них еще отсутствует валютный риск. Более того, к примеру, на рынке муниципальных облигаций доля нерезидентов с 1 квартала 2012 снизилась с 20% до 12% к концу 2014 года. Очевидно, это реакция на снижение доли на рынке таких надежных эмитентов как Москва и Санкт-Петербург (которые существенно сократили объемы выпуска муниципальных облигаций). Интересно отметить более высокую долю на этом сегменте рынка управляющих компаний (доверительные управляющие) и более высокую доля физических лиц. валютный риск. Более того, к примеру, на рынке муниципальных облигаций доля нерезидентов с 1 квартала 2012 снизилась с 20% до 12% к концу 2014 года. Для сравнения интересно сравнить структуру инвесторов на рынке муниципальных облигаций со структурой инвесторов на рынке муниципальных облигаций США.

Рисунок 23. Структура инвесторов на вторичных торгах муниципальными облигациями ( 4 квартал 2014 года) (по данным Московской биржи)

Структура инвесторов на рынке муниципальных облигаций наиболее сильно отличается от российской в США.

Рисунок 24. Структура инвесторов на рынке муниципальных облигаций США в 1 квартале 2015 года [[11]](#footnote-11)

Согласно данным статистике SIFMA, самую большую долю в структуре владения американскими муниципальными облигациями занимают две группы инвесторов – домохозяйства и взаимные фонды, инвестирующие именно в муниципальные ценные бумаги. Наоборот, к примеру, доля коммерческих банков во владении американскими муниципальными облигациями в последнее десятилетие резко снижается. Связано это с двумя факторами, первый из них – фискальный. Муниципальные облигации, как правило, имеют налоговые льготы. Но эти льготы распространяются на резидентов штата, округа, муниципального образования (под них не попадают многофилиальные банки). Второй фактор объясняет популярность муниципальных облигаций среди частных инвесторов. Кроме налогового фактора, это связано с тем, облигации выпускаются под конкретные проекты, в реализации и необходимости которых заинтересовано прежде всего население данного штата и муниципального образования.

**Недостаток инструментов на рынке муниципальных облигаций**

На российском рынке муниципальных облигаций не хватает широкого набора инструментов. Так, в частности, Ленинградская область пыталась выпустить инфраструктурные облигации. Однако выпуск таких облигаций не удался. Проблема эмиссии этих бумаг связана с тем, что Бюджетный кодекс запрещает привлекать займы под конкретные цели. Расходы бюджета не могут быть увязаны с определенными доходами и источниками финансирования. Пока бюджетный кодекс запрещает выпуск инфраструктурных облигаций, размещение региональных инфраструктурных облигаций возможно при государственных гарантиях субъекта федерации. Но у инвесторов возникнет вопрос о том, насколько эти гарантии будут выполнены в случае возникновения дефолта.

Кроме того, на российском рынке муниципальных облигаций отсутствует выпуск облигаций целевого назначения (в силу тех ограничений, которые есть в Бюджетном Кодексе). К примеру, на американском рынке муниципальных облигаций по объему выпуска в порядке убывания идут бумаги, предназначенные для реализации проектов в области образования, здравоохранения, жилищного строительства, свободные от налогов (Tax-Revenue), транспортного обеспечения, коммунального хозяйства.

**Проблемы и перспективы российского рынка муниципальных облигаций**

Учитывая стоимость заимствований, можно говорить о предпочтительности бюджетных кредитов для регионов(более длинные сроки и низкие процентные ставки). Но, оценивая крайне тяжелую ситуацию во многих российских регионов и дефицит федерального бюджета, нет оснований рассчитывать на получение бюджетных кредитов для сильных экономических регионов (таких как Москва и Санкт-Петербург).

Сравнивая с другими анализируемыми субъектами федерации, можно отметить, что меньшая или сопоставимая долговая нагрузка есть у Ленинградской области, Санкт-Петербурга и Тюменской области. Однако при этом, учитывая рейтинги, стоимость обслуживания долга, возможность выхода на рынки, Москва и Санкт-Петербург имеет наибольший потенциал для расширения заимствований на открытом рынке. У Москвы есть потенциал для увеличения долговой нагрузки без угрозы ухудшения ситуации. Проведенный анализ регионов показывает, что кроме критического уровня (50% государственного долга региона по отношению к доходам), проблемы могут возникать у регионов после пересечения отметки в 40% при текущем уровне расходов на обслуживание государственного долга и 35-40% при вероятности роста расходов на обслуживание государственного долга. Отсюда можно сделать вывод, что учитывая крайне нестабильную обстановку на финансовом рынке России, предполагая возможность очередного повышения стоимости заимствований на рынке, критической чертой, за которой могут начаться проблемы, связанные с обслуживание государственного долга, является уровень в 30-35% по отношению к доходам региона.

Кроме того, надо учитывать и то, что, как показал анализ планов других регионов и общий настрой относительно ухудшения экономического положения и возможного уменьшения доходной базы в связи с замедлением темпов экономического роста, падением доходов населения, возможно увеличение заимствований со стороны других регионов. Почти у всех у них есть планы по выходу на рынок государственных облигаций (даже у тех, кто никогда на этот рынок не выходил, к примеру, Тюменская область). Это может создать излишнее предложение ценных бумаг на рынке и привести к росту доходности и увеличению стоимости заимствований для эмитента.

Другой стороной принятия решения об увеличении объемов заимствований должен быть вопрос об уровне расходов на обслуживание государственного долга. На сегодняшний день для большинства регионов уровень не представляет угрозы для ухудшения финансового положения города. Однако надо учесть, что расходы на обслуживание государственного долга будут существенно зависеть от ситуации на долговом и денежном рынках России. В случае продолжения тенденции к замедлению инфляции, снижения ключевой ставки Центрального банка и падения рыночных процентных ставок предполагается и дальнейшее снижение доходности на рынке муниципальных облигаций, и понижение ставок по коммерческим кредитам. В этом случае рост расходов на обслуживание государственного долга будет ограниченным.

Совсем по-другому будет выглядеть ситуация в случае ухудшения ситуации, падения нефтяных цен и цен черных и цветных металлов, роста курса доллара и возможного повышения процентных ставок. В этом случае возможен рост уровня расходов на обслуживание государственного долга даже при незначительном увеличении объемов заимствований.

Что касается структуры государственного долга, можно обратить внимание, что эта структура носит более рыночный характер (больше доля государственных облигаций) для регионов с сильной экономикой и хорошим финансовым положением (Исключением является Тюменская область, где нет государственных облигаций). Москва, как и Санкт-Петербург, имеют существенное преимущество перед другими регионами (более высокий рейтинг и опыт управления долгом на рынке).

Выбор в пользу размещения государственных облигаций или привлечения банковских кредитов зависит от процентных ставок (которые на облигационном рынке, как правило, ниже) и сроков (дюрации), которые характерны для банковских кредитов и муниципальных облигаций.

Проблемами российского рынка муниципальных облигаций является малое число эмитентов, небольшой объем рынка, неопределенность во взаимоотношениях между Центром и регионами, регионами и муниципальными образованиями. Более четко определенные «правила игры» позволят увеличить объем этого рынка, его глубину, привлекут на рынок новых инвесторов. Развитие этого рынка (как и других сегментов облигационного рынка) сильно зависит от формирования в России института институциональных инвесторов (сохранения накопительной системы, изменение портфелей пенсионных фондов в сторону облигаций и акций, развитие паевых облигационных фондов). Для подключения к рынку средних и небольших эмитентов целесообразным видится создание агентства развития. Глубину российского рынка муниципальных бумаг можно было бы расширить за счет появления новых долговых инструментов (инфраструктурных облигаций регионов и других).

Список литературы и источники информации

1. Агентство S&P. Is The Russian State Supportive Enough to Prevent Regional Goverments Defaults in 2015? 4 июня 2015 *Credit FAQ: Is the Russian State Supportive Enough to Prevent Regional Government Defaults in 2015?* — http://www.alacrastore.com/s-and-pcredit-
2. research/Credit-FAQ-Is-The-Russian-State-Supportive-Enough-To-Prevent-Regional-Government-Defaults-In-2015-1402246.
3. Fitch: замедление роста налоговых доходов негативно скажется на бюджетах российских регионов. — http://www.fitchratings.ru/ru/rws/press-release.html?report\_id=989584.
4. SIFMA. SIFMA US Quarterly Highlights 3Q’15
5. SIFMA Research, October 08, 2015
6. Социальные расходы в России: федеральный и региональные бюджеты. Зубаревич Н.А, Горина Е.А. Центр анализа доходов и уровня жизни Института управления социальными процессами НИУ ВШЭ. 03 2015 Зубаревич Н.А., Горина Е.А. Социальные расходы в России: федеральный и региональные бюджеты. — https://www.hse.ru/data/2015/05/20/1097292445/Выпуск%203.pdf.
7. Ведомости. Возможны ли в России дефолты регионов? 15 июня 2016 года <http://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2015/06/09/595738-vozmozhni-li-v-rossii-defoltiregionov>.
8. Столяров А.И. Тенденции в развитии государственного долга субъектов федерации и муниципальных образований\\Управление корпоративными финансами, № 5-6. с. 308-327.

Данные по источникам информации

1. *Cbonds*. — <http://ru.cbonds.info>.
2. Консолидированные бюджеты субъектов Российской Федерации и бюджетов территориальных государственных внебюджетныхфондов. — <http://www.roskazna.ru/ispolnenie-byudzhetov/konsolidirovannye-byudzhety-subektov/>.
3. Министерство финансов РФ http://www.minfin.ru/ru/perfomance/public\_debt/subdbt/
4. Аналитическая информация по государственному долгу НСО. — http://www.mfnso.nso.ru/page/468.
5. Информация по бюджету Санкт-Петербурга. Бюджет для граждан 2015 (первоначально утвержденный бюджет). — http://www.fincom.spb.ru/cf/activity/opendata/budget\_for\_people/details.htm?id=10272316@cmsArticle.
6. Бюджетные показатели и государственный долг Москвы. — http://budget.mos.ru/debt\_index.
7. Государственный долг Республики Татарстан. — http://minfin.tatarstan.ru/rus/gosudarstvenniy-dolg-respubliki-tatarstan.htm.
8. Динамика государственного долга Московской области. —http://ob.mosreg.ru/index.php/analiz-ispolneniya-byudzhetov-moskovskoj-oblasti/6-sravnenie-otdelnykh-pokazatelej-ispolneniya-byudzhetov-sub-ektov/fk-0001-0011-moskva
9. Государственный долг Тюменской области http://admtyumen.ru/ogv\_ru/finance/finance/bugjet.htm
10. Динамика государственного долга Санкт-Петербурга. — <http://www.fincom.spb.ru/cf/activity/gos_dolg/analitics/grafs/dynamics.htm>. http://fincom.spb.ru/comfin/acts/budjet.htm
11. Новосибирская область http://www.nso.ru/page/2267 http://zsnso.ru/667/

1. Расчеты автора, Лаборатории анализа финансовых рынков по данным cbonds. [↑](#footnote-ref-1)
2. SIFMA. SIFMA US Quarterly Highlights 3Q’15

   SIFMA Research, October 08, 2015 [↑](#footnote-ref-2)
3. <http://www.minfin.ru/ru/perfomance/public_debt/subdbt/#ixzz3oqkgcQq8> [↑](#footnote-ref-3)
4. Социальные расходы в России: федеральный и региональные бюджеты. Зубаревич Н.А, Горина Е.А. Центр анализа доходов и уровня жизни Института управления социальными процессами НИУ ВШЭ. 03 2015 [↑](#footnote-ref-4)
5. Возможны ли в России дефолты регионов. — http://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2015/06/09/595738-vozmozhni-li-v-rossii-defoltiregionov. [↑](#footnote-ref-5)
6. http://www.minfin.ru/ru/perfomance/public\_debt/subdbt/#ixzz3oqkgcQq8 [↑](#footnote-ref-6)
7. <http://www.minfin.ru/ru/perfomance/public_debt/subdbt/#ixzz3oqkgcQq8> [↑](#footnote-ref-7)
8. <http://ob.mosreg.ru/index.php/analiz-ispolneniya-byudzhetov-moskovskoj-oblasti/6-sravnenie-otdelnykh-pokazatelej-ispolneniya-byudzhetov-sub-ektov/fk-0001-0011-moskva> [↑](#footnote-ref-8)
9. РБК. 10 июня 2015 года [↑](#footnote-ref-9)
10. Обсуждается вопрос ужесточения этих норм. [↑](#footnote-ref-10)
11. SIFMA. US Municipal Securities Holders. Q1 2015 [↑](#footnote-ref-11)