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

ОПЫТ ПОСЛЕДНИХ ЛЕТ ПОЗВОЛЯЕТ КОНСТАТИРОВАТЬ, ЧТО СИТУАЦИЯ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ МУНИЦИПАЛЬНЫХ И СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ОПРЕДЕЛЯЕТСЯ НЕ СТОЛЬКО КРЕДИТНЫМ ПРОФИЛЕМ ЭМИТЕНТОВ И ПОТРЕБНОСТЯМИ В ПРИВЛЕЧЕНИИ ИЛИ РЕФИНАНСИРОВАНИИ ДОЛГА, СКОЛЬКО КОНЪЮНКТУРОЙ ВНЕШНИХ РЫНКОВ, КОТОРАЯ ВЛИЯЕТ НА НАСТРОЕНИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ И РОССИЙСКИХ ИНВЕСТОРОВ.

Регионы в профиль

В 2011 году динамика первичных размещений региональных и муниципальных облигаций, а также котировки бумаг следовали за общим движением рынка. Благоприятное первое полугодие сменилось заморозкой в сегменте первичных размещений в августе-октябре и ростом доходности бумаг на вторичном рынке во втором полугодии.

Рост стоимости привлечения ресурсов для регионов на первичном рынке и увеличение доходностей бумаг на вторичке во втором полугодии 2011 года происходили несмотря на то, что кредитный профиль большинства эмитентов демонстрировал заметное улучшение.

Растущие цены на сырьевые товары в 2011 году обеспечили опережающий рост доходов и профицитное исполнение федерального и большинства региональных бюджетов, что отразилось в повышении кредитных рейтингов ряда субъектов РФ.

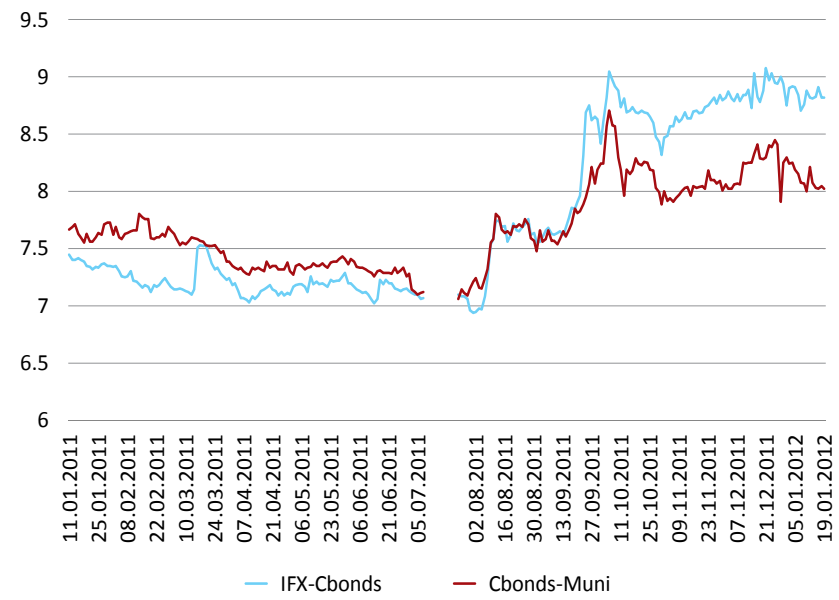
За десять месяцев 2011 года собственные доходы бюджетов субъектов РФ выросли по сравнению с прошлым годом на 20.9%. Стабильность региональных бюджетов продолжали поддерживать безвозмездные перечисления из федеральной казны, которые за десять месяцев 2011 года увеличились на 11.5%, или на 150 млрд руб.

Значительный рост доходов на фоне консервативной политики управления расходами обеспечил сбалансированность региональных бюджетов. За десять месяцев 2011 года профицит бюджета всех субъектов РФ составил 668 млрд руб. по сравнению с дефицитом в 2010 году в размере 88 млрд руб. и дефицитом в 2009 году в 277 млрд руб.

Долговая нагрузка российских регионов по международным меркам находится на низком уровне. Профицит бюджета в 2011 году позволил отдельным регионам сократить объем финансового долга. В целом по системе рост обязательств не превысил 5%, что на фоне роста совокупных дохо-

Рисунок 1

Динамика индексов средневзвешенной эффективной доходности корпоративных и субфедеральных рублевых облигаций



Источник: Cbonds

дов на 18% означает снижение уровня долговой нагрузки. При этом мы обращаем внимание на неравномерность экономического развития регионов. В то время как Москва и Московская область, а также ряд нефтедобывающих регионов сокращали долговую нагрузку, отдельные регионы, реализующие крупные инфраструктурные проекты и имеющие ограниченную базу налогоплательщиков, были вынуждены нарастить долг.

Дополнительным фактором, обеспечивающим низкие риски рефинансирования регионов, выступает наличие значительных остатков на счетах, которые у отдельных субъектов превышают объем имеющихся обязательств.

Несмотря на усиление кредитного профиля российских регионов, негатив с внешних рынков, обрушившийся во втором полугодии 2011 года, оказался для инвесторов более весомым аргументом, что вызвало массовые продажи и снижение котировок бумаг.

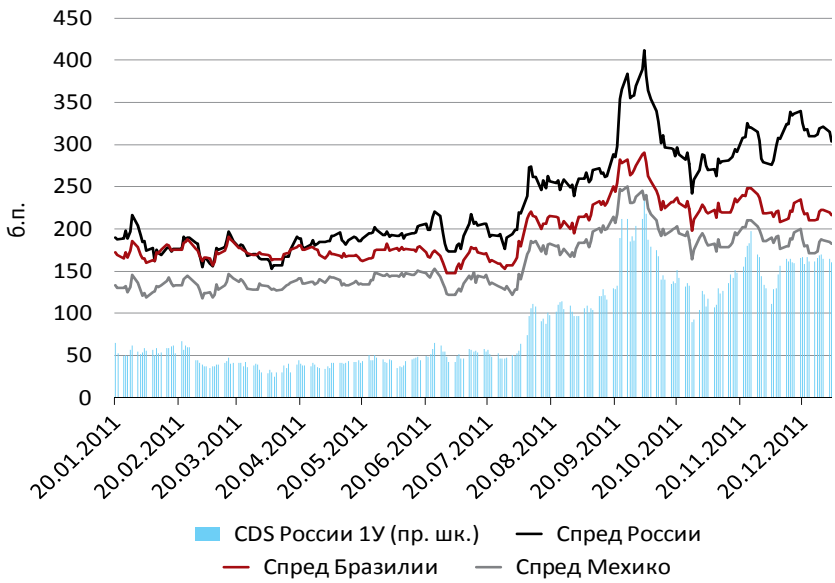
Среди ключевых внешних факторов, оказавших давление на рынок субфедеральных облигаций во второй половине 2011 года, мы выделяем следующие:

- снижение кредитного рейтинга США, отдельных стран еврозоны и крупных корпоративных заемщиков;
- проблемы рефинансирования суверенных долгов европейских стран;
- убытки инвесторов и снижение финансовой устойчивости крупных европейских банков в результате отрицательной переоценки вложений в гособлигации Греции, Португалии, Италии и других стран;
- снижение темпов роста мировой экономики.

Все вышеперечисленные риски сохраняют свою актуальность и в 2012 году. Тем не менее, приток ликвидности оказывает стимулирующее влияние на финансовые рынки. Начало 2012 года ознаменовалось ралли в рисковых классах активов, несмотря на то что риски ослабления глобальной экономики по-прежнему сохраняются.

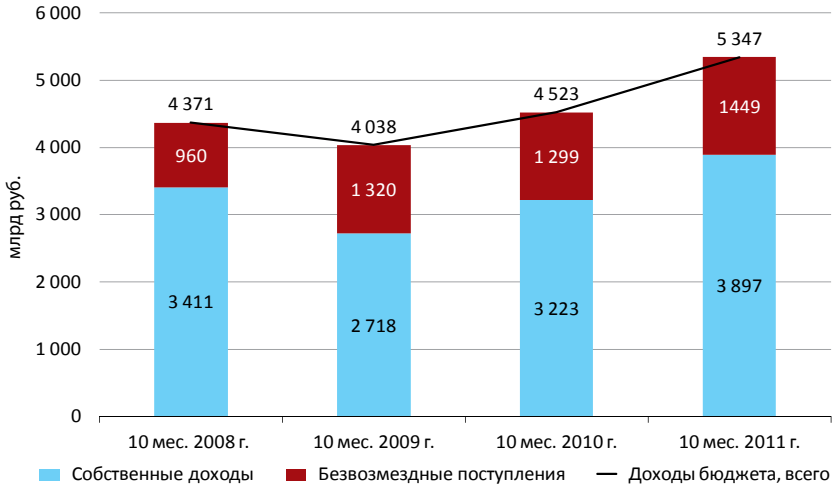
За первые три недели нового года кривая доходности ОФЗ снизилась более чем на 25 б.п. по длинным бумагам и 30–40 б.п. по коротким займам. Приток ликвидности на российский рынок мог бы обеспечить сужение спредов между ОФЗ и субфедеральными бумагами. Однако проводимая

Рисунок 2. **Динамика спредов к UST 10**



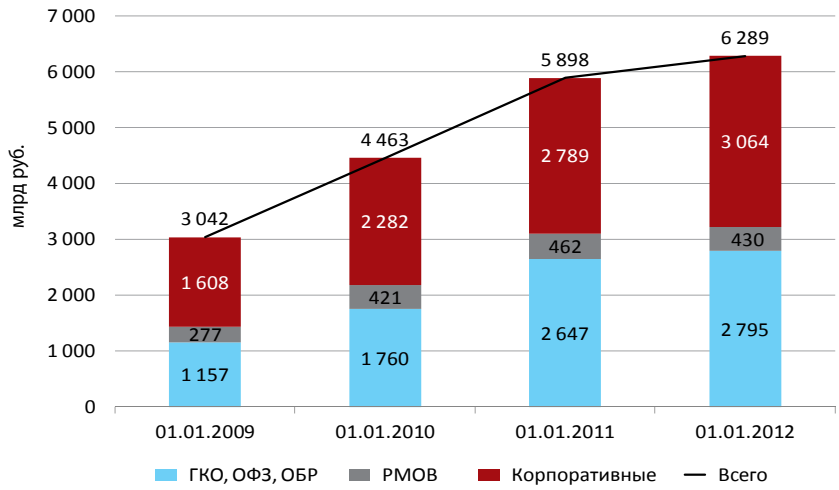
Источник: Bloomberg

Рисунок 3. **Динамика доходов субъектов РФ**



Источник: Минфин РФ

Рисунок 4. **Структура рынка рублевых облигаций (рыночные займы)**



Источник: Cbonds

Таблица 1. **Ключевые показатели исполнения бюджета субъектов РФ за 10 месяцев 2011 г.**

	Всего доходы, млн руб.	В т.ч. собств. доходы, млн руб.	Профицит (дефицит), млн руб.	Долг, млн руб.	Долг/доходы
Белгородская область	56 421	37 873	5114	14 320	21%
Волгоградская область	49 254	35 842	-2377	14 418	24%
Вологодская область	32 456	23 978	-2215	20 722	53%
Воронежская область	48 465	29 618	5665	11 205	19%
Иркутская область	73 024	55 017	15 718	5584	6%
Калужская область	24 307	18 060	-707	18 819	65%
Карелия	22 803	15 088	2161	6595	24%
Коми	40 508	32 155	3744	5840	12%
Костромская область	14 435	7801	-25	8243	48%
Краснодарский край	144 166	83 826	25 619	34 628	20%
Красноярский край	110 048	85 327	1439	11 107	8%
Ленинградская область	51 847	41 154	7960	5207	8%
Липецкая область	27 143	20 495	739	5744	18%
Москва	1 241 418	1 110 094	281 538	247 217	17%
Московская область	228 287	197 134	54 574	96 139	35%
Нижегородская область	76 096	59 543	-580	29 963	33%
Самарская область	85 690	71 627	4043	32 973	32%
Санкт-Петербург	322 590	258 175	38 266	8521	2%
Свердловская область	115 527	96 881	3458	11 515	8%
Тверская область	32 263	22 764	803	10 921	28%
Томская область	32 606	22 481	2099	6362	16%
Удмуртская Республика	35 592	23 616	925	11 158	26%
Ханты-Мансийский АО	137 425	124 143	21 136	9854	6%
Чувашия	25 534	13 386	2442	7 782	25%
Якутия	95 874	51 158	9854	17 810	15%
Ярославская область	33 498	25 653	2431	10 375	26%
Все субъекты РФ	**5 346 634**	**3 897 266**	**667 978**	**1 050 160**	**16%**

Минфином России политика по изъятию ликвидности и отток капитала из России ограничивают спрос на бумаги второго эшелона.

В 2012–2013 годах регионам предстоит рефинансировать кредиты, привлеченные ранее от Минфина России в объеме порядка 300 млрд руб. Частично потребность в ресурсах регионы будут пытаться восполнить за счет заимствований на публичном рынке. В условиях ограниченного предложения субфедеральных бумаг в течение последних двух лет и ухода с рынка облигаций самого крупного заемщика, а именно Москвы, мы ожидаем, что новые выпуски будут востребованы рынком.

Текущий уровень цен на углеводороды обеспечивает сбалансированность федерального и региональных бюджетов. Благодаря умеренному уровню долговой нагрузки и поддержке федерального бюджета субъекты РФ будут оставаться привлекательными заемщиками на рынке капитала. Сохраняющаяся неопределенность на финансовых рынках будет поддерживать спрос на долг качественных заемщиков.

Среди ключевых рисков вложений в субфедеральные облигации в 2012 году мы отмечаем традиционно ограниченную ликвидность данных инструментов.

Наталья ЛОБАНОВА,
заместитель министра финансов Нижегородской области

АКТУАЛЬНОЕ ИНТЕРВЬЮ

«Уход с рынка Москвы нам на руку»

В ноябре прошлого года Нижегородская область разместила выпуск облигаций объемом 8 млрд руб., удачно найдя окно для выхода на первичный рынок. Спрос на бумаги региона почти в два раза превысил предложение. В интервью Cbonds Review заместитель министра финансов Нижегородской области Наталья Лобанова рассуждает о перспективах сектора региональных заимствований и рассказывает о долговой стратегии региона на 2012 год.

– После ухода Москвы с регионального рынка заимствований некоторые его участники заговорили о том, что сектор субфедеральных облигаций продолжит сокращаться и постепенно исчезнет. Вы с этим согласны?

– Не думаю, что изменение долговой стратегии таких крупных заемщиков, как Москва или Санкт-Петербург, глобально способно привести к исчезновению субфедеральных облигаций как класса. Скажу больше: такие субъекты, как Нижегородская область, отчасти выигрывают в подобной ситуации. Очевидно, что участники рынка хотят инвестировать средства в облигации регионов. С уходом Москвы конкуренция за ресурсы на рынке стала меньше — нам это на руку. Больше инвесторов наконец узнают, что есть жизнь и за пределами столицы.

– В ноябре прошлого года Нижегородская область привлекла на публичном рынке 8 млрд руб. Сумма довольно внушительная. У региона действительно была острая необходимость занимать именно в таких объемах?

– При формировании бюджета на 2011 год были запланированы заимствования в размере 5 млрд руб. Однако впоследствии мы внесли ряд изменений в программу развития, увеличили объем капитальных вложений — в частности, для финансирования таких крупных объектов строительства, как метро, дороги, объезды около Нижнего Новгорода, ФОКи, и ряда других инвестиционных проектов, по которым у нас было предусмотрено софинансирование с федерацией. Кроме того, вырос и объем бюджетных расходов. Возросший дефицит бюджета мы решили

закрывать с помощью облигаций.

– Каков текущий уровень долга у региона?

– На 1 января 2012 года госдолг Нижегородской области составил 37.9 млрд руб., или 52.78% к налоговым и неналоговым доходам без учета безвозмездных поступлений из федерального бюджета. По сравнению с началом прошлого года долг вырос на 11.2 млрд руб. Для сведения, на 01.01.11 долг составлял 26.7 млрд руб., или 42.85% к доходам.

– Представители инвестбанков часто жалуются на то, что рынок организации облигационных займов для регионов очень непрозрачный. Как вы смотрите на эту ситуацию с точки зрения заемщика? Комфортно ли регионам работать в существующих условиях?

– Регионы вправе сами определять процедуру выбора генагента: это может быть аукцион или конкурс. Не секрет, что электронные аукционы проводятся по цене, и ситуация в ходе торгов может развиваться непредсказуемо, так как в тендере участвуют не только опытные участники рынка, но и новички. Для нас важна не только цена вопроса, но и наличие у компании большого опыта работы и знания специфики рынка региональных заимствований. Учесть все эти критерии в рамках аукциона невозможно, поэтому для нас процедура конкурсного отбора является предпочтительной.

– Кстати, я неоднократно слышала от некоторых ваших коллег из региональных финансов о том, что рынок инвестбанковских услуг для регионов монополизирован, банки, пользуясь этим, диктуют свои условия заемщикам. Вам тяжело договариваться с банкирами?

– Проводя конкурс по выбору банков-организаторов, мы заранее в конкурсной документации прописываем все требования к потенциальным партнерам. Если банк подает заявку на участие и принимает наши условия, то он несет ответственность за принятые на себя договорные обязательства. А когда контракт подписан, нам легче разговаривать с банками: «Вы знали, на что шли, вы подавали заявку, значит вы согласны с нашими требованиями». Процесс взаимной притирки есть всегда. Каждая сторона хочет максимально удовлетворить собственные потребности. Конечно, если никак не удается найти общий язык с банком, у нас есть право расторгнуть контакт, но банк понимает, что это только ухудшит его репутацию как организатора. Пока у нас таких случаев не было. Даже в кризисные годы нам удавалось выстроить работу очень конструктивно. Мы прекрасно понимали, что при такой рыночной ситуации генагентам очень тяжело разместить бумаги, но всегда удавалось достигнуть взаимопонимания.

– В 2012 году планируете выходить на рынок?

– Планы есть. Мы уже заложили в проект бюджета 8 млрд руб. Пока затрудняюсь сказать, потребуется ли увеличивать объемы заимствований, как в прошлом году. Сейчас в структуре долга региона около трети обязательств приходится на бюджетные кредиты, по трети — на банковские кредиты и облигационный заем. В этом году по проекту бюджета мы все-таки выходим на предельный дефицит, дальше его увеличивать уже нет возможности, поэтому дополнительные объемы привлечения вряд ли будем подписывать — только если возникнет потребность замены кредитов облигационными займами. Пока существующая структура долга нас устраивает.

– Существует точка зрения, что рынок региональных облигаций будет постепенно двигаться в сторону краткосрочного кредитования. Действительно есть такая вероятность?

– Если речь идет про субъекты федерации, у которых невысокий уровень долга и нет инфраструктурных проектов, то такой инструмент, как краткосрочные кредиты, вполне подходит. Для нашего региона, имеющего довольно высокую долговую нагрузку, краткосрочные кредиты слишком обременительны и рискованны. В этом случае мы можем в какой-то момент оказаться один на один со своими проблемами, если вдруг банки откажутся предоставить нам средства на рефинансирование обязательств в нужном объеме. Поэтому на сегодняшний день в нашем долговом портфеле присутствуют как длинные облигации, так и более короткие кредиты. Последние чаще используются для покрытия кассовых разрывов. А средства, привлеченные в ходе размещения облигаций, направляются на финансирование расходов капитального характера и покрытие дефицита бюджета. В 2011 году капитальные расходы составили 15 млрд руб., дефицит — около 12 млрд руб., объем размещения облигаций — 8 млрд руб.

– В прошлом году некоторые регионы стали более активно обращаться к практике выкупа собственных бумаг с рынка. Вы такой задачи не ставите?

– Мы думали об этом, но пока не можем найти возможности в бюджете, чтобы проводить выкуп собственных бумаг. Регион вынужден прибегать к новым заимствованиям, чтобы рефинансировать старые обязательства.

Хотя не исключено, что мы прибегнем к подобной практике в будущем, если бюджет нам позволит. Пока что необходимо согласовать с Минфином ряд вопросов, связанных с отражением данных операций.

– Нижегородская область — достаточно искушенный заемщик на публичном рынке. В арсенале региона были даже еврооблигации. Есть ли новые планы выхода на внешние рынки заимствований?

– Когда в 1997 году мы принимали решение о размещении еврооблигаций, то не рассчитывали на то, что буквально через год страну потрясет дефолт. В результате, долг субъекта сильно вырос, область оказалась неспособна осуществлять выплаты по долговым обязательствам, нам пришлось идти на реструктуризацию долгов. Погашение шло тяжело, так как объем долговой нагрузки резко вырос в рублевом эквиваленте. Поэтому при текущей конъюнктуре, пока ситуация на мировых финансовых рынках все еще очень неспокойная, мы воздержимся от внешних заимствований.

– В ходе одной из дискуссий в рамках IX Российского облигационного конгресса председатель правления биржи РТС Роман Горюнов высказал мнение о том, что ни государство, ни регионы в должной степени не заботятся о ликвидности своих бумаг, и это большой минус. Неправильно воспринимать долговой рынок только лишь в качестве источника заимствований для покрытия дефицита бюджета. Нужно уделять повышенное внимание поддержанию ликвидности бумаг, способствовать тем самым формированию бенчмарка на рынке. Как вы оцениваете ликвидность в бумагах Нижегородской области? Существует ли для вас подобная проблема?

– Все зависит о того, с какой точки зрения посмотреть на этот вопрос. Мы оцениваем такой инструмент, как облигации, с позиции заемщика. Нам в первую очередь важно, чтобы для бюджета бумага была достаточно дешевой в обслуживании. А инвестор, покупающий наши облигации, заинтересован прежде всего в том, чтобы максимизировать свой доход.

Безусловно, мы как эмитент тоже видим задачу развития структуры инвесторов. Сегодня достаточно большую группу инвесторов в региональные бумаги составляют, к примеру, управляющие компании, которые в основном покупают бумаги и держат их до погашения. Нам бы хотелось, чтобы структура инвесторов в наши облигации была более живой. Естественно, это было бы полезно для рынка в целом.

При размещении облигаций мы всегда оговариваем с генагентом условие о том, что бумага должна торговаться на вторичном рынке, ликвидность в выпуске должна поддерживаться. Это условие также прописывается в контракте. Мы отслеживаем информацию с биржи и видим, как обращается бумага на вторичном рынке. Если возникают проблемы, то биржа нас об этом предупреждает. Такие случаи у нас были. Мы старались вовремя на эти прецеденты реагировать, мотивировать генагента, чтобы он более активно работал с нашими бумагами.

Беседовала
Елена СКУРИХИНА