Антон Табах,
старший аналитик, ИК «Тройка Диалог»

Привлекательный СУБЪЕКТ

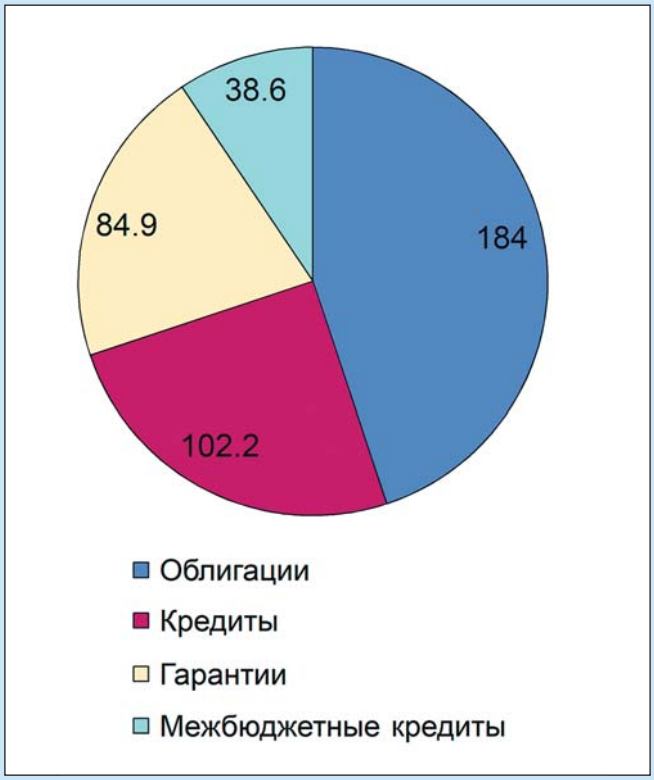
После серьезного расширения спредов в сегменте ОФЗ в конце 2008 – 2009 годах ситуация на рынке госдолга вернулась в свое традиционное «мертвое» состояние. Минфин и Центральный банк, несмотря на систематическую поддержку рынка, пока не нашли ему адекватное применение в своих планах по заимствованиям на 2009 год. Аукционы ОФЗ, проходившие в первом квартале и апреле, не отличались активностью рыночных участников, и государство продолжало опираться на инвесторов, связанных с государством и инвестирующих обязательные накопления. Хотя ставки по ОФЗ стали положительными, низколиквидный рынок, находящийся «под колпаком» Минфина, не вызывает энтузиазма — основная активность сосредоточена на рынке внешнего долга.

Последнее Бюджетное послание предусматривает заимствование $7 млрд в 2010 году — при достаточно высоких базовых ценах на нефть и соответствующих им налоговых поступлениях. В таком случае первичный рынок рублевого госдолга будет играть менее значительную роль. Он останется полем ПФР, госбанков и (с учетом использования ОФЗ для рекапитализации) системообразующих банков. Поэтому ожидать резкого роста оборота на рынке рублевого госдолга, на наш взгляд, не стоит. В среднесрочной перспективе сегмент ОФЗ будет вторичен и для инвесторов, и для эмитента.

С другой стороны, в последние месяцы рынок субфедерального долга вел довольно бурную жизнь. Регионы как заемщики особенно сильно пострадали от финансово-экономического кризиса, хотя и не были «на виду». Региональные бюджеты — в отличие от федерального — в основном зависят от поступлений от налогов на доходы физических лиц и прибыль компаний, а оба эти источника средств сильно оскудели. Кроме того, кризис обусловил более высокий, чем ожидалось, рост социальных расходов. Привыкнув в последние годы к высоким доходам, уверенному экономическому росту и низкому дефициту средств, многие регионы не сумели предотвратить возникновения огромных прорех в своих бюджетах при почти полном отсутствии возможностей их покрыть. Более того, те субфедеральные заемщики, которые жили в основном за счет доходов от экспорта или опирались на потребительский сектор, страдают больше всех, тогда как отстающие субъекты федерации, «питающиеся» в основном государственными дотациями, похоже, не особо и пострадали. Мы полагаем, что в 2009 году на покрытие дефицита региональных бюджетов потребуется в общей сложности около 800 млрд руб., из которых около 300 млрд руб. даст государство посредством различных грантов и субсидированных кредитов, а еще 200 млрд руб. регионам придется сэкономить, сокращая бюджетные расходы (например, капиталовложения). Оставшиеся ресурсы придется привлекать либо в виде банковских кредитов, либо посредством выпуска облигаций.

Рынок субфедерального долга, вероятно, станет важным инструментом в плане сглаживания последствий кризиса. Более того, объемы выпуска субфедеральных облигаций уже значительно превышают объемы банковского кредитования — на сегодняшний день около 47.5% обязательств субъектов федерации приходится на облигации.

Региональный долг 01.05.2007, млрд руб.



Региональный долг 01.02.2009, млрд руб.

Долговая нагрузка крупнейших регионов РФ

	Долг / доходы
Московская область	72.83%
Якутия (Саха)	36.99%
Хабаровский край	28.98%
Самарская область	27.08%
Татарстан	25.15%
Новосибирская область	23.09%
Нижегородская область	19.22%
Иркутская область	18.98%
Саратовская область	17.68%
Ленинградская область	15.82%
Республика Коми	15.26%
Липецкая область	14.75%
Волгоградская область	14.48%
Томская область	14.22%
Архангельская область	10.54%
Москва	7.53%
Омская область	7.49%
Красноярский край	6.34%
ХМАО(Югра)	5.08%
Вологодская область	4.77%
Ростовская область	4.62%
Башкортостан	4.51%
ЯНАО	4.28%
Санкт-Петербург	3.23%
Свердловская область	3.12%
Тюменская область (кроме округов)	2.96%
Приморский край	2.96%
Краснодарский край	2.46%
Челябинская область	1.46%
Пермский край	0.66%

Источник: Минфин, «Тройка Диалог»

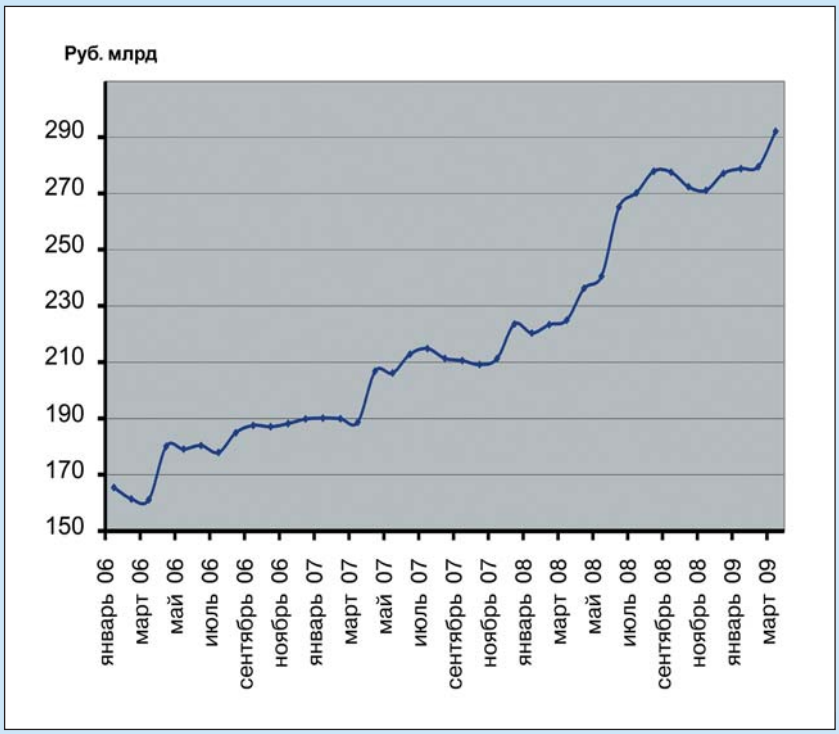
На 1 мая 2009 года совокупный объем рублевых облигаций региональных и муниципальных эмитентов составил 294 млрд руб. К самым крупным эмитентам принадлежат Московская область, Москва и Самарская область. Активными участниками долгового рынка также являются Якутия, Иркутская, Нижегородская и Ярославская области. У большинства областей вполне приемлемый уровень долговой нагрузки даже с учетом сокращения бюджетных доходов.

Мы не ожидаем значительных проблем с рефинансированием — особенно теперь, когда к этому привлечены федеральные органы власти. Уровень долговой нагрузки умеренный. На обслуживание долга приходится менее 3% бюджетных доходов во всех регионах, за исключением Московской области.

Московская область, которой в 2009 году предстоят существенные погашения обязательств, в дополнение к уже погашенным в конце апреля обязательствам на 9.6 млрд руб. является наиболее проблемным регионом. Кроме собственного долга, прямо или косвенно принадлежащие области компании находятся в состоянии дефолта по облигациям общим объемом в 16 млрд руб. Возможный дефолт в апреле мог привести к эффекту домино на всем рынке — и то, что долг был погашен, стимулировало рост. Погашение четвертого выпуска облигаций и сдвинувшиеся с мертвой точки переговоры с кредиторами дочерних структур уже привели к улучшению отношения инвесторов к Московской области и всему рынку субфедерального долга.

По нашим прогнозам, летом выпуски возобновятся, при этом большая часть эмиссий придется на конец года. Мы ожидаем достаточно высокой рыночной активности и резкого снижения роли технических сделок. Москва восстановила активность на первичном рынке к началу марта и в апреле провела несколько крайне удачных выпусков, воспользовавшись своей репутацией первоклассного заемщика. Ее примеру могут последовать прочие регионы, причем размещения будут рыночными и на приемлемых для инвесторов условиях. Несколько отойдя от паники, инвесторы начали понимать, насколько правильной была осторожная политика управления долгом, проводимая субъектами федерации в последние семь, а случае с московской администрацией — на протяжении более чем десяти лет, а также роль жестких ограничений, налагаемых бюджетным кодексом страны на эмиссию региональных долговых обязательств и управление ими. Мы считаем, что состав эмитентов не изменится. Кроме того, до середины 2010 года на рынке могут появиться дебютные выпуски Свердловской, Челябинской, Тюменской, Саратовской областей и Пермского края, так как данные регионы испытывают трудности с финансированием, а банки не всегда располагают нужными средствами.

Динамика объема находящихся в обращении долговых обязательств субъектов федерации



Источник: Минфин

Московская область, вероятно, продолжит исполнять обязательства по прямому долгу, а долг дочерних структур, скорее всего, будет реструктурирован. На наш взгляд, инвесторы должны настаивать на обмене этих облигаций на обеспеченные бумаги Московской области (даже в случае пролонгации погашений и снижения процентных ставок), что, по слухам, уже произошло с облигациями МОИТК, чтобы избежать риска ненадежного обеспечения в будущем. При такой конъюнктуре рынка имеет смысл переходить в длинные выпуски Московской области — их перспективы резко улучшатся даже при минимальном облегчении финансовой ситуации в регионе.

Исходя из наших прогнозов снижения процентных ставок для первоклассных заемщиков к концу года, мы рекомендуем среднесрочные выпуски Москвы. Нам также нравятся бумаги эмитентов высокого качества, в том числе облигации Самарской области четвертого и пятого выпусков. Среди «коротких» бумаг интересны облигации Новосибирской и Ярославской областей. У «длинных» бумаг этих областей риски существенно выше. Однако, основываясь на нашем прогнозе более дешевого финансирования к концу года, мы считаем, что эти эмитенты должны быть в выигрыше.