Антон ТАБАХ,
старший аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

В 2011 ГОДУ НОВЫЕ ЗАЙМЫ НА РЫНКЕ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ НЕ КОМПЕНСИРОВАЛИ СУЖЕНИЕ РЫНКА: ПО ИТОГАМ 12 МЕСЯЦЕВ ЕГО ОБЪЕМ (С УЧЕТОМ ПОГАШЕНИЙ И АМОРТИЗАЦИЙ) СОКРАТИТСЯ, ПО НАШИМ ОЦЕНКАМ, ПРИМЕРНО НА 50 МЛРД РУБ. ОСНОВНЫМ СОБЫТИЕМ ГОДА СТАЛ ОКОНЧАТЕЛЬНЫЙ УХОД С РЫНКА КРУПНЕЙШЕГО И КАЧЕСТВЕННОГО ЭМИТЕНТА — МОСКВЫ. ПРЕКРАЩЕНИЕ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ КАК МИНИМУМ НА 2011–2012 ГОДЫ БЫЛО ОБОСНОВАНО РОСТОМ ДОХОДОВ БЮДЖЕТА ГОРОДА, РЕЗКИМ СОКРАЩЕНИЕМ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРОГРАММЫ, ПРОДОЛЖАЮЩИМСЯ РОСТОМ СВОБОДНЫХ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ В БЮДЖЕТЕ. БОЛЕЕ ТОГО, В ОКТЯБРЕ МОСКВА НАЧАЛА ПРОВОДИТЬ АУКЦИОНЫ ПО ВЫКУПУ СОБСТВЕННЫХ БУМАГ С РЫНКА. В РЕЗУЛЬТАТЕ КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ СТОЛИЦЫ РЕЗКО ОПУСТИЛАСЬ К КРИВОЙ ОФЗ, А ПО НЕКОТОРЫМ ВЫПУСКАМ СПРЕДЫ СТАЛИ ОТРИЦАТЕЛЬНЫМИ. ЕСЛИ УЧЕСТЬ, ЧТО ВТОРОЙ КРУПНЕЙШИЙ СУБФЕДЕРАЛЬНЫЙ ЗАЕМЩИК — МОСКОВСКАЯ ОБЛАСТЬ — ПРОДОЛЖАЕТ СНИЖАТЬ ДОЛГОВУЮ НАГРУЗКУ И НЕ ПЛАНИРУЕТ НОВЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ, ТО МОЖНО КОНСТАТИРОВАТЬ, ЧТО ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ ПУЛ ЭМИТЕНТОВ СОКРАЩАЕТСЯ.

Отступать некуда — позади Москва

В первом полугодии российские субфедеральные заемщики разместили шесть выпусков облигаций на сумму 23 млрд руб. Крупнейшим из них стал заем Самарской области объемом 12.2 млрд руб. Начиная с июня рынок субфедеральных облигаций обходился без новых размещений. Так продолжалось до середины ноября, когда на рынок вышли Краснодар, Нижегородская, а затем Костромская область. Объем размещенных и анонсированных на ноябрь-декабрь выпусков уже достиг 30 млрд руб. По нашим оценкам, до конца года региональные эмитенты могут дополнительно разместить облигации на 5–7 млрд руб. Объем новых размещений в 2011 году составит около 60 млрд руб. против 37.5 млрд руб. в 2010 году. Средняя дюрация выпусков — 2.8 года (в 2010 году — три года). На вторичном рынке особой активности не наблюдалось: среди бумаг наиболее активных на рынке эмитентов ликвидностью отличались только выпуски Самарской области.

Принятые региональные бюджеты на 2012 год предусматривают размещение облигаций более чем на 120 млрд руб. Однако маловероятно, что все эти планы будут реализованы в полном объеме.

Наличие Ломбардного списка ЦБ РФ и возможность включения в него размещаемых субфедеральных облигаций обозначили нижнюю планку кредитного качества для региональных эмитентов. В течение 2011 года уровень требований ЦБ РФ был постепенно повышен до B+ и, скорее всего, будет сохраняться на этом уровне некоторое время. Следует отметить, что в течение 2011 года международные рейтинговые агентства регулярно повышали рейтинги российских регионов. Этому способствовали быстрый рост доходов большинства из них, взвешенная долговая политика, продолжение курса поддержки субъектов РФ со стороны федерального бюджета. Дальнейшее массовое повышение рейтингов крупнейших субфедеральных эмитентов будет возможно только в случае изменения суверенного рейтинга Российской Федерации.

Между тем, финансовое положение регионов улучшается быстрыми темпами. В этом году собираемость налога на прибыль и налога на доходы физических лиц, со-

ставляющих основу региональных бюджетов, выросла на 27% и 15% соответственно (по данным об исполнении бюджета за 10 месяцев 2011 года). Большинство регионов закончат год с меньшим дефицитом, чем запланировано в региональных бюджетах. Поэтому острой необходимости в заемных средствах у них нет. При этом усиление контроля над расходами и относительно низкая инфляция позволяют удерживать обьемы заимствований в пределах утвержденных ассигнований. Многие регионы за счет этого сократили долговую нагрузку как относительно собственных доходов, так и в абсолютных величинах. В 2012 году мы ожидаем номинальный рост налоговых поступлений от НДФЛ на 12% и налогов на прибыль и вмененный доход в пределах 15%. Изменения в налоговое законодательство, принятые в этом году, минимально затронули региональные бюджеты, поскольку относятся к социальным взносам, направляемым в федеральный бюджет. Отмена налогообложения прибыли медицинских и образовательных учреждений не приведет к потерям доходов регионов и муниципалитетов. Проекты бюджетной децентрализации, введения налогов с продаж, перевода части доходных статей бюджета на региональный уровень пока находятся в стадии первичной разработки и, возможно, будут реализованы только с 2013 года. Рост расходов из местных бюджетов, скорее всего, окажется несколько ниже инфляции, прогнозируемой «УРАЛСИБ Кэпитал» на уровне 7.2%. Таким образом, мы ожидаем снижения среднего уровня долга к собственным доходам регионов. Создание региональных резервных фондов, которое обсуждалось на заседании правительства, скорее всего, не станет массовым явлением. Но не исключено, что некоторые регионы по примеру Москвы будут обращаться к аукционам по выкупу облигаций и другим инструментам управления государственным долгом.

> ПРИНЯТЫЕ РЕГИОНАЛЬНЫЕ БЮДЖЕТЫ НА 2012 ГОД ПРЕДУСМАТРИВАЮТ РАЗМЕЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ БОЛЕЕ ЧЕМ НА 120 МЛРД РУБ. ОДНАКО МАЛОВЕРОЯТНО, ЧТО ВСЕ ЭТИ ПЛАНЫ БУДУТ РЕАЛИЗОВАНЫ В ПОЛНОМ ОБЪЕМЕ.

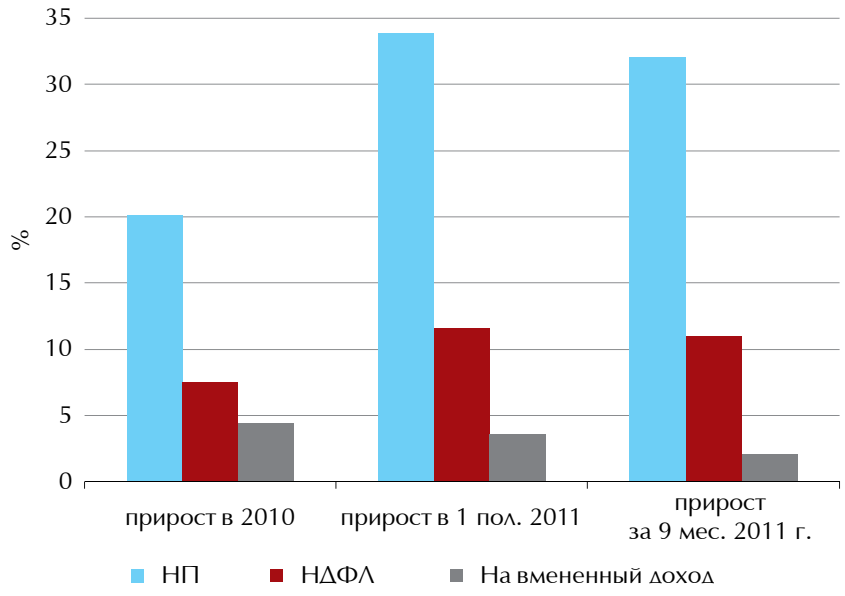
Федеральное правительство активно подпитывало регионы бюджетными кредитами во время кризиса 2008–2009 годов, не допустив дефолтов по прямому долгу субъектов РФ. Сейчас Министерство финансов проводит политику стимулирования регионов к использованию рыночных инструментов фондирования госдолга. Хотя срок федеральных бюджетных кредитов, выданных в последние три года, продлен до пяти лет, было объявлено, что новые бюджетные кредиты будут предоставляться только в форс-мажорных обстоятельствах. Минфин также рассматривает меры по повышению качества эмитентов — дополнительные ограничения на выпуск публичного долга для регионов с избыточной долговой нагрузкой. Регионы с четкой политикой управления госдолгом, такие как Самарская область, уже вводят добровольные ограничения на выпуск долговых обязательств, более жесткие, чем бюджетный кодекс.

Еще до кризиса многие регионы принимали меры по преимущественному финансированию своего бюджетного дефицита через облигации. В период кризиса доступность федеральных бюджетных кредитов, выдаваемых по льготным ставкам (от 1/4 до 1/2 ставки рефинансирования ЦБ РФ), привела к тому, что ими активно замещались погашаемые облигации. В этом году регионы используют выпуск облигаций не только для привлечения денежных средств, но и для оптимизации структуры своего долга, удлинения срока обязательств, формирования более предсказуемого графика погашений. В частности, Костромская область и Республика Карелия проводят замещение банковских кредитов новыми облигационными займами, удлиняя свой долг и снижая будущую зависимость от риска рефинансирования. Скорее всего, в 2012 году доля федеральных бюджетных кредитов продолжит сокращаться. Краткосрочное банковское кредитование останется в виде инструмента покрытия кассовых разрывов. При этом доля облигаций в структуре долга будет расти. Государственные гарантии, не требующие обслуживания со стороны бюджета, также станут более популярными.

Повышение кредитных рейтингов и улучшение финансового положения не только регионов, но и городов создает для них возможности более активного использования рынка для привлечения средств. Если в 2009–2011 годах на рынок выходили только

Рисунок 1

Прирост налоговых поступлений в бюджеты субъектов РФ



Казань, Уфа и Краснодар, а сами размещения носили скорее технический характер, то в следующем году мы можем увидеть выпуски других крупнейших городов страны, остро нуждающихся в средствах на развитие инфраструктуры и в удлинении имеющегося долга. Следует отметить, что города не могут рассчитывать на федеральную поддержку, поэтому обеспеченность собственными доходами является для муниципалитетов едва ли не более важным фактором, чем для регионов.

Другим источником роста рынка обещают стать выпуски инфраструктурных компаний и региональных корпораций развития, выходящих на долговой рынок под гарантии субъектов федерации (пример такого выпуска — облигации РСГ с гарантией Свердловской области). С 2008 года, когда концепция гарантированных выпусков была сильно дискредитирована, существенно ужесточился порядок выдачи гарантий. При этом инвесторам следует быть крайне внимательными к правовому статусу и структуре гарантий, выдаваемых региональными администрациями.

В 2012 году можно ожидать более объемных размещений от опытных эмитентов. Хотя валютные заимствования с 1 января 2011 года не запрещены бюджетным кодексом, мы не ожидаем выпуска валютных облигаций. Вряд ли стоит рассчитывать и на появление региональных выпусков рублевых еврооблигаций, исламских облигаций, а также иных экзотических финансовых инструментов, которые активно обсуждались в последние годы. Существующий рынок субфедеральных облигаций предоставляет вполне конкурентные условия для привлечения денежных средств. В основном рост рынка будет происходить за счет увеличения объемов выпуска облигаций опытными эмитентами. Сокращение федеральной поддержки и необходимость финансирования развития инфраструктуры и погашения бюджетных кредитов заставляет регионы более активно привлекать средства с рынка. В 2012 году объем размещений субфедерального долга, по нашим оценкам, составит 80–100 млрд руб. — в зависимости от рыночной ситуации и политики федеральных властей. Дебютант этого года — Свердловская область, активно привлекающая заемные средства под амбициозную программу развития инфраструктуры, — скорее всего, продолжит размещения.

Мы не ожидаем выпусков субфедеральных эмитентов с рейтингами выше BB+ и ниже B+. Москва уже покинула рынок, ЯНАО и ХМАО не нуждаются в заимствованиях, Татарстан продолжит опираться на государственные гарантии, Санкт-Петербург, скорее всего, будет выдавать гарантии под размещения облигаций инфраструктурных компаний. Московская область, вероятно, не станет выходить на рынок в наступающем году, пока не снизит уровень задолженности и расходов на ее обслуживание до приемлемых уровней. Красноярский край, неожиданно для многих объявивший о планах размещаться в декабре, может выйти на рынок для рефинансирования погашения 4 млрд руб. остатков облигационного займа 2009 года. Не исключено, что на рынок облигаций вернется Липецкая область, которая не выпускала облигаций с 2008 года. Среди потенциальных дебютантов очевидными кандидатами на проведение выпусков облигаций в 2012 году являются Ставропольский край, Ростовская и Челябинская области.

Сокращение спредов по всему спектру выпусков маловероятно, большинство новых размещений, скорее всего, будут умеренно ликвидными. Если в течение 2010 года и первой половины 2011 года доходности и спреды субфедеральных облигаций к ОФЗ снижались, достигнув к лету 2011 года исторических минимумов, то в течение второго полугодия спреды выросли на 75–125 б.п. по всем выпускам кроме Москвы, усугубив рост доходностей по ОФЗ. Доходности по выпускам сопоставимого качества выросли на 200–250 б.п. в силу ситуации на рынке. Мы рассчитываем, что произойдет стабилизация и улучшение ситуации на долговом рынке в начале 2012 года, спреды снизятся к ОФЗ на 25–50 б.п. по большинству выпусков, и пройдут две волны первичных размещений — в апреле-июне и в ноябре-декабре, вне зависимости от назначенного в следующем году некоторыми пессимистами конца света. Годовой цикл рынка субфедеральных облигаций не менее стабилен, чем календарь майя.

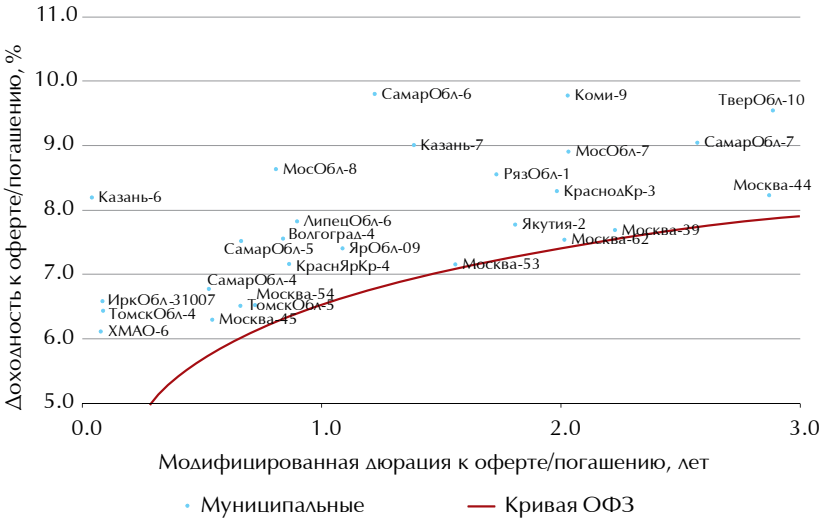


Рисунок 2

Карта доходностей субфедеральных облигаций на 23.11.2011 г.

ВРЯД ЛИ СТОИТ РАССЧИТЫВАТЬ И НА ПОЯВЛЕНИЕ РЕГИОНАЛЬНЫХ ВЫПУСКОВ РУБЛЕВЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ, ИСЛАМСКИХ ОБЛИГАЦИЙ, А ТАКЖЕ ИНЫХ ЭКЗОТИЧЕСКИХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ, КОТОРЫЕ АКТИВНО ОБСУЖДАЛИСЬ В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ