Антон ТАБАХ,
старший аналитик, ИК «Тройка Диалог»

НЕСМОТРЯ НА СНИЖЕНИЕ СТАВОК НА РЫНКЕ СУБФЕДЕРАЛЬНОГО ДОЛГА ДО ПРЕДКРИЗИСНЫХ УРОВНЕЙ, АКТИВНОСТЬ НА НЕМ ОСТАЕТСЯ НЕВЫСОКОЙ, В ОСНОВНОМ ИЗ-ЗА ОРИЕНТАЦИИ РЕГИОНОВ НА ЛЬГОТНЫЕ БЮДЖЕТНЫЕ КРЕДИТЫ. ОДНАКО МЫ ОЖИДАЕМ ИЗМЕНЕНИЯ СИТУАЦИИ: СНИЖЕНИЯ ВОЗМОЖНОСТЕЙ ПО ПОЛУЧЕНИЮ ФЕДЕРАЛЬНЫХ СРЕДСТВ НА НЕРЫНОЧНЫХ УСЛОВИЯХ, ПОЯВЛЕНИЯ НА РЫНКЕ КРУПНЕЙШИХ ГОРОДОВ СТРАНЫ, А ТАКЖЕ АКТИВНОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ЭМИТЕНТАМИ РУБЛЕВЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ. ПРИ ЭТОМ ИНВЕСТОРАМ ВНОВЬ СЛЕДУЕТ ОБРАЩАТЬ ОСОБОЕ ВНИМАНИЕ НА КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО И ИЗБЕГАТЬ ВЫПУСКОВ, ГАРАНТИРОВАННЫХ СУБЪЕКТАМИ ФЕДЕРАЦИИ — РЕГИОНАЛЬНЫЕ ГАРАНТИИ ЧАЩЕ ВСЕГО ГАРАНТИРУЮТ ИНВЕСТОРАМ ГОЛОВНУЮ БОЛЬ И СУДЕБНЫЕ ИЗДЕРЖКИ.

НИКАКИХ ГАРАНТИЙ

«ПЕРВЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ, ВЫПУЩЕННЫЕ НИЖЕГОРОДСКОЙ ОБЛАСТЬЮ В 1997 ГОДУ СРОКОМ НА ЧЕТЫРЕ ГОДА, БЫЛИ РЕСТРУКТУРИРОВАНЫ И ПОГАШЕНЫ В 2003 ГОДУ ТОЛЬКО ПРИ ПОМОЩИ БАНКОВСКИХ КРЕДИТОВ, ПРИВЛЕЧЕННЫХ ПРИ СОДЕЙСТВИИ ФЕДЕРАЛЬНЫХ ВЛАСТЕЙ»

ИСТОРИЧЕСКИЙ ЭКСКУРС

Рынок субфедерального долга пережил дикое время еще в ходе кризиса 1998 года, когда наблюдались массовые дефолты субъектов федерации. Бюджетный кодекс и другие законы, принятые на федеральном уровне в 1999–2001 гг., ограничили долговую политику довольно строгими рамками. Это определило умеренное развитие сегмента субфедеральных и муниципальных облигаций в последующие годы.

Регионы как заемщики особенно сильно пострадали от финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. Главной причиной был тот простой факт, что их бюджеты, в отличие от федерального, в основном зависят от поступлений налогов на доходы физических лиц и прибыль компаний, а оба эти источника сильно оскудели в четвертом квартале 2008 года – 2009 году. Кроме того, кризис обусловил более высокий, чем ожидалось, рост социальных расходов на региональном уровне. В-третьих, привыкнув в последние годы к высоким доходам, уверенному экономическому росту и низкому дефициту средств, многие регионы не сумели предотвратить возникновение огромных прорех в своих бюджетах при почти полном отсутствии возможностей их покрыть. А те субфедеральные заемщики, которые жили преимущественно за счет доходов от экспорта или опирались на потребительский сектор, пострадали сильнее отстающих субъектов федерации, «питающихся» государственными дотациями.

На пике кризиса федеральные власти пытались было ограничить расходы и заимствования регионов, не понимая негативных эффектов для экономики. Однако под угрозой социальной дестабилизации быстро пришло понимание серьезности сложившейся ситуации, и федеральный Минфин фактически гарантировал обязательства субфедеральных эмитентов. Несмотря на масштабные продажи осенью 2008 г., инвесторы начали понимать значение осторожной политики управления долгом, проводимой регионами в последние семь, а в случае с московской администрацией — десять лет, а также роль жестких ограничений, налагаемых Бюджетным кодексом страны на эмиссию региональных долговых обязательств и управление ими.

ПЛОДЫ БЮДЖЕТНОГО ФЕДЕРАЛИЗМА

Принятие региональных бюджетов регулируется местным законодательством, однако основные их параметры определяются федеральными документами — Бюджетным и Налоговым кодексами, а также нормативными актами Минфина. Кодексы разделяют налогооблагаемую базу и бюджетную ответственность между федеральным, региональным и местным уровнями. Большая часть расходов на ЖКХ, социальное обеспечение и образование (кроме пенсий и медицинских льгот, которые выплачиваются из федерального бюджета) покрывается региональными и местными бюджетами. Таким образом, уровень социальных рас-

ходов сильно зависит от экономического положения региона. В рамках действующей системы регионы весьма ограничены в плане определения размера своих расходов. С 2006 года ситуация несколько улучшилась: большую часть забот принял на себя федеральный бюджет. Многие регионы по-прежнему предпочитают полагаться на помощь из федерального центра, вместо того чтобы развивать собственную налоговую базу.

Доходы регионов состоят преимущественно из налоговых поступлений и федеральных субсидий. Налоговые поступления, причитающиеся местным бюджетам, переводятся местным казначействам, доходы от налогов регионального уровня поступают на баланс соответствующих субъектов федерации, а средства, собираемые за счет налогов федерального уровня, по закону делятся между региональными и федеральным бюджетами. Подоходный налог, ставка которого зафиксирована на уровне 13%, региональная часть налога на прибыль компаний (13.5–17.5% в зависимости от решения местных властей) и акцизы обеспечивают львиную долю доходов большинства субфедеральных бюджетов. Федеральному же бюджету достаются все поступления от НДС и НДПИ (в 2010 году предусмотрена компенсация из федерального бюджета тем регионам, которые раньше участвовали в разделении поступлений от НДПИ). Большинство налогоплательщиков платят подоходный налог в виде отчислений из заработной платы. Это часто является причиной недостачи и проволочек с поступлением доходов от данного налога в бюджеты тех субъектов федерации, значительная часть населения которых работает в другом регионе. Самыми яркими примерами могут служить Московская и Ленинградская области, многие жители которых получают заработную плату соответственно в Москве и Санкт-Петербурге. Налог на прибыль компаний взимается в основном по месту их официальной регистрации. То есть больше всего поступлений от этого налога получает Москва. Впрочем, в последние годы ряд крупнейших компаний разместил свои штаб-квартиры в Санкт-Петербурге, что сыграло на руку бюджету последнего.

Те регионы, которые опираются преимущественно на собственную налогооблагаемую базу, пострадали особенно сильно от ухудшения экономической ситуации с середины 2008 года, поскольку налоги на личные доходы и прибыль компаний уменьшились значительнее и быстрее, чем налоги на потребление или таможенные пошлины. В большинстве промышленных регионов как доходы, так и расходы сократились на 15–20%, с рекордами в крупных промышленных и сырьевых регионах. В 2009 и тем более 2010 году положение стало выправляться, но рост зарплат пока невелик, а прибыль предприятий далека от докризисных уровней. Эта ситуация разительно отличается от положения федерального бюджета, который восстановил свои доходы и чей дефицит связан с ростом государственных расходов. В результате, регионам необходимо (чаще одновременно) оптимизировать расходы и занимать для покрытия дефицита по текущим расходам.

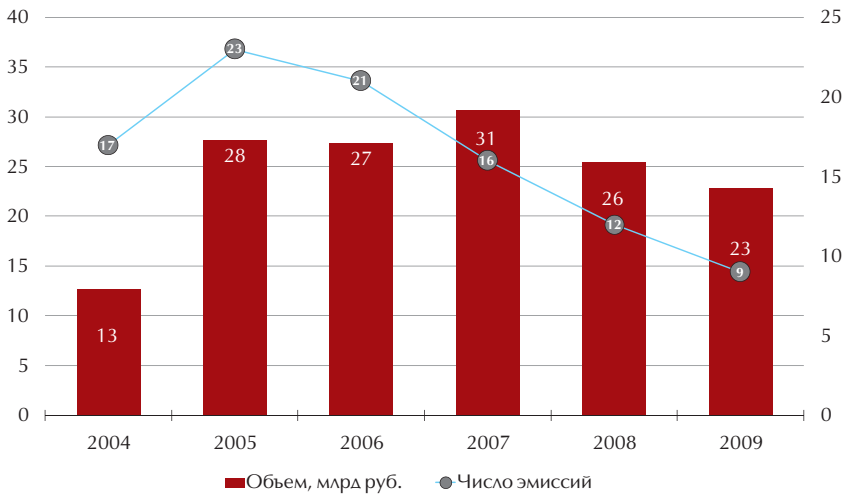

Рисунок 1
Объем первичных размещений и количество эмитентов – субъектов РФ и муниципалитетов

Российские регионы имеют в своем распоряжении следующие источники заемного капитала: облигации, банковские кредиты, гарантии, льготные бюджетные ссуды. На сегодняшний день около 40% обязательств субъектов федерации приходится на облигации. Как правило, субфедеральные долговые обязательства бывают рублевыми. Опыт внешних заимствований оказался отрицательным: первые еврооблигации, выпущенные Нижегородской областью в 1997 году сроком на четыре года, были реструктурированы и погашены в 2003 году только при помощи банковских кредитов, привлеченных при содействии федеральных властей. На сегодняшний день на рынке обращается только две валютные облигации, и обе они выпущены правительством Москвы. В 2011 году российские регионы должны вновь получить возможность привлекать заимствования в иностранной валюте, однако не исключено, что срок действия запрета будет продлен. Заем-

«НЕОБХОДИМО, ЧТОБЫ ЛЬГОТНЫЕ БЮДЖЕТНЫЕ КРЕДИТЫ ОТ ФЕДЕРАЛЬНОГО МИНФИНА ПЕРЕСТАЛИ ВЫТЕСНЯТЬ РЫНОЧНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ»

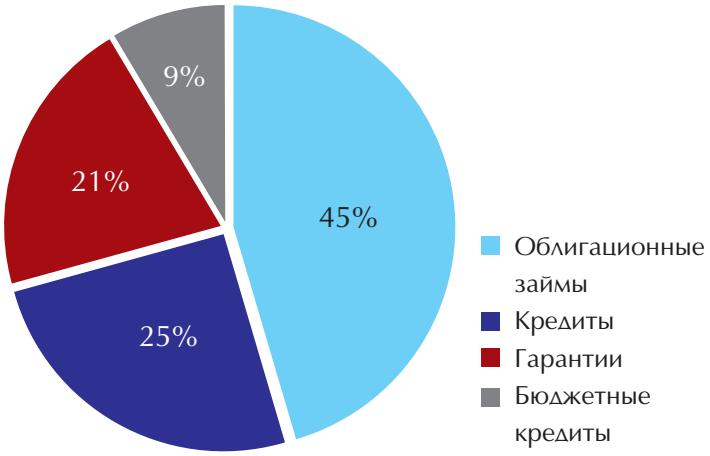

Рисунок 2
Структура долга российских регионов

ные средства могут использоваться для покрытия текущего дефицита бюджета и погашения или обслуживания других долговых обязательств. Регионы обязаны регистрировать выпуски долговых обязательств в Минфине, отражать их в своем бюджете и долговой книге.

ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ НА ВТОРОЕ ПОЛУГОДИЕ 2010 И 2011 ГГ.

К настоящему моменту ключевым фактором для развития рынка облигаций является сочетание (1) резкого снижения уровня процентных ставок для эталонных заемщиков в секторе государственного и корпоративного долга, (2) постепенного снижения уровня федеральной поддержки региональных бюджетов, (3) расширения потребности региональных и особенно муниципальных бюджетов в долговом капитале для рефинансирования резко выросшей задолженности и существенных текущих дефицитов бюджетов. С марта 2009 по апрель 2010 года доходность на аукционах по первичному размещению облигаций Москвы, являющихся эталонными для рынка субфедерального долга, упала с 17.1% по полуторалетним облигациям до 7.59% по 12-летнему инструменту. Доходность по обязательствам Московской области на вторичном рынке, выросшая на пике кризиса до 38%, снизилась до 10.5% по облигациям 9 выпуска с дюрацией 2.5 года. Несмотря на то что доходности на рынке упали до предкризисных уровней, объемы выпуска (за исключением обязательств Москвы) еще далеки от восстановления.

Во-первых, необходимо, чтобы льготные бюджетные кредиты от федерального Минфина перестали вытеснять рыночные инструменты. Важнейшим фактором, препятствующим развитию рынка, является опора региональных бюджетов на краткосрочное банковское финансирование (мера, логичная в кризис, но странная после стабилизации финансовых рынков) и ориентация на получение льготных федеральных бюджетных кредитов, выдаваемых по решению правительства. Предположительно, основными причинами для выдачи таких трехлетних кредитов под 25% ставки рефинансирования ЦБ РФ — абсолютно привилегированных по сравнению с любыми рыночными ставками — является уровень социальной напряженности и риск дефолта региона. Таким образом, для получения выгоды от этого источника долгового финансирования нужно быть «сирыми и убогими» или же успешно притворяться таковыми. В нынешнем году возможности для выделения таких кредитов снизились. Это значит, что со следующего года начнется погашение данных кредитов и замещение их рыночными займами или банковскими кредитами.

Во-вторых, произойдет увеличение количества муниципальных займов. Недоступность федеральных бюджетных кредитов муниципальных образований более низких уровней, будет создавать спрос на банковское или облигационное финансирование. Участие в долговом рынке крупнейших городов России, не являющихся субъектами федерации, скорее всего, станет массовым в этом и последующих годах — их размеры позволяют размещать ликвидные займы на конкурентных условиях. Города выпускали облигации и раньше, но их значимость для рынка была небольшой. Однако в новых условиях ситуация меняется. Более того, регионы, раньше избегавшие долгового рынка, сегодня сами начали планировать использование рыночных заимствований на более низких бюджетных уровнях. Первой ласточкой стал выпуск облигаций Казани в ноябре 2009 г., в ближайшие месяцы возможно несколько крупных выпусков облигаций российских городов. Очевидные кандидаты — нуждающиеся в рефинансировании Нижний Новгород и Новосибирск.

В-третьих, можно ожидать выпуски рублевых еврооблигаций и CLN крупными регионами. Иностранные инвесторы не слишком активно участвовали в рынке субфедерального долга, а льготное налогообложение не играло для них существенной роли. Однако в последние месяцы рублевые облигации опять стали привлекательными, правда, желающих брать на себя не только потенциал укрепляющейся валюты, но и правовые риски пока не так уж много. Поэтому для

«ВЫДАННАЯ СУБЪЕКТОМ РФ ГАРАНТИЯ ВПОЛНЕ МОЖЕТ ОКАЗАТЬСЯ НЕДЕЙСТВИТЕЛЬНОЙ ПОСЛЕ ВНЕСЕНИЯ В РЕГИОНАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ ИЗМЕНЕНИЙ И ДОПОЛНЕНИЙ, НЕ ПРЕДУСМАТРИВАЮЩИХ ВЫПЛАТЫ ПО ДОЛГУ ТОГО ИЛИ ИНОГО ЭМИТЕНТА»

привлечения иностранных инвесторов вполне реальны выпуски рублевых еврооблигаций: примером может служить размещение РСХБ в корпоративном секторе или же докризисный эксперимент Московской области в 2007 г. Выпуск валютных еврооблигаций, видимо, будет ограничен опытом Москвы, которой предстоит рефинансировать свой заем на 374 млн евро. Положение БК РФ, запрещающее регионам внешние заимствования иначе как для рефинансирования имеющихся, должно утратить силу с 1 января 2011 г., но крайне высока вероятность того, что оно будет продлено.

ГАРАНТИЯ ГАРАНТИИ РОЗНЬ

Главным уроком для инвесторов, в особенности иностранных, должно стать осознание простого факта: гарантия по российскому праву представляет собой нечто иное, чем в английском праве. Федеральные власти не допускают дефолтов по прямому долгу регионов и муниципалитетов «не мытьем, так катаньем», но совершенно безразличны к обязательствам структур, гарантированным властями регионов. Более того, выданная гарантия вполне может оказаться недействительной после внесения в региональный бюджет изменений и дополнений, не предусматривающих выплаты по долгу того или иного эмитента. Имена МОИТК и МОИА, облигации которых находятся в дефолте, и recovery rate вряд ли составит двузначное число процентов, должны надежно впечататься в мозг портфельных менеджеров и аналитиков.

Другой ложной теорией является уверенность, что федерация будет всегда платить по долгам регионов или, в крайнем случае, предоставит льготный бюджетный кредит под 25% ставки рефинансирования ЦБ по первому требованию. В ходе последнего кризиса, с учетом сложного социального положения во многих регионах, решения о выделении средств принимались достаточно либерально — да и федеральные власти сделали очень большие запасы в рамках подготовки к «черному дню». Однако в следующий раз проблемы субъектов могут быть изолированными, а положение федеральных финансов — более шатким, и выбор Минфина в пользу того или иного региона становится далеко не очевидным. Никто не отменял положений Бюджетного кодекса о разделении ответственности за долги бюджетов разных уровней. Поэтому вновь нужно обращать повышенное внимание на кредитное качество и качество собственных доходов региональных бюджетов — в противном случае уроки 2008–2009 гг. останутся неусвоенными.

ДРУГОЙ ЛОЖНОЙ ТЕОРИЕЙ ЯВЛЯЕТСЯ УВЕРЕННОСТЬ, ЧТО ФЕДЕРАЦИЯ БУДЕТ ВСЕГДА ПЛАТИТЬ ПО ДОЛГАМ РЕГИОНОВ ИЛИ, В КРАЙНЕМ СЛУЧАЕ, ПРЕДОСТАВИТ ЛЬГОТНЫЙ БЮДЖЕТНЫЙ КРЕДИТ ПОД 25% СТАВКИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ЦБ ПО ПЕРВОМУ ТРЕБОВАНИЮ
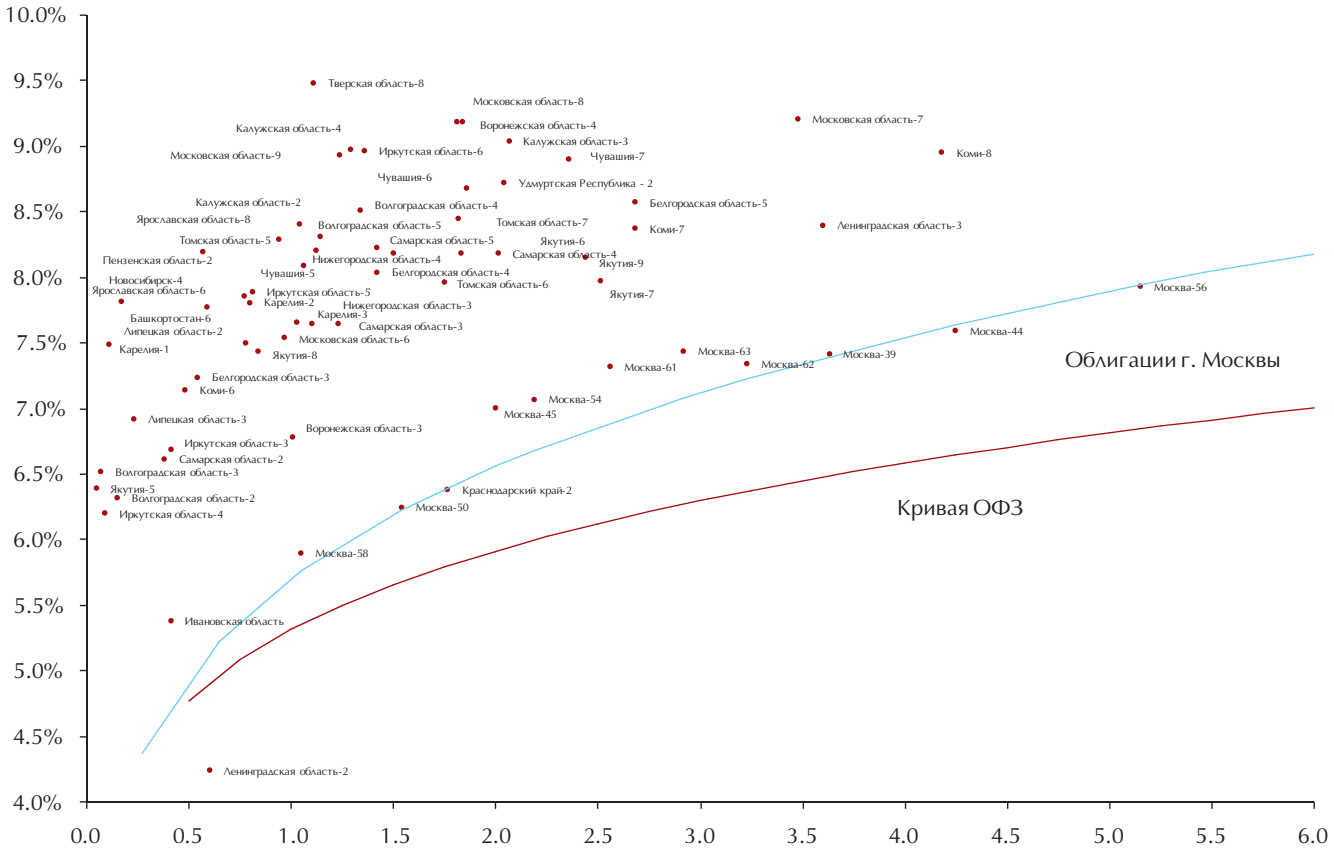
Рисунок 3
Доходности субфедеральных и муниципальных облигаций