



СЕРГЕЙ ГЛАЗКОВ

директор проекта «Финансы городов и регионов»
Комитета государственных заимствований г. Москвы,
канд. тех. наук



«ДЕТСКАЯ БОЛЕЗНЬ» КРИВИЗНЫ РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ РФ

В СТАТЬЕ РАССМАТРИВАЮТСЯ ОСНОВНЫЕ ОСОБЕННОСТИ РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ РФ С ПОЗИЦИИ ЭМИТЕНТА.

Главное назначение рынка субфедеральных и муниципальных облигаций РФ (СМО) для эмитентов — субъектов РФ (СРФ) и муниципальных образований (МО) — заключается в предоставлении им возможности обеспечения финансовыми ресурсами на рыночной основе потребностей в ускорении их социально-экономического развития.

По составу эмитентов рынок СМО является своеобразным **индикатором центров экономической активности** на карте России. Важные черты этой активности — рыночная основа и опора на собственные силы. Он мог бы послужить одним из элементов обеспечения прорыва в экономическом развитии России.

ДОСТИЖЕНИЯ

За 2004 г. рынок СМО вырос более чем в 1,5 раза (рис. 1). По состоянию на 18 апреля 2005 г. он составлял почти 140 млрд руб., в том числе около 60 млрд руб. приходилось на московские облигации. Среднемесячный оборот рынка СМО в 2004 г. достиг 30,5 млрд руб., при этом на облигации

Москвы приходилось 20 млрд руб. (табл. 1, 2).

Прошедший год характеризовался некоторым снижением ставок по СМО: от 1 п. п. по облигациям Москвы до 3 п. п. по облигациям других СРФ и МО. Характер изменения ставок в 2004—начале 2005 г. позволяет говорить об определенной стабилизации ценовых уровней на рынке СМО (рис. 2, 3).

После нескольких лет активного роста уровня кредитоспособности городов и регионов РФ в этом процессе также наступила определенная стабилизация. Из 21 рейтинга региональных и местных администраций, поддерживаемых международным рейтинговым агентством *Standard & Poor's*, на сегодняшний день 19 имеют прогноз стабильный при общем диапазоне в 6 ступеней (от В- у Балашихинского и Клинского районов Московской области до BBB- у Москвы). По прогнозу агентства *Standard & Poor's*, в ближайшее время активного роста кредитоспособности регионов РФ, и тем более МО, из-за замедления экономического роста и последствий реформирования межбюджетных отношений не ожидается.

ОСНОВНЫЕ ОСОБЕННОСТИ РЫНКА СМО

Сегодня на рынке СМО РФ существует два основных типа проблем: **временные**, связанные с вопросами роста («детскими болезнями») и **постоянные, или системные**, вызванные особенностями федеративного устройства Российского государства.

Рынок СМО мал по объему и относительно, и абсолютно

По состоянию на 1 января 2005 г. объем рынка СМО составлял 120 млрд руб. — менее 15% рынка внутренних (федеральных, корпоративных, субфедеральных и муниципальных) облигаций РФ. В объеме рынка рублевых долговых инструментов, включающего еще и векселя в объеме 380 млрд руб., доля рынка СМО значительно меньше — 9% (рис. 4). Его объем почти равен совокупному долгу двух столиц — Москвы (107 млрд руб.) и Санкт-Петербурга (13 млрд руб.).

Каков потенциал роста рынка СМО? Формальный потенциал роста рынка СМО можно оценить как сумму доходов консо-

лидированных бюджетов всех регионов РФ, которая по состоянию на 1 января 2005 г. составила 2,8 трлн руб. В соответствии с БК РФ это максимально возможный долг СРФ и МО вместе взятых. В таком случае существующий долг составляет лишь 4,3% от максимально возможного, а, следовательно, предпологаемый рост увеличится в 23 раза.

Общий объем заимствований консолидированного регионального бюджета в 2004 г. достиг почти 260 млрд руб., из них объем внутренних заимствований —

вы (рис. 5), хотя доля столицы в ВВП гораздо меньше — около 20%, а доля доходов Москвы (0,394 трлн руб.) в сумме доходов консолидированных бюджетов всех регионов РФ (2,832 трлн руб.) — менее 14%.

По объему рынок СМО на 95% субфедеральный и только на 5% муниципальный. С учетом внешних облигаций Москвы (сертификатов участия в кредите на 750 млн евро) рынок СМО еще более смещен в субфедеральную сторону (табл. 3).

рынка СМО. Например, на нем отсутствуют специализированные финансовые агентства коллективных заимствований, позволяющие небольшим и маленьким регионам и городам получать на рынке займы по приемлемым ставкам.

Сегодня рынок СМО РФ ориентирован только на богатых эмитентов: оптимальный объем займа составляет не менее 500 млн руб. Только крупные заемщики могут позволить себе содержать отдельную структуру по разработке стратегии заимствований и управлению долгом, способны осуществлять активные операции с долгом в целях удешевления своих займов и т. п. Это лишает небольшие регионы и тем более МО дешевых кредитов и тормозит не только их развитие, но и препятствует решению неотложных проблем.

Рынок СМО характеризуется дисбалансом структуры инвесторов

На российском долговом рынке представлены банки, пенсионные фонды, страховые компании и ПИФы. Однако их доля участия в рынке СМО существенно отличается.

Основные инвесторы рынка СМО — банки, которые составляют более 2/3 от общего количества участников торгов. По оценке экспертов, банки инвестируют в СМО примерно 100 млрд руб., поэтому спрос и предложение на рынке СМО практически полностью характеризуются состоянием кредитных организаций, что хорошо продемонстрировал летний банковский кризис 2004 г.

Государственный пенсионный фонд пока не имеет права инвестировать средства в СМО, а в негосударственных пенсионных фондах сосредоточено менее 10% средств всей пенсионной системы. Таким образом, в рынок СМО может быть инвестировано менее 10 млрд руб.

Общая сумма инвестирования страховыми компаниями в рынок СМО также незначительна. Можно полагать, что в ближайшие несколько лет страховые компании, как и пенсионные накопления, не будут оказывать серьезного влияния на рынок СМО.

Из ПИФов паевые фонды облигаций и смешанные фонды составляют лишь малую долю средств и пока не оказывают большого влияния на рынок. Однако по темпам роста их доли на рынке СМО опережают все остальные группы инвесторов, в том числе и банки. Ожидается, что в ближайшие несколько лет наиболее серьезное влияние на рынок облигаций бу-

Рисунок 1. ОБЪЕМ РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ДАННЫМ CBONDS

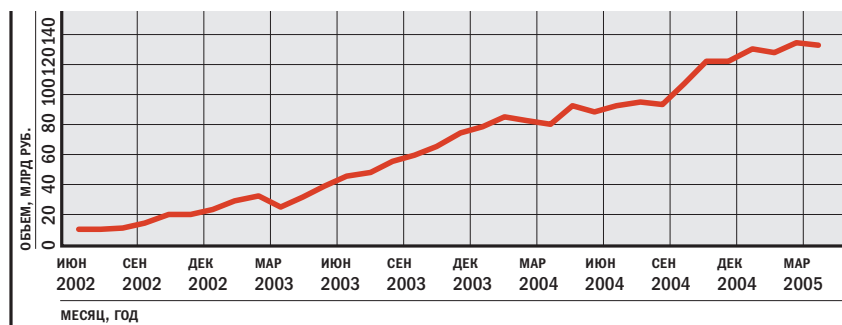


Таблица 1. ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ В ОБРАЩЕНИИ НА 1 ЯНВАРЯ 2005 г.

Сегмент рынка	Объем, млрд руб.
Облигации РФ	566,4
Корпоративные облигации	245,0
Муниципальные облигации в том числе	122,4
Облигации Москвы	59,7
Всего	933,8

245 млрд руб., т. е. менее 10% от суммы доходов консолидированных бюджетов всех регионов РФ. Суммарные остатки средств на бюджетных счетах региональных и местных органов власти — почти 200 млрд руб. Таким образом, сумма в 450 млрд руб. может являться более реальной оценкой потенциала роста рынка СМО, например, в случае секьюритизации рынка внутренних заимствований и перевода бюджетных резервов в ценные бумаги. В этом случае существующий долг составляет почти 50% от максимально возможного, а, следовательно, рост возможен в 2 раза. В текущем году рынок СМО сможет достичь примерно 170–180 млрд руб.

Таким образом, по своему объему рынок СМО РФ мал и абсолютно, и относительно, что отчасти связано с его не-долгой, но драматичной историей.

Рынок СМО характеризуется дисбалансом структуры эмитентов

С 1997 г. рынок СМО примерно на 50% состоит из рынка облигаций Моск-

Таблица 2. СРЕДНЕМЕСЯЧНЫЙ ОБОРОТ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ В 2004 г.

Сегмент рынка	Оборот, млрд руб.
Облигации РФ	39,8
Корпоративные облигации	34,9
Муниципальные облигации в том числе	30,5
Облигации Москвы	20,0
Всего	105,2

Рынок СМО мал по количеству эмитентов абсолютно и искривлен относительно. Сегодня на нем представлено 28 из 88 регионов и 10 из 30 тыс. муниципальных образований.

Каковы основные причины «искривления» рынка СМО с точки зрения структуры эмитентов? Во-первых, рынок отражает особенность федеративного устройства России.

Россия разделена на неравные по экономическому уровню развития и объему доходов регионы, отражающие исторические и национальные особенности страны. Например, некоторые малочисленные нации представлены отдельными регионами.

Во-вторых, это связано с особенностями законодательства рынка СМО. Бюджетный Кодекс РФ запрещает выход СРФ на внешний рынок заимствований, поэтому крупный регион, такой как Москва, вынужден привлекать ресурсы только с внутреннего рынка.

В-третьих, это вызвано относительной неразвитостью инфраструктуры

дут оказывать именно инвестиционные фонды.

Доля иностранных инвесторов на рынке СМО сегодня весьма велика. Например, их участие через иностранные банки в московских выпусках облигаций в среднем составляет 35–40%, а в отдельных выпусках она доходит до 80%. Участие в облигациях других эмитентов может сдерживаться недостаточным уровнем их кредитоспособности. Например, присвоение в 2004 г. инвестиционного рейтинга Москве сразу привлекло новый тип инвесторов — пенсионные фонды и страховые компании, ориентированных на займы инвестиционного рейтинга. Можно ожидать, что с ростом уровня кредитоспособности городов и регионов РФ доля иностранных инвесторов вырастет.

Прямое участие физических лиц на рынке СМО можно пока не принимать в расчет. Усилия Москвы по привлечению физических лиц в качестве инвесторов, целенаправленно прикладываемые с 2003 г., пока не привели к заметным результатам.

Таким образом, банки являются доминирующей категорией инвесторов на рынке СМО и будут оставаться таковыми еще относительно долгое время.

Кроме того, зависимость рынка СМО от крупных банков будет возрастать, если доходность на рынке продолжит свое снижение, так как это оттолкнет от него мелкие банки, вынуждая их искать инструменты с большей доходностью.

Ценообразование на рынке СМО характеризуется повышенной волатильностью и недостаточной обоснованностью

Из трех сегментов облигаций рынка РФ в сегменте СМО наблюдается повышенная волатильность (рис. 6). Еще большая волатильность имела место в сегменте векселей, наименьшая в сегменте федеральных облигаций. К основным причинам повышенной волатильности можно отнести следующие:

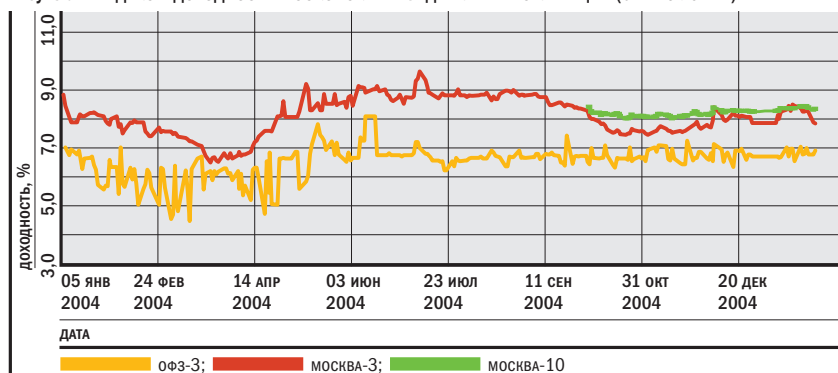
- 1) рынку СМО не хватает массы и глубины: крупные продажи или покупки влияют на цены больше, чем фундаментальные причины;
- 2) на рынке СМО, как, впрочем, и на всем облигационном рынке РФ, доминируют инвесторы одного типа — банки;
- 3) для современного финансового рынка РФ характерны повышенный риск манипулирования ценой и утечки инсайдерской информации.

Повышенная волатильность приводит к тому, что, с одной стороны, эми-

тентам трудно выйти на рынок при первичном размещении, особенно новичкам. Даже с момента регистрации займа до выхода на аукцион ситуация на рынке может существенно измениться. С другой стороны, у эмитента появляются дополнительные возможности по активному управлению долгом, например, для выкупа собственных облигаций. Однако воспользоваться этим могут только крупные эмитенты, обладающие структурой управления долгом.

Однако этим последствия повышенной волатильности не исчерпываются: биржевой рынок СМО **не позволяет дать объективную оценку СМО**, соответствующую кредитоспособности эмитентов данных СМО. Об этом свидетельствуют следующие факты. Во-первых, рынок СМО характеризуется неустойчивостью спредов. Спреды облигаций двух разных эмитентов СМО с одинаковыми кредитным качеством и дюрацией слишком велики (достигают 250 б. п.) и неустойчивы по величине и даже по знаку (поло-

Рисунок 2. ИНДЕКСЫ ДОХОДНОСТИ МОСКОВСКИХ И ФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (3- и 10-летних)

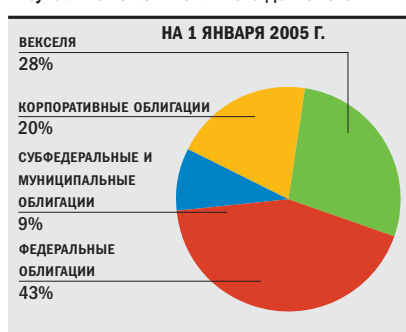


Источник: Расчеты СГУП «Мосфинагентство».

Рисунок 3. ИНДЕКС CBONDS-MUNI (ДОХОДНОСТЬ)



Рисунок 4. СТРУКТУРА РУБЛЕВОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА



Источник: Оценка ГК «РЕГИОН».

Рисунок 5. СТРУКТУРА РЫНКА СМО



Источник: Cbonds.

Таблица 3. СТРУКТУРА РЫНКА СМО: СУБЪЕКТЫ РФ VS МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБРАЗОВАНИЙ, МЛРД РУБ.

ЭМИТЕНТЫ	1 АПРЕЛЯ 2005 г.	1 ЯНВАРЯ 2004 г.	1 ЯНВАРЯ 2003 г.
Субъекты РФ	123 838	80 875	34 367
Муниципалитеты	6 730	2 300	553
Общий объем рынка	130 568	83 175	34 920

Источник: Cbonds.

жительное соотношение сменяется на отрицательное). В качестве примеров можно привести облигационные выпуски Республики Коми и Московской области, Московской области и Башкортостана, Иркутской области и г. Уфы, Томской области и Краснодарского края (рис. 7).

Во-вторых, доходность облигаций региона может быть выше регионально-го центра данного региона, несмотря на то что область представлена бюджетом более высокого уровня: например, Новосибирск—Новосибирская область.

Причин недостаточной обоснованности ценообразования немало:

- бюджетные доходы некоторых регионов-эмитентов сильно зависят от внешней конъюнктуры (например, мировых цен на энергоносители, сырье);
 - низкая транспарентность региональных и муниципальных бюджетов.
- Непрозрачность бюджетов эмитентов по объективным и субъективным причинам (по вине администрации, из-за недостатков законодательства, постоянного реформирования законодательства и пр.)

К причинам, перечисленным выше, можно добавить: отсутствие производных инструментов; недостаток квалифицированных специалистов в регионах; необходимость в посредниках при организации займов; коррупцию в звене банк—организатор—администрация; отсутствие гарантий для инвесторов, а также специализированных финансовых агентств для организации совместных займов и многое другое.

Рассмотренные особенности ценообразования позволяют утверждать, что **стоимость заемных средств для СРФ и МО на рынке СМО преимущественно завышена**. Данное завышение абсолютно и относительно. Например, доходности СМО в 2004 г. были завышены по сравнению с корпоративными облигациями равного кредитного качества (даже с учетом налоговых преимуществ) на 100–150 б. п.

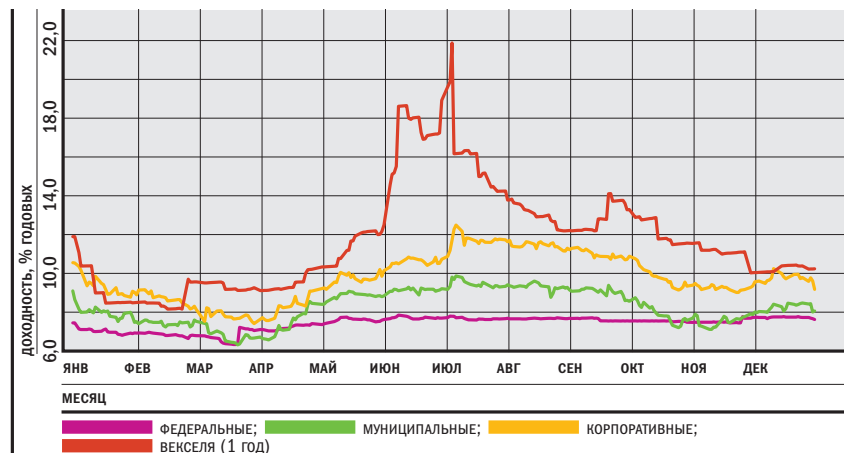
ВЫВОДЫ

Рынок СМО характеризуется многими «детскими болезнями», главными из которых являются дисбаланс структур эмитентов и инвесторов; недостаточно развитая инфраструктура; слабая, незрелая законодательная база. Многие из этих особенностей характерны и для всего внутреннего облигационного рынка РФ. Все эти «болезни» ведут к завышению стоимости заемных средств для его участников — СРФ и МО и невозможности использовать инструменты фондового рынка для подавляющего большинства остальных регионов и муниципальных образований РФ.

Можно утверждать, что развитие рынка СМО отстает от потребностей жизни. «Детский» период явно затянулся. Сегодня рынок входит в стадию стабилизации. Перейдет ли стабилизация в стагнацию?

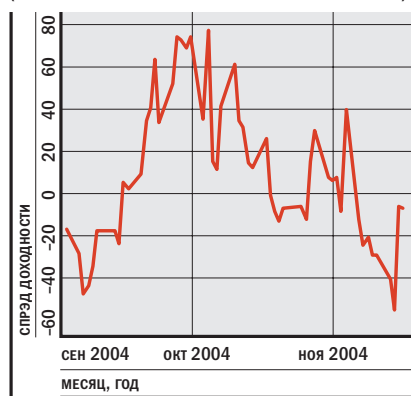
Можно прогнозировать, что дальнейшее развитие рынка СМО (если не принимать меры по его комплексному развитию) будет сопровождаться общим снижением его качества (увеличением риска, приближением дефолтов) и ростом доходностей СМО. Период стабилизации рынка не должен затянуться. Необходим прорыв. ■

Рисунок 6. СРЕДНЯЯ ДОХОДНОСТЬ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ВЕКСЕЛЕЙ В 2004 г.



Источник: Расчеты ГК «РЕГИОН».

Рисунок 7. СПРЭД ДОХОДНОСТИ ПО СОПОСТАВИМОЙ ПАРЕ ПО РЕЙТИНГАМ MOODY'S (МОСКОВСКАЯ ОБЛАСТЬ 25003—БАШКОРТОСТАН 25004)



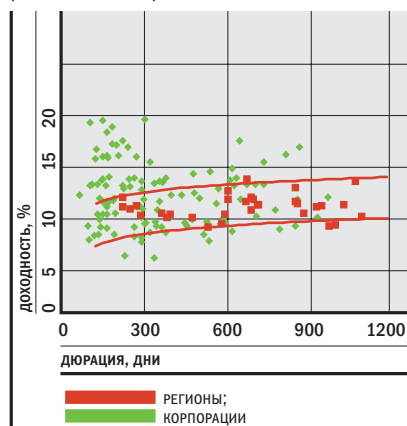
Источник: По данным РОСБАНКА.

В-третьих, диапазон цен по СМО уже, чем по корпоративным облигациям, при одинаковом диапазоне кредитного качества эмитентов (диапазоне рейтингов) (рис. 8).

В-четвертых, у рынка СМО отсутствует эшелонирование (расслоение на группы по доходности), в отличие от корпоративных облигаций, для которых характерно расслоение на 3 эшелона.

Таким образом, можно сказать, что **кредитное качество эмитентов СМО плохо коррелирует с доходностью их облигаций**.

Рисунок 8. ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ (БЕЗ БЕНЧМАРКОВ)



Источник: По данным РОСБАНКА.

является серьезным препятствием для ценообразования;

- методика оценки кредитоспособности органа власти сложнее, чем корпоративного эмитента. Ситуация усугубляется тем, что отсутствует единая методика оценки кредитного качества эмитентов СМО. Кроме того, регионы и МО не обязаны раскрывать данные о детальной структуре своего долга. При этом законодательство не требует от регионов и МО получения рейтинга у независимого агентства;
- низкая ликвидность, характерная для многих выпусков СМО из-за маленьких объемов.