



◀ **Антон ТАБАХ,**
кандидат экономических наук,
старший экономист,
Институт энергетики и финансов

Раздача слонов

Заявленные в середине мая намерения Президента РФ и Минфина по снижению темпов роста долга регионов, совпавшие с внешним шоком для рынка облигаций, скорее всего, негативно скажутся на динамике рынка субфедерального долга, но несколько улучшат качество эмитентов.

В начале мая Кремль в очередной раз обратил внимание на проблему растущих региональных долгов. В результате роста расходов на зарплаты бюджетникам (326 млрд руб. в 2013 году), а также замедления сбора налогов и снижения трансфертов из федерального бюджета регионы стали наращивать заимствования в банках и на облигационном рынке. Даже Москва, три года не бравшая в долг, была вынуждена снова выйти на рынок для финансирования капитальных расходов.

Согласно директивам администрации президента, правительство до 1 августа 2014 года должно решить, как снизить процентные ставки по кредитам, а также дать предложения по поводу полной или частичной замены рыночных кредитов регионов бюджетными. Во избежание роста долгов в будущем предложено установить максимальную планку по уровню долгов и продлить срок возврата кредитов, которые субъекты получили из федерального бюджета до 1 января 2014 года. Уже через несколько дней было объявлено о том, что Минфин предлагает увеличить размер бюджет-

ных кредитов на 100 млрд руб. (до 180 млрд руб.) и договорился о программе финансирования регионов через Сбербанк, Банк ВТБ и Россельхозбанк по ставкам не выше ключевой ставки ЦБ + 1% (на 26 мая 2014 года 8.75% годовых).

В теории все это выглядит как забота о стабильности регионов и вызывает надежду на предстоящую раздачу слонов из федерального бюджета. Ослабевший рубль дал возможность увеличить трансферты и выдаваемые бюджетные кредиты (их предлагают по ставкам в 1/4 от ключевой процентной ставки ЦБ, но, по заявлениям министра финансов, ее могут опустить до 1% годовых), являющиеся мечтой любой региональной администрации. Хотя кредиты и трансферты в последние годы стали преимущественно целевыми, регионам разрешили оставить у себя неиспользованные межбюджетные трансферты, если по ним есть принятые обязательства.

Вероятно, реальность будет значительно менее радужной, поскольку долги растут не сами по себе, равно как и уровень долга не показывает наличие проблемы. Ее создают короткий срок



КРУПНЫЕ СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ ЗАЕМЩИКИ ПОНИМАЮТ, ЧТО «СИЛАЧАМ» ПОМОГУТ В ПОСЛЕДНЮЮ ОЧЕРЕДЬ, МАЛЕНЬКИЕ И СЛАБЫЕ — В ПРИОРИТЕТЕ

долга, высокий уровень предстоящих погашений и высокие процентные ставки. Во время прошлого бюджетного кризиса в 2008–2010 годах основными бенефициарами федеральной помощи были либо самые слабые регионы, не присутствовавшие на публичном долговом рынке, либо субъекты, занятые подготовкой к мероприятиям федерального значения, — Краснодарский край и Татарстан. Регионы со средним кредитным качеством, способные занять на рынке пусть даже по высоким ставкам, получали существенно меньше бюджетных кредитов относительно размеров своих расходов, и их долг продолжал расти.

Первое размещение регионального долга в этом году состоялось 20 мая — на рынок вышел Красноярский край (сильный, ВВ+, но с изрядно потрепанным бюджетом) с займом 10 млрд руб., доходностью 11.7% годовых, что на 3.6 п.п. выше, чем в сентябре прошлого года. О выпуске объявила и Республика Марий-Эл. Несмотря на обещанные «пряники», следует ожидать выхода на рынок в самое ближайшее время еще нескольких крупных регионов по ставкам, еще год назад считавшимся ростовщическими. Это показывает, насколько срочно им нужны финансовые ресурсы, однако крупные субъекты, способные привлечь средства, не активно рассчитывают на быструю федеральную помощь.

Скорее всего, и в нынешнем году политические факторы и лоббистские возможности будут едва ли не более значимыми, чем напряженность ситуации с долгами регионов. Минфин стал более щедрым, но эта щедрость весьма и весьма умеренная.

Крупные субфедеральные заемщики понимают, что ослабевшим «силачам» помогут в последнюю очередь, маленькие и слабые — в приоритете.

Регламентация действий регионов в бюджетной сфере в последние годы усилилась многократно, и если в таких условиях долг растет, то причина кроется в несбалансированности доходов, нефинансируемых мандатах от федеральных властей (отмена которых была аргументом за монетизацию льгот в далеком 2005 году). Изменения налоговой политики скорее направлены против субфедов, а больших стимулов развивать собственную доходную базу у них не так много — стратегические инвестиции и многочисленные «дорожные карты» принесли результат только тем регионам, развитием которых власти активно занимались и раньше. Более того, опережающий рост долга нередко является необходимым для создания инфраструктуры, и новые ограничения свяжут руки не самым пассивным, а самым активным и инновационным губернаторам и мэрам.

Усиление проблем региональных бюджетов совпало с ростом процентных ставок на рынке банковских и облигационных кредитов и сужением инвестиционного спроса на субфедеральные облигации. Реальные меры по улучшению региональных финансов известны давно — изменения в налоговой системе (в том числе и рост популярного налога на недвижимость), стимулы для роста налоговой базы, расширение свободы. Точечные госгарантии также полезный инструмент, но повышение срочности заимствований и снижение ставок рыночными методами едва ли не более эффективно.

При ожидаемых погашениях долга (не только облигаций) на 430 млрд руб. льготные средства заместят часть ресурсов, которые планировалось привлечь с рынка. Регионы с рейтингом В+ и ниже, скорее всего, смогут рассчитывать на помощь, а вот более крупные субъекты сократят заимствования, но вынуждены будут комбинировать дешевые и дефицитные деньги от федерального правительства, более дорогие кредиты от Сбербанка и ВТБ (ограниченные лимитами на регионы) и облигации. Думаю, мы увидим сокращение дюрации и рост спредов по сравнению с золотым 2013 годом. ☺



МИНФИН ПРЕДЛАГАЕТ УВЕЛИЧИТЬ РАЗМЕР БЮДЖЕТНЫХ КРЕДИТОВ ДО 180 МЛРД РУБ.