



◀ **Валерий ВАЙСБЕРГ,**
директор аналитического
департамента, ГК «РЕГИОН»

Александр ЕРМАК, ▶
главный аналитик долговых
рынков, ГК «РЕГИОН»



Субфедеральные займы: вперед в прошлое

Рынок субфедеральных займов является практически идеальным отражением изменчивой экономической и политической истории России. Родившийся в хаосе парада суверенитетов, он пережил несколько взлетов и падений, в том числе два изобиловавших дефолтами кризиса. Сегодня перед регионами стоит примерно та же проблема, что и 20 лет назад, — необходимость обеспечить исполнение бюджетов в условиях замедления темпов экономического роста и увеличения социальной нагрузки. В ближайшие годы именно это будет способствовать росту объемов размещений и выходу на рынок новых эмитентов.

А ПОМНИШЬ, КАК ВСЕ НАЧИНАЛОСЬ...

В январе 1992 года глава администрации Хабаровского края Виктор Ишаев подписал решение о выпуске муниципального займа на сумму 200 млн неденоминированных руб. Муниципальным этот заем был назван не случайно: понятие «субъект Федерации» появилось в Конституции только в 1993 году. Большую часть привлеченных средств регион планировал вложить в строительство технопарка, остальные — в достройку полиграфического комбината и реконструкцию гостиницы «Дальний Восток».

Первоначальная структура займа выглядела весьма замысловато. Предлагались облигации трех номиналов и двух валют, сроки погашения варьировались от 1 года до 4 лет. Процентная ставка была плавающей и рассчитывалась на основе средних банковских ставок. Инвесторам предоставлялось право выбирать форму обслуживания займа: денежную, товарную или ценно-бумажную (для крупных инвесторов). Для юридических

лиц, держателей облигаций, предусматривалась льгота по налогу на прибыль. Агентом по размещению займа была выбрана коммерческая организация — АООТ «Дальинфонд».

Регистрация выпуска состоялась в начале марта 1992 года. Объем эмиссии составил 150 млн неденоминированных руб., срок обращения — 3 года. Ставка годового купона была установлена в размере 20% годовых. Впоследствии номинал и процентная ставка регулярно индексировались. Однако на открытом рынке удалось продать лишь незначительную часть бумаг (на 3 млн руб.).

Наряду с Хабаровским краем, первопроходцами в размещении облигаций стали Московская, Нижегородская и Пермская области. На первых порах эмиссии региональных ценных бумаг были недостаточно прозрачными. Привлеченные средства использовались преимущественно для финансирования жилищного строительства, развития услуг связи для населения.

При этом многие регионы практиковали и выпуск векселей, которые не надо было

регистрировать в федеральных органах. Контролировать объемы таких займов оказалось невозможным, это создавало опасность появления в той или иной части страны ничем не обеспеченного обращения денежных суррогатов. Пик выпуска векселей региональными администрациями пришелся на середину 90-х годов. Однако после принятия Закона «О простом и переводном векселе» подобная практика прекратилась.

НОВАЯ ЭРА

Новая эра на рынке субфедеральных займов началась в 1995 году. Регионы увеличили объемы выпуска с целью финансирования бюджетного дефицита, погашения федеральных ссуд и привлечения денежных средств для различных проектов. В марте 1995 года состоялось размещение первого выпуска облигаций Санкт-Петербурга (известны как МКО или ГГКО). В это же время на локальных площадках стали размещать свои облигации Новосибирская и Иркутская области, Республика Татарстан и ряд других регионов.

Одна из особенностей развития российского рынка субфедеральных займов заключалась в том, что на первом этапе развития крупнейший и наиболее ликвидный рынок этих бумаг сложился в Санкт-Петербурге, а не в Москве.

ЭПОХА АГРООБЛИГАЦИЙ

С апреля 1997 года на рынке обращаются облигации Оренбургской области, а с февраля 1998 года — облигации Ленинградской области, Республики Саха (Якутия) и Омской области. Рыночный характер формирующихся ставок способствовал росту интереса со стороны инвесторов, в том числе иностранных, к петербургскому рынку субфедеральных облигаций.

При доходности федеральных ГКО на уровне порядка 25% годовых МКО котировались на уровне 49%. Однако сдерживающим фактором был сравнительно небольшой объем петербургского рынка. Кроме того, проблемой стала ограниченность объема денежных ресурсов в Санкт-Петербурге. Привлечь же на питерский рынок значительное количество московских и региональных дилеров, банков и компаний не удалось.

В результате резкого снижения реальных процентных ставок, урезания федеральной помощи и усиления

контроля со стороны правительства за эмиссионной деятельностью региональных администраций рынок долговых обязательств субъектов Федерации в 1997 году пережил бурный рост. Долговые обязательства выпустили более половины субъектов Федерации. Их облигации приобрели известность на рынке, а долговые обязательства ряда регионов стали достаточно ликвидными инструментами, котировавшимися на биржах как Санкт-Петербурга, так и Москвы.

В том же году около 70 российских регионов разместили так называемые агрооблигации. Эти бумаги предназначались для погашения задолженности по товарному кредиту Минфина, годом ранее предоставленному сельхозпроизводителям под гарантии региональных администраций.

Тогда же Москва, Санкт-Петербург и Нижегородская область получили первые международные кредитные рейтинги и успешно разместили дебютные выпуски еврооблигаций, а еще 14 регионов объявили о подобных намерениях. Однако, несмотря на высокие темпы роста, доля субфедеральных займов в общем объеме облигационного рынка оставалась на низком уровне.

Финансовый кризис 1998 года и дефолт федерального правительства по ГКО-ОФЗ парализовали рынок субфедеральных бумаг. Большая часть регионов-эмитентов также отказалась от исполнения своих обязательств, прежде всего по агрооблигациям, выпуск которых фактически был навязан сверху. Своевременно и в полном объеме обслуживали свой долг считанные субъекты Федерации, в том числе Москва и Санкт-Петербург. Большая часть зарегистрированных в годы кризиса новых региональных займов предназначалась для реструктуризации задолженности. Именно урегулирование всех проблем с инвесторами по ранее выпущенным облигациям в следующие несколько лет было одним из условий регистрации новых займов Минфином.

ПОСЛЕ КРИЗИСА

Реальные заимствования возобновились в 2000 году, когда Москва разместила трехлетний выпуск объемом 500 млн руб. Вслед за столицей на рынок вернулся и Санкт-Петербург. Лишь в декабре 2001 года к ним присоединились республики Башкортостан и Коми, а также Ленинградская область.

Но о полноценном восстановлении рынка субфедеральных займов можно говорить только по итогам 2003–2004 годов. В этот период на фоне роста количества регионов-эмитентов ежегодный объем первичных размещений превысил 100 млрд руб. Объем выпусков в обращении каждый год практически удваивался, превысив к началу 2005 года 124 млрд руб. Доля субфедеральных займов в общем объеме облигационного рынка составляла порядка 13–15%. В последующие годы темпы роста этого рынка снизились до 15–25%, а доля субфедеральных займов в общем объеме рынка снизилась до 9–10%. Крупнейшей (а в дальнейшем и единственной) площадкой по торговле субфедеральными облигациями стала фондовая биржа ММВБ.

В 2009 году объем субфедеральных займов в обращении подскочил более чем на 40%. Произошло это благодаря колоссальной эмиссии (84 млрд руб.) правительства Москвы. На долю столицы пришлось три четверти общего объема первичных размещений, при этом в течение года эмитенту удалось снизить доходность с 15–16% годовых по коротким бумагам до менее чем 13% годовых по 5–7-летним выпускам. В 2010 году Москва продолжила активно наращивать свой облигационный долг, разместив бумаги почти на 62 млрд руб. Это составляло почти две трети от общего объема новых субфедеральных размещений.

Однако смена руководства города и реформирование Москомзайма заставило столицу уйти с рынка облигационных заимствований почти на три года. Только в июне текущего года Москва привлекла новый трехлетний заем. При этом остальные регионы вплоть до 2012 года были не очень активны в размещении новых выпусков. Это привело к существенному снижению доли субфедеральных облигаций на внутреннем долговом рынке.

Низкая активность большинства регионов после кризиса 2008 года была обусловлена несколькими причинами. Прежде всего это неблагоприятная рыночная конъюнктура (высокий уровень процентных ставок, невозможность размещения средних и длинных по дюрации выпусков). Кроме того, дешевые бюджетные кредиты и опережающий рост доходов позволяли многим регионам отказаться от выхода на облигационный рынок. Нередко размещение новых займов в эти годы было связано только с необходимостью рефинан-

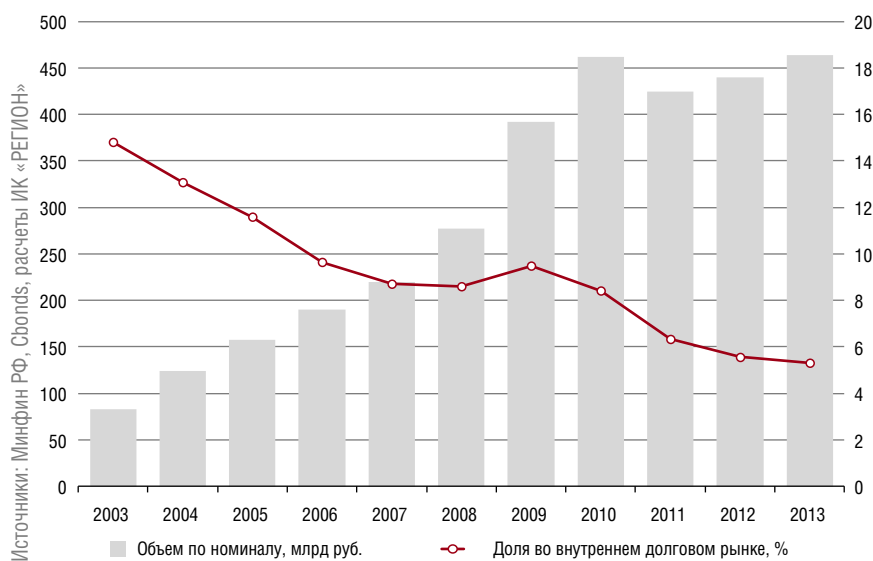


Рисунок 1
Объем субфедеральных займов в обращении

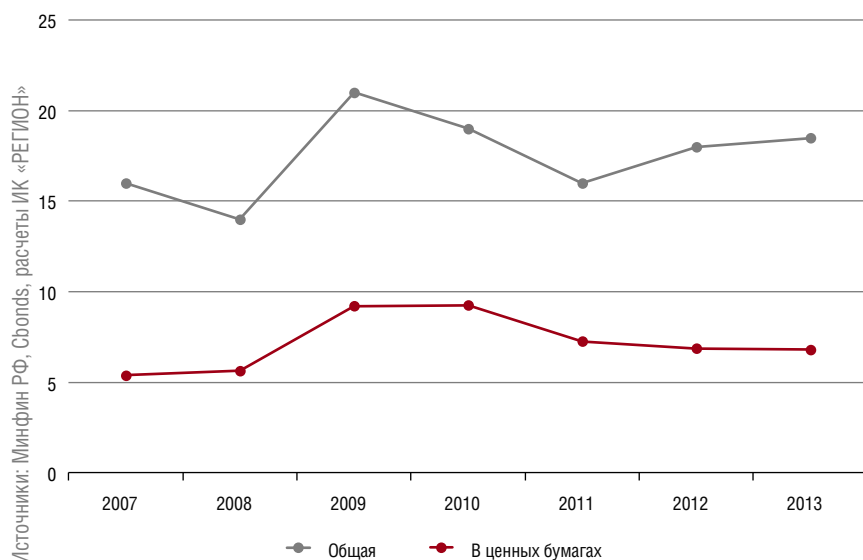
сирования ранее размещенных выпусков. В свою очередь, инвесторы были напуганы дефолтом Московской области, одного из крупнейших региональных эмитентов.

СУБФЕДЕДЫ. НАШИ ДНИ

Качественные изменения на рынке субфедеральных облигаций произошли в 2012–2013 годах, когда наметился рост активности по привлечению новых займов. Очевидно, что это происходит из-за замедления темпов роста экономики, увеличения социальной нагрузки, определенной «майскими указами» Владимира Путина, и уменьшения объемов дешевого финансирования из федерального центра.

Вместе с этим существенно улучшились условия заимствования: снизились процентные ставки, потенциальные сроки привлечения удлинились, а объемы повысились.

Рисунок 2
Долговая нагрузка региональных бюджетов, %



Наличие у большинства регионов относительно высоких по российским меркам международных кредитных рейтингов (от уровня ВВ– и выше) предопределило широкий круг потенциальных инвесторов, в том числе институциональных (негосударственные пенсионные фонды, страховые компании). Кроме того, изменение методики оценки рисков кредитных организаций привело к росту привлекательности субфедеральных облигаций со стороны банков.

В настоящее время в обращении находятся субфедеральные облигации совокупным номинальным объемом более 464 млрд руб. (90 выпусков 34 регионов). Их средняя дюрация составляет более 1.8 года, а максимальная доходит до 4 лет.

Крупнейшим эмитентом остается Москва, на долю которой приходится 47% (10 выпусков на 265 млрд руб.) от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Крупными заемщиками являются Красноярский край (3 выпуска, 33.3 млрд руб.), Нижегородская (4 выпуска, 29.5 млрд руб.) и Самарская область (4 выпуска, 29.5 млрд руб.), а также Санкт-Петербург (2 выпуска, 17 млрд руб.).

ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ

В 2014–2016 годах межбюджетные трансферты из федерального бюджета в региональные, как ожидается, не увеличатся относительно текущих объемов (менее 1.4 трлн руб.). При этом Минфин рассчитывает на сохранение высоких темпов роста собственных доходов регионов (CAGR чуть менее 10%). Это должно способствовать сокращению дефицитов как в относительном, так и номинальном выражении. Мы полагаем, что такой прогноз является слишком оптимистичным. Лишь немногие регионы (хотя среди них есть и Москва) имеют значительный потенциал увеличения доходной базы за счет налогообложения недвижимого имущества, более эффективного использования региональной собственности и приватизации.

При сохранении складывающихся сегодня тенденций мы ожидаем рост объема рынка субфедеральных займов в обращении на уровне 25–30% к 2017 году, примерно до 560 млрд руб. В связи с дальнейшим расслоением регионов по уровню сбалансированности бюджетов весьма вероятен выход на рынок новых эмитентов, которые могут предложить инвесторам премию при размещении. Этот фактор на фоне начала операций с российскими субфедеральными бумагами в системе Euroclear будет способствовать более четкому разделению рынка по эшелонам. ©

Всё о рублевой ликвидности
Интерактивный календарь событий
Котировки межбанковского рынка
Индексы и индикаторы
Лента новостей и комментариев

CBONDS **MM**
M O N E Y M A R K E T

