



◀ **Антон ТАБАХ,**
кандидат экономических наук,
старший аналитик по долговым
инструментам, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Дарья АНДРЕЕВА, ▶
аналитик, Центр
фискальной политики



Эпопея на рынке субфедерального долга: продолжение следует

В первые 10 месяцев 2013 года объем проведенных и заявленных размещений субфедеральных и муниципальных облигаций составил 117.8 млрд руб.¹ Ожидается, что по итогам года рынок расширится до 160 млрд руб., а с учетом размещений Москвы — на сумму как минимум 80 млрд руб. (к настоящему моменту размещено 27 млрд руб.), объем рынка регионального долга к концу года должен и вовсе достигнуть 240 млрд руб.

ГЛАВНЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ И ТЕНДЕНЦИИ

Основным драйвером стремительного роста регионального и муниципального долга является сочетание трех факторов: сложная бюджетная ситуация в подавляющем большинстве регионов, изменение политики Минфина, который не борется с возникновением долга, но ориентирует регионы на его финансирование через рыночные инструменты, а также регуляторные меры на долговом рынке (благоприятное отношение ЦБ РФ к субфедеральным облигациям при расчете достаточности банковского капитала и либерализация доступа для нерезидентов в этот сегмент рынка).

На мировом рынке субфедеральный долг также оказался в фокусе инвесторов. Кризис в Испании больно ударил по долгам провинций

(которые активно занимали в рамках децентрализованной бюджетной системы страны), а банкротство Детройта с объемом реструктуризации в \$18 млрд и бюджетные кризисы в Иллинойсе и Калифорнии поставили вопрос о долгосрочной устойчивости американского муниципального рынка. России пока далеко до проблем стран с развитыми рынками муниципальных облигаций и застарелыми проблемами муниципальных финансов — наш рынок переживает бурный рост в силу сложившихся внешних обстоятельств и динамики бюджетных показателей.

РАСХОДЫ РЕГИОНАЛЬНЫХ БЮДЖЕТОВ БУДУТ РАСТИ

Исполнение бюджетов в большинстве регионов в 2012 году было достаточно благополучным, но в 2013 году они столкнулись с определен-

ными сложностями. Прогнозы на 2014–2015 годы более оптимистичны, но их реализация на фоне «бюджетного маневра» вызывает вопросы.

Рост доходов сконцентрирован в некоторых сырьевых регионах либо в субъектах, получающих повышенные трансферты из федерального бюджета на подготовку мероприятий федерального значения (завершившиеся саммит АТЭС и «Универсиада», Олимпиада–2014). В текущем году на фоне замедления темпов роста экономики страны, менее активной индексации пенсий и заработной платы, в том числе в бюджетном секторе, собираемость налогов на прибыль и на доходы физических лиц, составляющих основу региональных бюджетов, растет меньшими темпа-

¹ По данным на 27.09.2013.

ми, чем в 2010–2012 годах. За 9 месяцев 2013 года рост поступлений по налогу на прибыль зафиксирован лишь в 13 регионах, в которых в большинстве случаев он был обусловлен эффектом низкой базы.

Спад поступлений по налогу на прибыль в некоторых регионах спровоцировали вступившие в силу поправки в Налоговый кодекс, в соответствии с которыми введено понятие «консолидированная группа налогоплательщиков», устанавливающее перераспределение налога на прибыль по субъектам РФ пропорционально производственной базе (стоимости основных средств) и численности работников.

Изменения в порядке взимания налога на прибыль нанесли существенный урон бюджету столицы и регионов с высокой долей поступлений в бюджет от нефтегазовой отрасли и металлургии.

Хотя относительно низкая инфляция в 2012–2013 годах привела к удержанию расходов в пределах утвержденных ассигнований, сокращение федеральных трансфертов ударило по регионам, не вовлеченным в крупные имиджевые проекты.

Однако в текущем году программа реализации майских указов Президента России, направленных на увеличение доходов в бюджетном секторе, уже привела к росту расходной части бюджета либо к оптимизации капитальных и социальных расходов.

Следует отметить, что бюджеты имеют существенно меньшую гибкость, чем во время кризиса 2008–2009 годов. В частности, большинство трансфертов из федерального бюджета стали целевыми и не могут быть направлены на перекрытие бюджетных дыр. При этом погашение бюджетных кредитов и краткосрочного долга остается острой проблемой для региональных администраций.

Политика федеральных властей по вопросу финансирования регионального долга также изменилась. Если в прошлые годы Минфин стремился к ограничению долга, но тем не менее продолжал оставаться источником льготных кредитов для субъектов РФ, то сокращение дополнительных средств в федеральном бюджете и рост федеральных расходов сделали рыночный долг регионов приоритетным.

Для самих регионов такая ситуация оказалась двоякой: с одной стороны, исчез основной источник дешевых денег, с другой — стало меньше преград при выпуске облигационных займов.

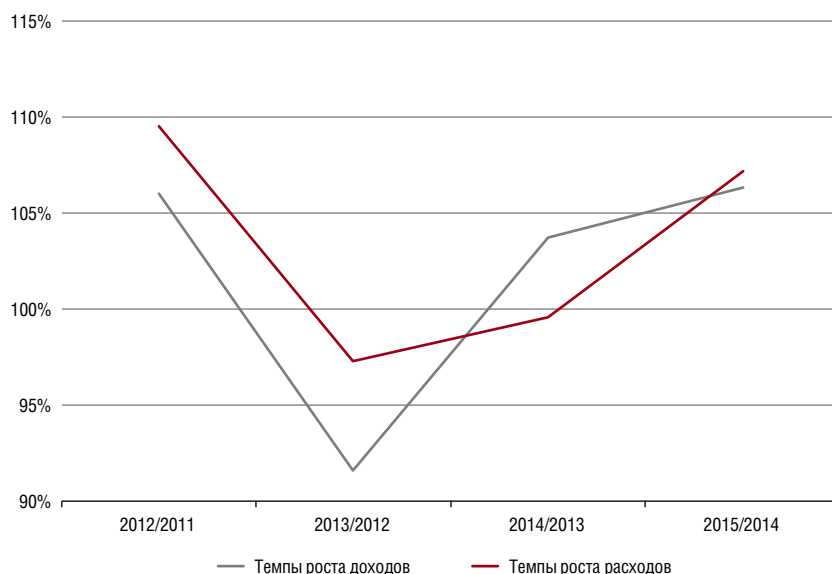


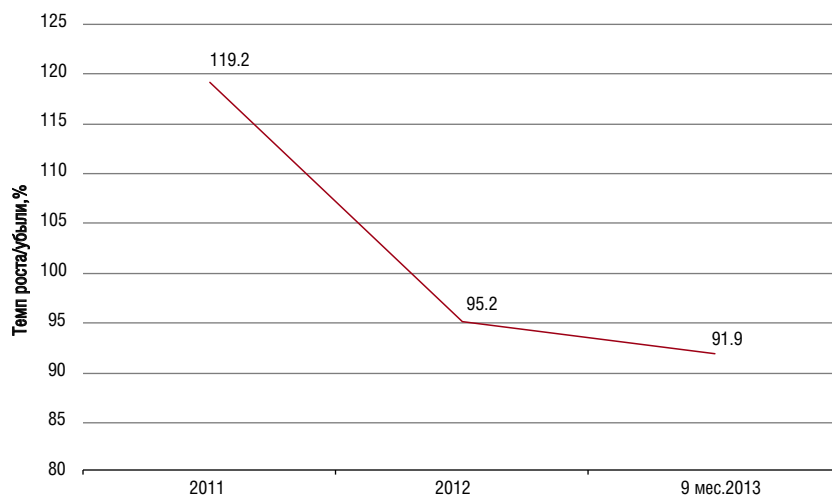
Рисунок 1
Темпы роста расходов и доходов региональных бюджетов

Правда, в ближайшие годы не стоит ожидать маневров в этой области. Несмотря на то что в 2011 году был объявлен курс на децентрализацию, пока федеральный контроль за финансовой политикой регионов не ослаб, и мы наблюдаем доминирование целевых трансфертов, которые будут предоставляться на реализацию федеральных программ. Активное обсуждение возможных изменений в налоговой политике, в том числе в отношении регионов, вряд ли приведет к немедленным результатам.

СИТУАЦИЯ БЛАГОПРИЯТСТВУЕТ СУБФЕДЕРАЛЬНЫМ БУМАГАМ

Выбор между облигациями и банковскими кредитами в последний год все чаще решается в пользу долговых бумаг. Во-первых, новый порядок расчета достаточности капитала повысил привлекательность субфедеральных бумаг по

Рисунок 2
Темпы роста налоговых поступлений в региональных бюджетах



Вид налога	Доля в доходах бюджета, %			Темп роста, %	
	2011	2012	9 мес. 2013	2012/2011	2013/2012
Налог на прибыль	29.4	28.7	24.9	96	82.7
НДФЛ	21.8	23.4	25.8	114	110.7

Таблица 1
Темпы роста
налоговых поступлений
в региональные бюджеты

Таблица 2
Темпы роста поступлений
налога на прибыль
в региональные бюджеты

Регион	Темп роста поступлений по налогу на прибыль, %
Нижегородская область	93.8
Пермский край	82.8
Москва	80.7
Белгородская область	67.9
Кемеровская область	61
Тюменская область	60.2
Вологодская область	55.3
Ямало-Ненецкий АО	44.1

сравнению с корпоративными облигациями сопоставимого качества. В отсутствие необходимости создавать дополнительные резервы при сохранении льготных условий допуска в Ломбардный лист ЦБ РФ возрос аппетит банков к субфедеральным бумагам. Падение доходностей по ОФЗ в результате либерализации рынка, частично отыгранное в последние три месяца, также повысило спрос на субфедеральные бумаги со сниженным риском, особенно среди эмитентов с рейтингами, близкими к су-

возможно, хотя такие истории успеха, как Костромская область, снизившая долговую нагрузку и имеющая хороший шанс на переход в категорию ВВ— на отрезке в год, — свершившийся факт.

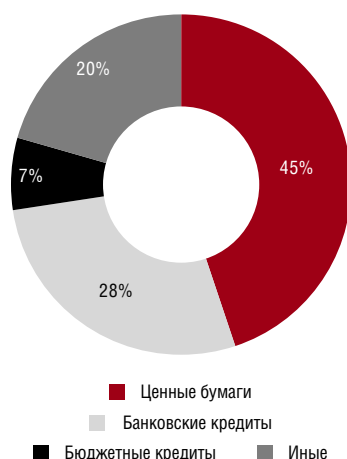
В 2012 году на рынок вышло 23 региона и еще два доразместили остатки выпусков 2011 года. Опытные и качественные заемщики с длительной кредитной историей и преимущественно рыночным долгом в основном проводили политику поддержания уровня долговой нагрузки и замещения погашаемых бюджетных кредитов рыночными заимствованиями. В 2012 году на рынок вернулись долго отсутствовавшие на нем Липецкая, Белгородская, Томская и Тульская области, Санкт-Петербург. На 26 октября 2013 года уже состоялись выпуски или доразмещения 22 регионов и муниципалитетов, а традиционно наиболее активный период в нашем сегменте рынка — октябрь-декабрь. Полный список дебютантов этого года, вероятно, еще не закрыт, но успешное размещение Мордовии и возвращение на рынок Новосибирской области уже стало событием.

ТРИ ИСТОЧНИКА РОСТА

Главной загадкой пока остаются планы Москвы по размещению облигаций. Хотя бюджет предусматривает выпуск облигаций на 156 млрд руб. для рефинансирования долга и покрытия, исполнение бюджета не требует столь значимых заимствований. Июньское размещение на 20 млрд руб. было тестированием рынка и показало, что город может позволить себе жесткость, как было на аукционе в начале октября. На октябрь-декабрь заявлено размещение бумаг на 160 млрд руб., но, скорее всего, фактический объем составит около 40 млрд руб.

Московская область, существенно сократившая долг в 2009–2012 годах, вряд ли выйдет на рынок, в отличие от Санкт-Петербурга. Наиболее значимыми эмитентами, которые предлагают адекватные спреды к ОФЗ при относительно высокой вероятности поддержки со стороны федерального бюджета, останутся регионы с рейтингами ВВ+/ВВ/ВВ—. Список лидеров 2014 года, скорее всего, не изменится: Москва, Красноярский край (в последние годы — крупнейший эмитент), Краснодарский край, Нижегородская и Самарская области. В настоящий момент спреды по всем категориям эмитентов сжались, но в 2014 году может восстановиться опре-

Рисунок 3
Структура долга субъектов
РФ в 2009 г.



веренному, и, в свою очередь, позволило удлинить сроки заимствований. Если в 2012 году средняя дюрация региональных облигаций составляла 2.5 года, то по выпускам этого года она растянулась до 3.6 года (без учета Москвы, целенаправленно выпустившей краткосрочные бумаги). Либерализация допуска нерезидентов к рынку субфедерального долга затронула только первоклассных эмитентов, но сдвинула спрос резидентов в менее качественные бумаги и привела к «сплющиванию» доходностей.

Кредитные рейтинги вряд ли будут оказывать серьезное влияние на рост рынка. Волна массового повышения рейтингов 2011–2012 годов в основном исчерпала себя. В 2013 году мы наблюдали и ожидаем точечных повышений рейтингов регионов, отставших от улучшившихся финансовых показателей (наиболее яркий пример — Московская область), либо крупных эмитентов, таких как Татарстан и Республика Саха, занявших место в «суверенном клубе» регионов с рейтингами на уровне страны. Снижение рейтингов регионов, испытывающих серьезные трудности с исполнением бюджета, особенно в сегменте В, также

деленная дискриминация более слабых субфедеральных эмитентов с более широкими спредами к качественным бумагам.

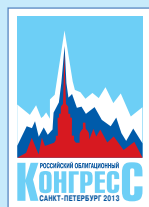
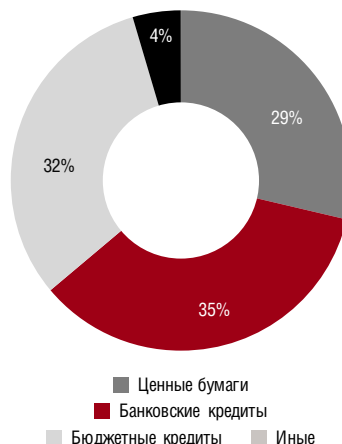
Поскольку ликвидность на рынке остается невысокой, а доходности по ОФЗ существенно упали по совокупности причин, размещение облигаций по-прежнему выгодно и для регионов, и для инвесторов. Мы не ожидаем, что увеличение объема рынка субфедеральных облигаций приведет к структурным перекосам — долговая нагрузка регионов растет умеренными темпами, объем предложения не избыточен. Одной из проблем рынка является сезонность (в частности, отсутствие первичных размещений в первом квартале, связанное с требованиями регулятора к регистрации выпусков). Однако возобновилась практика выпусков (Томская, Воронежская, Рязанская области), размещаемых частично в конце года и предлагаемых рынку в первом полугодии следующего года.

Еще одним источником роста субфедерального рынка в конце этого года и в следующем году могут стать

города (выпуск Новосибирска объемом 5 млрд руб. в конце июля оказался одним из наиболее интересных в этом году). Регионы, предпочитающие не наращивать рыночный долг сами (Татарстан), могут выйти на рынок столицы региона. Казань, Уфа и Самара являются очевидными кандидатами.

Деятельность федеральных властей по стимулированию выпуска инфраструктурных облигаций также стала приносить свои плоды. Только в феврале на рынок вышли ЮУ КЖСИ (дочерняя структура Челябинской области) и «РИФ-Инвест» (дочерняя структура Республики Саха). С учетом необходимости привлекать средства в проекты развития, а также возможности для инвесторов получить дополнительную премию инфраструктурные облигации с региональной гарантией могут стать привлекательным инструментом и «хитом» 2014 года. Однако вопрос качества гарантий по региональному долгу, остро вставший в 2008 году по рекомендованным Московской областью бумагам, требует дополнительной проработки. ©

Рисунок 4
Структура долга субъектов РФ в 2013 г.



XI Российский облигационный конгресс

5–6 декабря 2013, Санкт-Петербург, гостиница Holiday Inn Московские Ворота

Конференция проводится с 2003 года и является крупнейшей в России конференцией в области рынка долговых ценных бумаг и одним из крупнейших мероприятий в области финансовых рынков.

Организатор:



Генеральные спонсоры:



Официальные партнеры:



Спонсоры:



Спонсор вечера в Paulaner:



Спонсор секции:



При участии:



Программа, спонсорство:

Юрий Павлов
pavlov@cbonds.info
Телефон: +7 (812) 336-97-21 *121

Участие:

Елена Мокрицкая
elena@cbonds.info
Телефон: +7 (812) 336-97-21 *104

www.cbonds-congress.com