Александр Полютов,
аналитик, отдел анализа эмитентов, НОМОС-БАНК

ДОЛГ на вырост

ЛИШИВШИСЬ В КРИЗИС ЛЬВИНОЙ ДОЛИ НАЛОГОВЫХ ДОХОДОВ И ИСПЫТАВ ОСТРУЮ ПОТРЕБНОСТЬ В ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВАХ НА ПОКРЫТИЕ ДЕФИЦИТА И РЕФИНАНСИРОВАНИЕ ДОЛГОВ, РЕГИОНЫ НА ПРОТЯЖЕНИИ ВСЕГО ГОДА ЖДАЛИ УДОБНОГО СЛУЧАЯ ДЛЯ ВЫХОДА НА РЫНОК КАПИТАЛА. ОПТИМАЛЬНЫМ ДЛЯ РАЗМЕЩЕНИЯ СТАЛ КОНЕЦ ГОДА, КОГДА СИТУАЦИЯ С ЛИКВИДНОСТЬЮ НОРМАЛИЗОВАЛАСЬ, А ПОЭТАПНОЕ СНИЖЕНИЕ СТАВКИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ЦБ ОБЕСПЕЧИЛО БОЛЕЕ КОМФОРТНЫЕ ПО СТОИМОСТИ УСЛОВИЯ ЗАИМСТВОВАНИЙ.

Рынок субфедеральных облигаций сезона 2009 года еще в феврале открыла Москва. Невзирая на кризис, за счет своего «уникального» кредитного качества столица смогла побить все рекорды и привлечь на долговом рынке за минувший год порядка 116.2 млрд руб. против 27.7 млрд руб. в 2008 году. Однако другим регионам и муниципалитетам доступ на рынок облигаций вплоть до начала лета был закрыт, и они могли рассчитывать лишь на бюджетное кредитование, но на довольно комфортных условиях: по ставке в 1/4 от ставки рефинансирования ЦБ и сроком до 3 лет. В результате, за первую половину 2009 года в структуре долговых обязательств субъектов федерации произошло увеличение доли бюджетных кредитов с 7.9% до 13.9% и уменьшение доли субфедеральных выпусков с 36.2% до 31.0% (без учета облигаций Москвы). Тем не менее, уже летом Самарской области и Карелии удалось нарушить монопольное положение столицы, разместив на публичном долговом рынке свои облигационные займы. А в декабре друг за другом последовали размещения Нижегородской области, Казани, Тверской области, ХМАО-Югра, Иркутской области и Удмуртской Республики на общую сумму порядка 16.6 млрд руб.

Размещения субфедеральных и муниципальных облигаций конца 2009 года встретили повышенный интерес у инвесторов не случайно. Традиционно региональные бумаги из-за небольшого объема в обращении не отличались высокой ликвидностью на вторичном рынке (за исключением долгов Москвы и Московской области), что делало их малодоступными для приобретения. Поэтому покупка субфедеральных или муниципальных облигаций при их первичном размещении давала неплохой шанс получить в портфель облигации эмитентов из достаточно надежного сектора. Следует отметить, что в отличие от корпоративных заемщиков, на рынке субфедеральных долгов дефолтов замечено не было. Единичные случаи задержек по выплатам были лишь у «младших собратьев» — муниципальных образований, в частности у Клинского района Московской области, который, в конечном счете, в рамках техдефолта полностью рассчитался по купо-

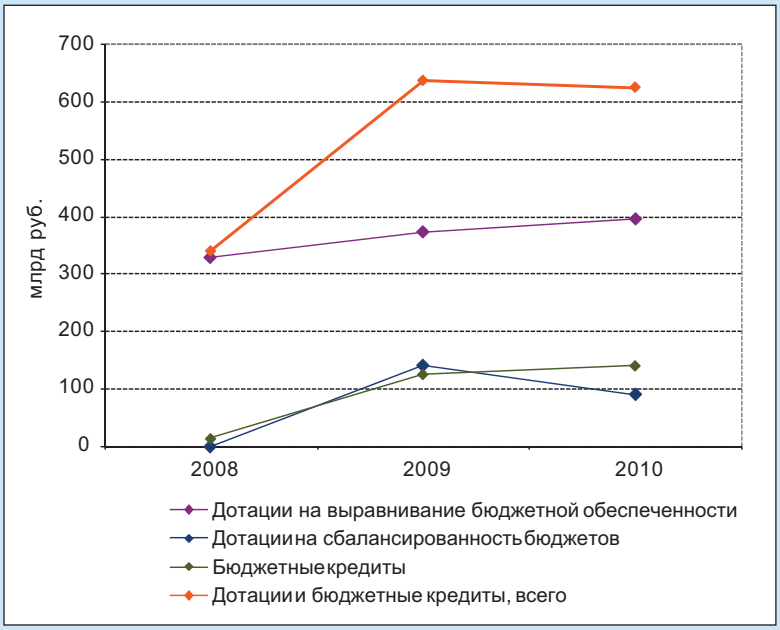
ну с владельцами облигаций. При этом наиболее негативно на инвестиционную привлекательность сектора повлияли дефолты по облигационным выпускам аффилированных с Московской областью компаний (МОИТК, МОИА), обязательства которых регион не стал исполнять.

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ РИСКИ ПРИСУТСТВУЮТ

Финансовую дисциплинированность в условиях экономического спада субъектам федерации и муниципалитетам удается поддерживать, к сожалению, не без участия федеральных властей. Последствия кризиса отрицательно сказались на собственных доходах регионов, которые по итогам 9 месяцев 2009 года сократились на 17% относительно аналогичного периода 2008 года, в основном из-за снижения собираемости ключевых налогов: в большей степени налога на прибыль (-44%), в меньшей — НДФЛ (-1%). Ухудшение финансовых результатов компаний в условиях экономического кризиса, уменьшение фонда оплаты труда в период масштабных сокращений и пересмотра уровня зарплат — все это привело к сужению облагаемой базы по данным налогам. При этом наибольшая степень просадки доходов наблюдалась в регионах с менее диверсифицированной по отраслевой структуре экономикой. Так, по итогам 9 месяцев 2009 года хуже всего с налогом на прибыль обстояли дела у Липецкой области (-80% к 9 месяцам 2008 года), в экономике которой большой удельный вес занимает черная металлургия, Белгородской области (-71%, черная металлургия), Карелии (-70%, ЛПК), Красноярского края (-65%, цветная металлургия), Республики Саха (Якутия) (-49%, цветная металлургия) и других. Поэтому принципиально важно в текущий период при покупке бумаг субъектов федерации и муниципальных образований обращать внимание на неравномерность отраслевой структуры их экономики и связанные с этим риски.

На фоне сократившихся доходов у субъектов федерации весьма остро стоит вопрос текущей ликвидности, необходимой для покрытия выпадающих доходов и погашения долговых обязательств. Для решения данной проблемы большинство субъектов ужесточило контроль над расходами, в первую очередь не затрагивающими социальную сферу. К ним относятся инвестиционные программы (капзатраты), финансируемые за счет собственных доходов, безвозмездные перечисления организациям, закупки товаров и услуг. В результате, по итогам 9 месяцев 2009 года капитальные вложения по всем регионам сократились на

Рисунок 1. Дотации и бюджетные кредиты, выделяемые на сбалансированность и выравнивание бюджетной обеспеченности регионов



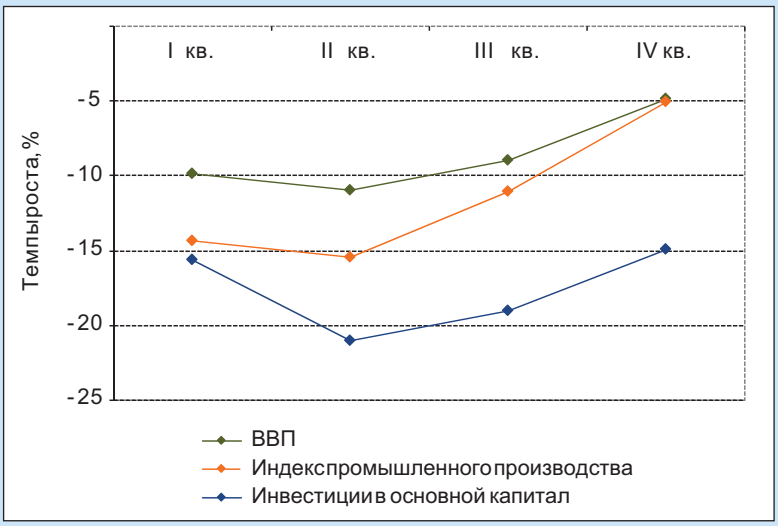
Источник: Министерство экономического развития РФ

18%, безвозмездные перечисления организациям — более чем на 90% по сравнению с сопоставимым периодом 2008 года. Тем не менее, удержать общие расходы от роста не удалось. За тот же период времени они увеличились на 5%.

Впрочем, помощь из федерального бюджета не заставила себя долго ждать, и недополученные из-за кризиса налоговые доходы регионов отчасти были компенсированы дополнительными дотациями из вышестоящего бюджета в рамках антикризисной поддержки. На эти цели в 2009 году Минфин дополнительно выделил 150 млрд руб. помимо плановых дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности в размере 374 млрд руб. Кроме того, для достижения сбалансированности бюджетов правительство предоставило субъектам федерации 125 млрд руб. в форме бюджетных кредитов на льготных условиях по ставке и срокам. В результате объем безвозмездных поступлений для регионов возрос на 44% по итогам 9 месяцев 2009 года относительно аналогичного периода 2008 года. В этом году правительство решило быть сдержаннее в своей поддержке регионам. Традиционно будут выделены дотации на выравнивание бюджетной обеспеченности в размере 397 млрд руб. (+6.1% к 2009 году). При этом дотации на сбалансированность бюджетов планируется урезать вдвое до 90.2 млрд руб., а бюджетные кредиты, напротив, возрастут до 140 млрд руб.

Следует иметь в виду, что поддержка федерального бюджета небезгранична, особенно если мировая рецессия примет затяжной характер и запасы резервного фонда будут исчерпаны. В этом случае регионам вряд ли стоит ждать дотационной поддержки из «федерального центра» в должном объеме. В свою очередь, менее стремительное падение основных макроэкономических показателей (ВВП, индекса промышленного производства, инвестиций в основной капитал и других) второго полугодия в сравнении с первым позволяет надеяться на стабилизацию экономики, а улучшившаяся конъюнктура на мировых сырьевых рынках — на рост общеэкономической активности. Если верить уточненным прогнозам Минэкономразвития на ближайшие три года, то даже при консервативном варианте (при низких ценах на нефть в диапазоне $58–60 за баррель) ВВП страны покажет рост

Рисунок 2. Динамика основных макроэкономических показателей РФ в 2009 году

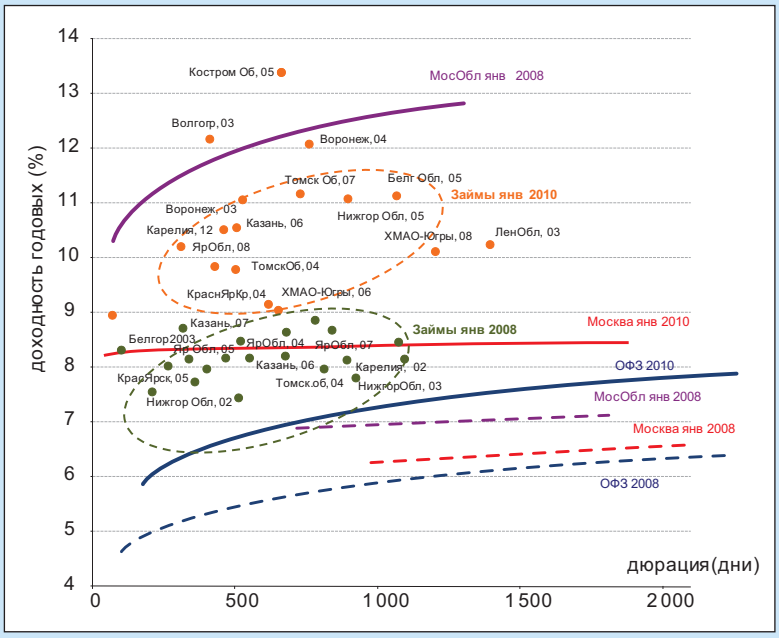


Источник: Министерство экономического развития РФ

в 5%. В 2010 году, согласно ожиданиям властей, он составит 1.3%, в 2011 году — 1%, в 2012 году произойдет повышение темпов роста до 2.9%. Фактически в ближайшие два года прогнозируется слабое оживление экономики с постепенным восстановлением запасов и потребительского спроса. Только в 2012 году начнется активный рост инвестиций. В результате, экономика сможет превысить предкризисный уровень только в 2013 году. Соответственно, более высокий уровень мировых цен на «черное золото» предвещает более интенсивное восстановление российской экономики в целом и ее регионов в отдельности.

Долговая нагрузка регионов умеренная и не вызывает серьезных опасений. Размер долга, как правило, не превышает 30% от текущих доходов. Исключение составляет небольшое число регионов, на фоне которых заметно выделяется Московская область, чья долговая нагрузка ближе к концу 2009 года превышала

Рисунок 3. Распределение доходностей рассматриваемых выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций



80% доходов. Неподалеку расположились Калужская область (более 60% доходов), Белгородская область (более 40%).

ПОТЕНЦИАЛ РОСТА КОТИРОВОК НЕ ИСЧЕРПАН

Текущий уровень котировок наиболее ликвидных субфедеральных и муниципальных облигаций говорит о недооцененности бумаг и существенном потенциале их роста. Если обратиться к докризисному периоду, то видно, что спред между доходностями облигаций данного сектора и кривой доходности ОФЗ составлял порядка 200–250 б.п. Вероятно, из-за невысокой ликвидности облигаций субъектов федерации и муниципальных образований котировки бумаг не в полной мере отыграли общерыночные тенденции, в результате текущий спред к ОФЗ существенно больше и равен 350–400 б.п. Учитывая позитивные прогнозы стабилизации экономики и потенциального улучшения кредитного качества регионов, перспективы сужения нынешнего спреда очевидны. Более того, недооцененность российского рынка облигаций относительно докризисных уровней создает потенциал для роста котировок субфедеральных и муниципальных бумаг вместе с рынком.

Высокая потребность регионов в дополнительном финансировании на покрытие недостающих доходов и исполнении обязательств по долгам, особенно по крупным единовременным погашениям, а также доступность рынков капитала открывают регионам новые возможности для выхода на первичный рынок заимствований. Нет сомнений, что этим поспешат воспользоваться многие регионы и муниципалитеты. В прошлом году количество размещенных займов достигло 25 на сумму порядка 147.3 млрд руб., из которых 78% приходилось на Москву. В то же время было погашено 29 выпусков. При этом с публичного долгового рынка ушло девять эмитентов (регионов и муниципальных образований). В этом году традиционно рынок субфедерального долга будет открывать Москва, которая уже сообщила о возможных размещениях в начале февраля.

В целом, с одной стороны, мы отмечаем поддержку федерального правительства в части компенсации выпавших доходов, которая была своевременной и достаточной для обеспечения финансовой устойчивости субъектов федерации, в том числе исполнения долговых обязательств. С другой стороны, позитивные прогнозы восстановления экономики России в 2010–2012 гг. играют немаловажную роль в инвестиционной привлекательности регионов. Все это обеспечивает потенциал роста котировок субфедеральных облигаций в краткосрочной перспективе.