Дмитрий МОНАСТЫРШИН,
замначальника отдела анализа предприятий и отраслей инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Помимо глобальной рыночной конъюнктуры и склонности инвесторов к риску, в 2011 году ситуация на российском рынке субфедеральных и муниципальных облигаций будет определяться следующими факторами: динамикой исполнения бюджетов субъектами РФ и уровнем предоставляемой регионам поддержки из федерального бюджета.

СУБЪЕКТЫ останутся в долгу

Кредитный профиль субъектов РФ выглядит неоднородно. При этом в целом по системе можно отметить серьезный рост долговой нагрузки в 2009–2010 годах, что обусловлено стагнацией доходов и опережающим ростом расходов в ходе макроэкономического кризиса. В структуре долга регионов доля Москвы и Московской области выросла с 41.4% на 1.12.2007 до 43.6% на 01.12.2010.

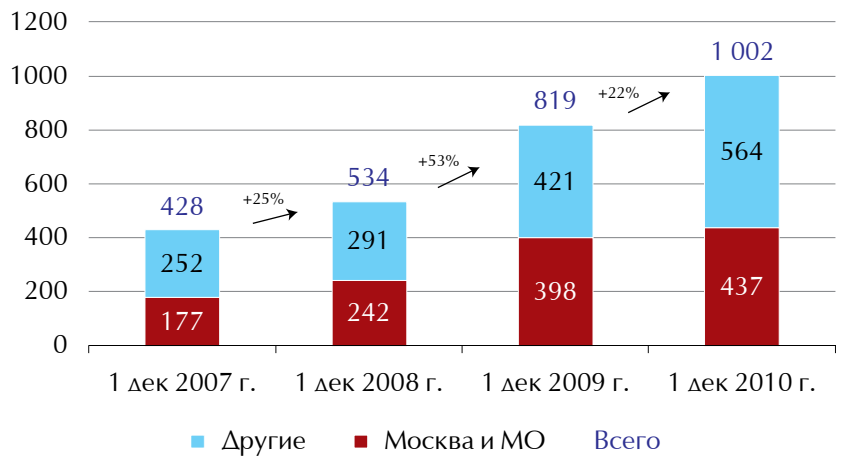
Несмотря на рост потребности в ресурсах, в 2010 году субъекты и муниципалитеты РФ привлекли с рынка облигаций меньший объем средств, чем годом ранее. Всего в 2010 году регионы разместили 29 эмиссий на сумму 115 млрд руб., что меньше показателей 2009 года, когда объем размещения облигаций составил 156 млрд руб.

Значительную поддержку региональным бюджетам в последние два года оказало предоставление Минфином России бюджетных кредитов с возможностью погашения в течение трех лет по ставке 1/3 от ставки ЦБ РФ. Привлечение бюджетных кредитов (в объеме 291 млрд руб. по состоянию на 01.12.2010) позволило регионам диверсифицировать долговые портфели и уменьшить потребность в привлечении заемного финансирования с рынка.

В то же время, потребность в погашении кредитов, предоставленных Минфином РФ, в 2011–2013 годах будет способствовать росту присутствия субъектов РФ на долговом рынке. При этом мы не исключаем, что в случае неблагоприятной ситуации на финансовых рынках и неспособности некоторых субъектов погасить бюджетные кредиты Минфин РФ предоставит регионам возможность пролонгировать или рефинансировать задолженность.

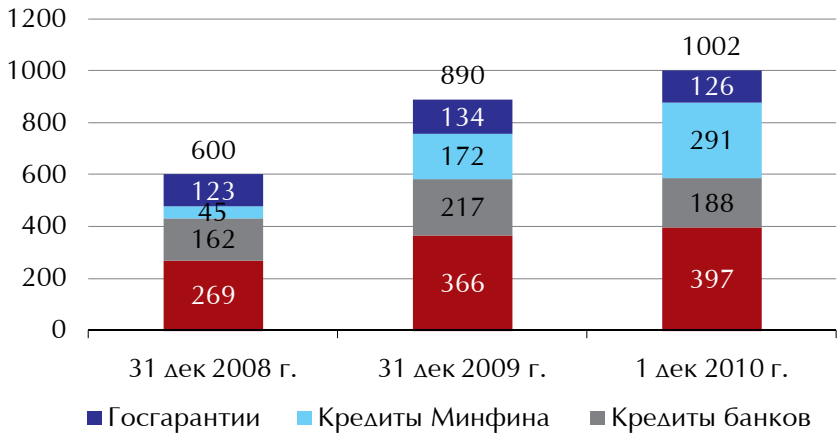
По итогам 10 месяцев 2010 года собственные доходы бюджетов субъектов РФ выросли по сравнению с прошлым годом на 19%. В то же время, даже с учетом впечатляющего роста они пока остаются ниже уровня 2008 года. Стабильность

Рисунок 1
Динамика роста долга субъектов РФ, млрд руб.



Источник: Минфин РФ

Рисунок 2
Структура долга субъектов РФ, млрд руб.



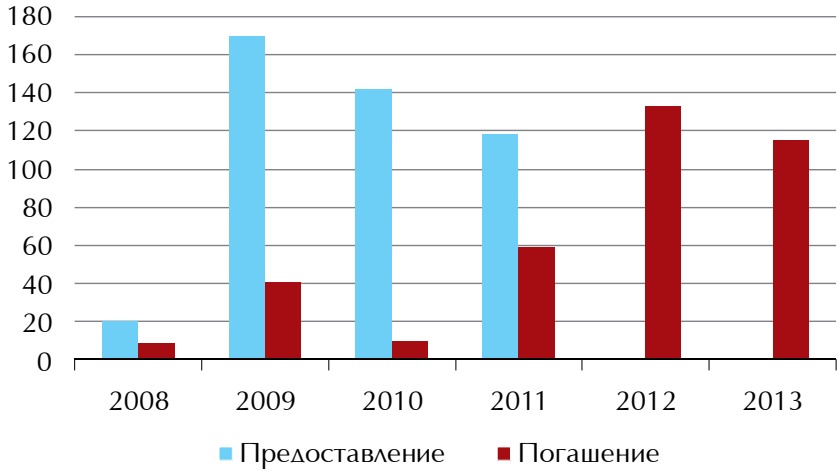
Источники: Минфин РФ, оценка Промсвязьбанка

региональных бюджетов в значительной мере обеспечивают безвозмездные перечисления из федерального бюджета. В 2010 году помощь из федерального бюджета сохранилась на уровне 2009 года и существенно превосходила докризисный уровень.

В то время как собственные доходы субъектов за 10 месяцев 2010 года оставались ниже уровня 2008 года, рост расходов за два года составил 8.9%. Опережающий рост расходов по сравнению с собственными доходами регионов требует сохранения поддержки из федерального бюджета и обуславливает рост долговой нагрузки.

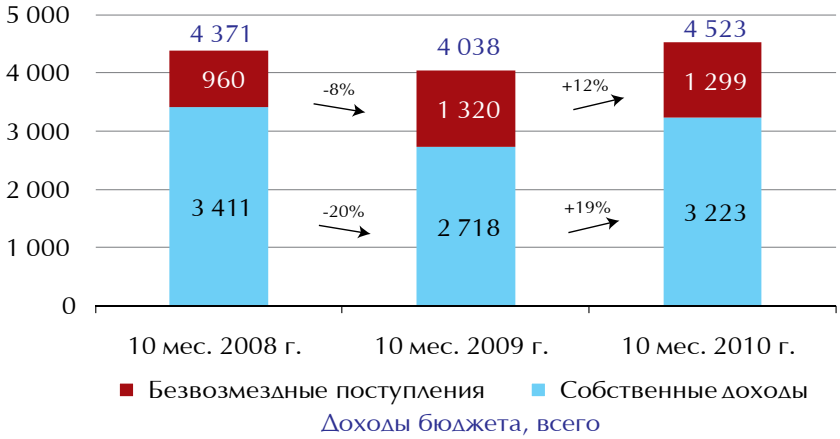
Помимо потребности в финансировании дефицита, фактором роста долга регионов в 2009 и 2010 годах была неопределенность относительно сбалансированности бюджетов и возможности получения запланированных доходов. В 2010 году большинство субъектов продемонстрировало рост среднемесячных остатков на счетах, которые позволяли снизить риски ликвидности. На 1 декабря 2010 года объем остатков на счетах РМОВ вырос на 279 млрд руб. по сравнению с началом года. Учитывая, что общая величина остатков денежных средств российских субъектов практически покрывает объем прямого долга, имеющийся уровень долговой нагрузки даже с учетом роста не вызывает у нас беспокойства.

Как было показано выше, кредитный профиль субъектов РФ в значительной мере зависит от уровня предоставляемой поддержки из федерального бюджета. В свою очередь, ключевым фактором, определяющим вектор развития российской экономики и обеспечивающим наполняемость федерального бюджета, является уровень нефтегазовых доходов, дающих порядка 50% поступлений. Международные финансовые институты прогнозируют продолжение в 2011–2013 годах роста мировой экономики темпами, близкими к ожидаемым в 2010 году показателям (3.5–4% в год). Восстановление внешнего спроса будет поддерживать положительную динамику отечественного производства и экспорта товаров. На фоне улучшения внешних условий и позитивной динамики цен на нефть мы ожидаем в 2011 году позитивных изменений в исполнении федерального бюджета и бюджета субъектов РФ. Утвержденный в настоящее время федеральный бюджет на 2011 год сформирован исходя из базового прогноза цен на нефть в $75 за баррель. По нашим оценкам, рост мировой экономики и проведение политики количественного смягчения со стороны США могут обеспечить



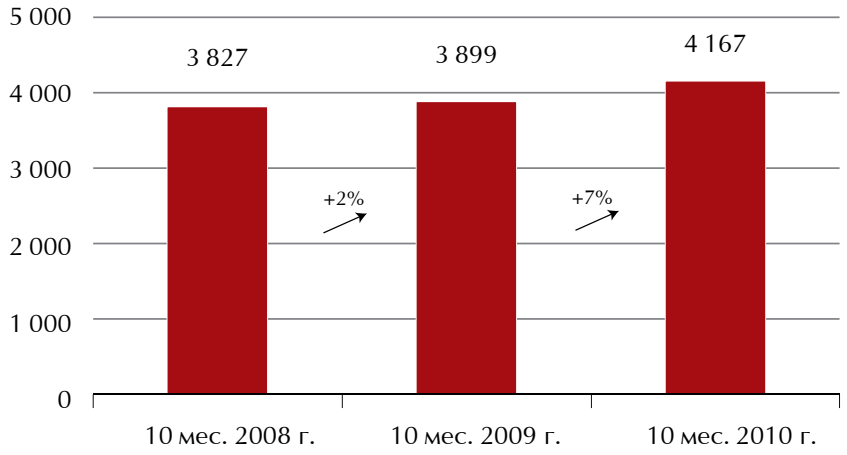
Источник: Минфин РФ. Объем бюджетных кредитов на 2012–2013 гг. не утвержден.

Рисунок 3
Бюджетные кредиты субъектам РФ в 2008–2013 гг., млрд руб.



Источник: Минфин РФ

Рисунок 4
Динамика доходов субъектов РФ, млрд руб.



Источник: Минфин РФ

Рисунок 5
Динамика расходов субъектов РФ, млрд руб.

рост среднегодовых цен на нефть в 2011 году до уровня $85–90 за баррель. Более высокий по сравнению с запланированным в бюджете уровень цен обеспечит формирование дополнительных доходов, что снизит дефицит федерального бюджета и создаст ресурсную базу для поддержки регионов.

	2008	2009	2010	2011П	2012П
Доходы, млрд руб.	9 258	7 336	8 299	8 845	9 503
Расходы, млрд руб.	7 561	9 662	10 094	10 659	11 238
Профицит (дефицит), млрд руб.	1 697	-2 326	-1 795	-1 814	-1 734
Нефть марки urals, $/барр.	94.0	61.1	78.2	75.0	78.0

Источник: Минфин РФ

Таблица 1
Ключевые показатели федерального бюджета РФ

Кроме того, стабилизирующим фактором для федерального бюджета продолжает оставаться накопленный в тучные годы Резервный фонд и ФНБ. В 2009–2010 годах часть средств фондов была использована для финансирования дефицита и обслуживания госдолга. В то же время, имеющийся остаток резервов позволяет (при отсутствии дополнительных нефтегазовых доходов) профинансировать дефицит федерального бюджета в 2011 и 2012 годах без увеличения долговой нагрузки.

> В 2011 ГОДУ РОССИЙСКИЕ РЕГИОНЫ БЛАГОДАРЯ ВОССТАНОВЛЕНИЮ ДОХОДНОЙ БАЗЫ, УМЕРЕННОМУ УРОВНЮ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ И ПОДДЕРЖКЕ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА ПРОДОЛЖАТ ОСТАВАТЬСЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМИ ЗАЕМЩИКАМИ НА РЫНКЕ КАПИТАЛА

Резюмируя вышесказанное, можно отметить, что в 2011 году российские регионы благодаря восстановлению доходной базы, умеренному уровню долговой нагрузки и поддержке федерального бюджета продолжат оставаться привлекательными заемщиками на рынке капитала. Высокий уровень ликвидности у банков наряду с ограниченным спросом на кредитные ресурсы со стороны качественных заемщиков обеспечит субъектам РФ возможности для удлинения дюрации долга и снижения стоимости заимствований. Как и прежде, доминирующее влияние на рынок региональных и муниципальных облигаций в 2011 году будут оказывать новые эмиссии Москвы. Причем в силу улучшения показателей бюджета (в 2011 году запланировано сокращение дефицита Москвы на 23%), усиления федеральной поддержки и нацеленности нового мэра Москвы на сокращение городского долга мы ожидаем размещения новых займов Москвы с менее щедрой премией, чем в 2009–2010 годах.

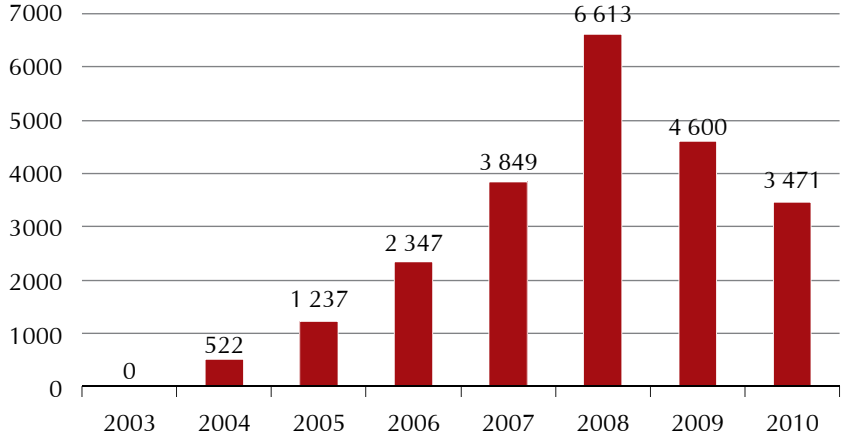


Рисунок 6
Остатки средств Стабилизационного фонда (с 30.01.2008 — Резервный фонд и ФНБ) на счетах Федерального казначейства в ЦБ РФ, млрд руб.[1]

[1] На графике указан остаток средств Стабилизационного фонда на конец отчетного периода за вычетом средств, направленных на погашение государственного внешнего долга РФ, финансирование дефицита бюджета, а также на формирование финансовых институтов развития («Роснанотех», ВЭБ, Инвестиционный фонд РФ).