Антон ТАБАХ,
к. э. н., главный экономист,
«Эксперт РА»

Субфедеральный долг: новая надежда

В первом полугодии 2017 года положительная динамика на рынке субфедерального долга сохранилась. Объем первичных размещений (полугодие к полугодию) увеличился с 36.5 млрд руб. до 52 млрд руб., совокупный объем облигаций в обращении после сжатия продолжил расти. Помимо общих для облигационного рынка причин роста, в числе которых снижение рыночных процентных ставок на фоне избыточной ликвидности, есть и специфические для сектора. Основным драйвером стремительного роста регионального и муниципального долга является сочетание относительно стабильного уровня регионального долга и изменение политики Минфина, который переориентирует регионы на рыночные инструменты.

Исполнение бюджетов в большинстве регионов в 2016 году было весьма благополучным, позитивный тренд продолжается и в этом году. Существенный рост налогов на прибыль при стабильных доходах опроверг достаточно мрачные прогнозы, более того, относительно низкие расходы на обслуживание долга в крупнейших регионах способствовали его стабилизации: совокупный уровень долга вырос всего на 2%. Резкое снижение инфляции в 2016 году привело к удержанию расходов в пределах утвержденных ассигнований, некоторое сокращение федеральных трансфертов оказалось менее болезненным для регионов.

Следует отметить, что бюджеты имеют существенно меньшую гибкость, чем во время кризиса 2008–2009 годов. В частности, большинство трансфертов из федерального бюджета стали целевыми и не могут быть направлены на закрытие бюджетных дыр. В 2014–2015 годах Минфин активно раздавал бюджетные кредиты, теперь в вопросах финансирования регионального долга федеральные власти вернулись к политике, проводимой в 2013 году. Минфин стремится не только ограничить долг, но и заместить бюджетные (крайне дешевые) кредиты банковскими кредитами и облигациями. Для самих регионов такая ситуация оказалась двоякой: с одной стороны, исчез основной источник дешевых денег и необходимо заложить в бюджеты рост долговой нагрузки, с другой — стабилизация долга дает некоторое пространство для маневра.

Снижение ставок и удлинение заимствований снова сделали облигации

более предпочтительными, особенно для крупных регионов с выпусками от 10 млрд руб. Субфедеральные бумаги остаются более привлекательными по сравнению с корпоративными облигациями сопоставимого качества с точки зрения давления на капитал.

После произошедших изменений на рейтинговом рынке большинству регионов-эмитентов придется обзавестись рейтингами от одного из двух аккредитованных кредитных рейтинговых агентств — благо наличие утвержденной методологии по оценке субфедов у обоих из них обеспечивает выбор и конкуренцию. Вряд ли мы увидим глобальные изменения в соотношении рейтингов по сравнению с оценками «большой тройки», но в середине списка перемены могут оказаться заметными. Снижение рейтингов регионов, испытывающих серьезные трудности с исполнением бюджета, особенно в спекулятивном сегменте, вполне возможно.

В 2015 году на рынок вышло 16 регионов и два города, причем с относительно небольшими объемами: крайне высокие ставки сдерживали процесс. Опытные и качественные заемщики с длительной кредитной историей и преимущественно рыночным долгом в основном проводили политику поддержания уровня долга. В 2016 году разместился 21 регион, на рынок вернулись долго отсутствовавшие на нем Московская, Иркутская и Калининградская области, а также ЯНАО. Два выпуска (Московской области и ЯНАО) превысили объем 20 млрд руб. В этом году пока размещались только знакомые имена, но до конца года стоит ожидать сюрпризов.

Поскольку ликвидность на рынке остается невысокой, а доходности по ОФЗ существенно упали по совокупности причин, размещение облигаций по-прежнему выгодно и для регионов, и для инвесторов. Мы не ожидаем, что увеличение объема рынка субфедеральных облигаций приведет к структурным перекосам: долговая нагрузка регионов в этом году останется стабильной, объем предложения не избыточен. В 2018 году ситуация будет зависеть от направленности финансовой политики нового правительства после мартовских выборов, но, скорее всего, эффект скажется не раньше 2019 года.

Дополнительным источником роста субфедерального рынка в конце этого года и следующем году могут стать города из регионов, предпочитающих не наращивать рыночный долг сами (например, Татарстан), они могут выйти на рынок через эмиссию столицы региона.

В сложившихся условиях инвесторы должны внимательно следить за качеством выпусков и новой рейтинговой градацией, а также оценивать перспективу и глубину возможной федеральной поддержки в случае очередного раунда бюджетных проблем. Но можно сказать, что рынок субфедерального долга показал себя устойчивым к кризису, и как минимум на ближайшие пару лет его перспективы очень оптимистичны.

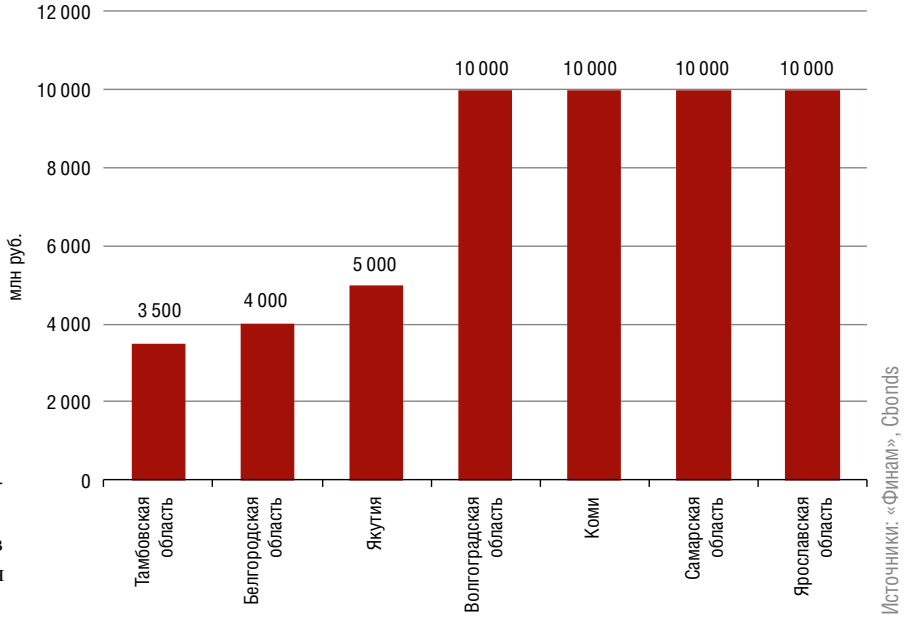
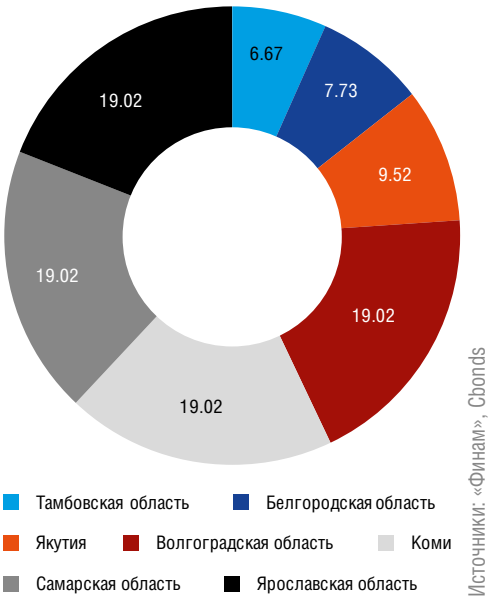


Рисунок 1 Размещения субфедеральных облигаций на 1 августа 2017 г.

Рисунок 2. Структура рынка субфедеральных облигаций за первое полугодие 2017 г. Доля рынка, %



В СЛОЖИВШИХСЯ УСЛОВИЯХ ИНВЕСТОРЫ ДОЛЖНЫ ВНИМАТЕЛЬНО СЛЕДИТЬ ЗА КАЧЕСТВОМ ВЫПУСКОВ РЕГИОНОВ И НОВОЙ РЕЙТИНГОВОЙ ГРАДАЦИЕЙ