Дмитрий МОНАСТЫРШИН,
заместитель начальника отдела анализа предприятий и отраслей инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

ОБЛИГАЦИИ РОССИЙСКИХ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОРГАНОВ ВЛАСТИ ТРАДИЦИОННО ЗАНИМАЮТ СУЩЕСТВЕННУЮ ДОЛЮ РОССИЙСКОГО РЫНКА. ПО ДАННЫМ НА 30.06.2011 Г., ОНА СОСТАВИЛА 434 МЛРД РУБ. ОДНАКО В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ АКТИВНОСТЬ РЕГИОНОВ НА РЫНКЕ ПУБЛИЧНОГО ДОЛГА ЗАМЕТНО ОСЛАБЛА. ЗА ГОД ОБЪЕМ БУМАГ В ОБРАЩЕНИИ ВЫРОС ВСЕГО НА 2 МЛРД РУБ., ТО ЕСТЬ ПРАКТИЧЕСКИ НЕ ИЗМЕНИЛСЯ. НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 15 ЭМИССИЙ НА 46.35 МЛРД РУБ. ЛИШЬ КОМПЕНСИРОВАЛИ ВЫБЫТИЕ БУМАГ В СВЯЗИ С ИХ ПЛАНОВЫМ И ДОСРОЧНЫМ ПОГАШЕНИЕМ. НИЗКУЮ АКТИВНОСТЬ РЕГИОНОВ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ МЫ СВЯЗЫВАЕМ С НАЛИЧИЕМ ДЕШЕВЫХ КРЕДИТОВ МИНФИНА РФ И УЛУЧШЕНИЕМ ИСПОЛНЕНИЯ РЕГИОНАЛЬНЫХ БЮДЖЕТОВ. НЕСМОТРЯ НА БЛАГОПРИЯТНЫЕ УСЛОВИЯ ДЛЯ ЗАИМСТВОВАНИЙ, РЕГИОНАЛЬНЫЕ ВЛАСТИ НЕ ТОРОПЯТСЯ ПРИВЛЕКАТЬ РЕСУРСЫ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ И ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТОВ, ПРИДЕРЖИВАЯСЬ КОНСЕРВАТИВНОЙ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ.

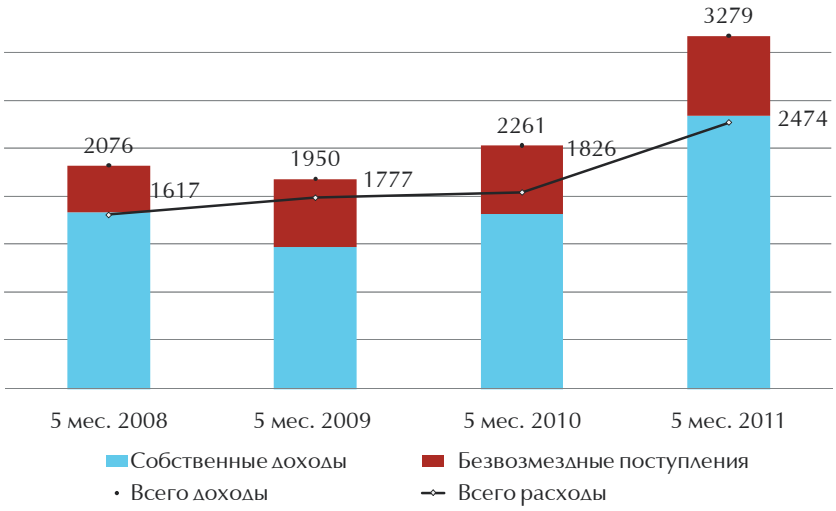
Регионы в дефиците

В 2010 году и первом полугодии 2011 года российские регионы явно демонстрируют улучшение кредитного качества. Эти изменения основываются на росте доходов, эффективном управлении расходами, сокращении бюджетного дефицита и улучшении позиции по ликвидности. Позитивным является в первую очередь рост собственных доходов бюджетов субъектов РФ за счет увеличения налоговых поступлений.

За пять месяцев 2011 года. собственные доходы субъектов РФ увеличились на 56% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а совокупные доходы (включая безвозмездные поступления из федерального бюджета) выросли на 45% и составили 3279 млрд руб.

Рисунок 1

Динамика доходов и расходов бюджета субъектов РФ, млрд руб.



Рост доходов позволил регионам исполнить бюджет за пять месяцев 2011 года с рекордным профицитом в 805 млрд руб. Частично данные средства были направлены на погашение краткосрочного долга, часть стала источником увеличения остатков на счетах.

Помимо улучшения собственного кредитного профиля, позитивным для российских регионов в 2011 году стало улучшение макроэкономического окружения. Профицит федерального бюджета, рост курса национальной валюты и стабильное функционирование банковского сектора создают благоприятные предпосылки для удлинения дюрации и снижения расходов на обслуживание долга регионов.

Повышение кредитного качества субъектов РФ отметили и международные эксперты. Так, за последние 9 месяцев агентство S&P предприняло 16 позитивных рейтинговых действий в отношении российских регионов.

Среди ключевых рисков российских регионов в перспективе 2012–2013 гг. мы выделяем необходимость рефинансирования бюджетных кредитов Минфина, полученных на льготных условиях за последние два года (естественно, помимо снижения цен на углеводородное сырье и резкое обострение долговых проблем США и еврозоны, которые могут спровоцировать глобальное бегство в качественные высоколиквидные активы). Министр финансов

Алексей Кудрин сообщил журналистам в Лондоне 8 июля, что Минфин РФ сократит предоставление бюджетных кредитов до 20 млрд руб. в 2012 году. Для регионов, получивших в 2009–2011 гг. бюджетные кредиты на 300 млрд руб., это будет означать необходимость поиска источников рефинансирования долга. До заявления Кудрина перспективы погашения льготных кредитов Минфина РФ, полученных регионами, оставались неопределенными. Теперь на фоне улучшения исполнения бюджетов Минфин РФ ставит перед регионами задачу по рефинансированию льготных кредитов за счет рыночных источников. В связи с озвученной позицией Министерства можно прогнозировать потребность регионов в привлечении с рынка в 2012 году порядка 100–150 млрд руб.

В то же время мы обращаем внимание на то, что долговая нагрузка российских регионов (даже с учетом предполагаемого роста рыночного долга) останется достаточно низкой по международным меркам. Среднее значение показателя отношения долга к доходам находится в пределах 20%.

Кроме того, при сохранении профицита бюджетов ряд регионов смогут погасить кредиты Минфина за счет собственных доходов, без привлечения заемного финансирования.

РЫНОК СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Структура рынка субфедеральных облигаций такова, что наибольший объем бумаг в обращении приходится на Москву и Московскую область, которые лидируют по объемам доходов бюджета.

Посмотрев на показатели исполнения бюджетов крупнейших эмитентов облигаций, мы увидим, что при разной динамике роста доходов все регионы, входящие топ-15, демонстрируют рост профицита бюджета. Если во втором полугодии цены на сырьевые товары останутся на текущих уровнях, то стабильная макроэкономическая ситуация обеспечит сохранение сбалансированности региональных бюджетов. В таких условиях мы вряд ли увидим новое существенное предложение долга со стороны региональных властей.

На текущем рынке доходность облигаций регионов с кредитным рейтингом от международных агентств на уровне «BB» предполагает премию к кривой доходности ОФЗ порядка 150 б. п. Мы не ожидаем сужения данного спреда до конца текущего года. На наш взгляд, наличие такой премии вполне справедливо, учитывая меньшую ликвидность субфедеральных облигаций и разницу в кредитном профиле эмитентов. Поскольку исполнение федерального бюджета и бюджета субъектов имеет близкую корреляцию, мы предполагаем, что движение кривой доходности субфедеральных облигаций будет следовать за движением кривой доходности ОФЗ.

Рисунок 2. **Исполнение консолидированного бюджета Российской Федерации (включая федеральный бюджет, бюджет субъектов, внебюджетные фонды), млрд руб.**

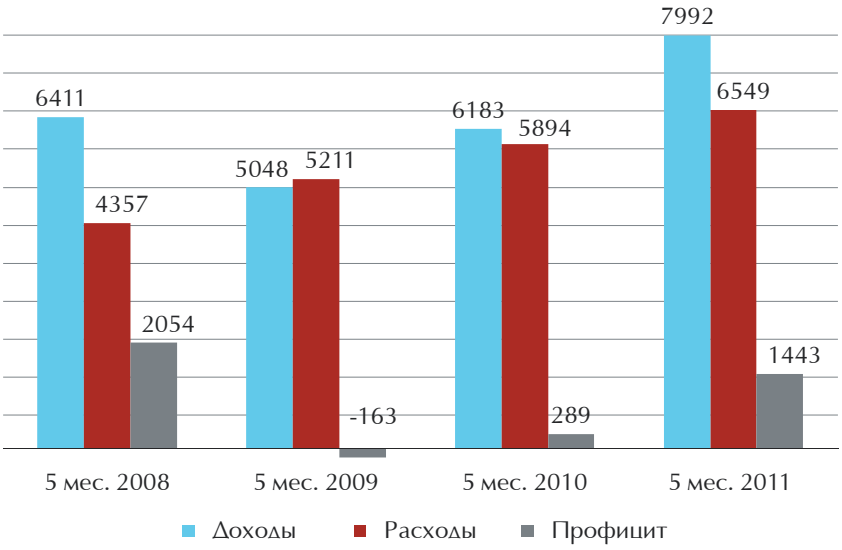


Рисунок 3. **Структура рынка субфедеральных облигаций**

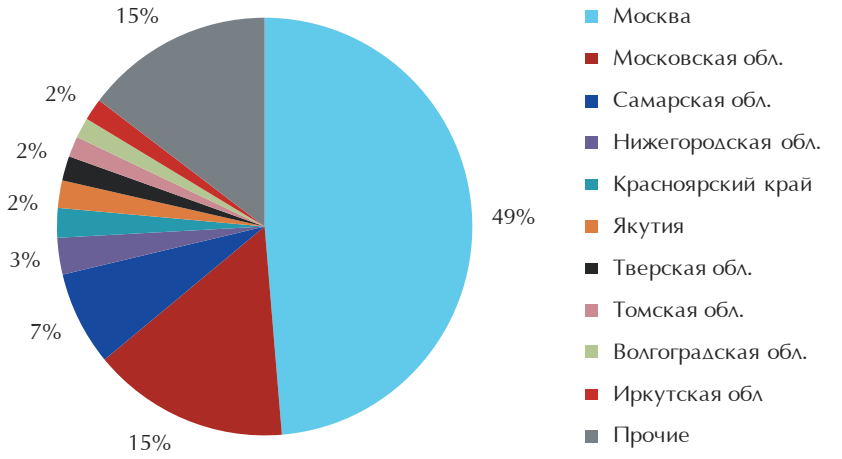


Таблица 1

Исполнение бюджета 15 крупнейших эмитентов облигаций за пять месяцев 2011 г.

	Доходы бюджета, млрд руб.	Изм. г/г, %	Профицит, млрд руб.	Изм. г/г, %	Долг, млрд руб.	Долг/доходы за год, %
Москва	646.4	28	258.6	99	279.9	17
Московская область	160.7	71	43.2	156	118.6	39
Краснодарский край	107.8	132	35.1	259	28.9	3
Ханты-Мансийский АО	85.7	67	19.6	185	10.1	7
Красноярский край	73.7	52	8.8	126	10.9	7
Самарская область	55.3	36	12.4	51	29.2	19
Республика Саха (Якутия)	54.8	30	10.4	38	18.6	11
Иркутская область	51.8	81	16.6	170	6.9	7
Нижегородская область	49.0	51	4.7	124	26.3	14
Волгоградская область	32.4	44	0.6		13.6	10
Томская область	22.0	48	5.8	99	6.8	15
Ярославская область	21.8	72	1.8		11.2	20
Тверская область	21.5	44	3.0	9	10.0	15
Калужская область	16.5	41	1.2	766	18.6	32