



СЕРГЕЙ ГЛАЗКОВ

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

НОВАЯ «ДЕТСКАЯ БОЛЕЗНЬ» РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ РФ: ОТСТАВАНИЕ В РАЗВИТИИ

В СТАТЬЕ РАССМАТРИВАЮТСЯ ИТОГИ РАЗВИТИЯ РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (СМО) РФ ЗА 2005-й И НАЧАЛО 2006 Г.

Известно, что за время своего недолгого существования рынок **субфедеральных и муниципальных облигаций (СМО)** приобрел «детскую болезнь кривизны»: он мал по объему и у него имеется выраженный структурный дисбаланс как эмитентов, так и инвесторов, в связи с чем ценообразование на этом рынке характеризуется повышенной волатильностью и недостаточной обоснованностью [1].

ДОСТИЖЕНИЯ

За 2005 г. объем рынка СМО вырос на 15%. На начало 2006 г. было проведено 107 эмиссий 46 эмитентов общим объемом по номиналу 147 млрд руб., из них 49,6 млрд руб. (34%) пришлось на московские рублевые облигации (см. таблицу, рис. 1). К концу апреля 2006 г. объем московских рублевых облигаций в обращении вырос до 64 млрд руб. при общем объеме 181 млрд руб.

Общий объем размещенных только за 2005 г. СМО составил 63,4 млрд руб., из них на аукционах на ФБ ММВБ было размещено почти 53 млрд руб. по номиналу (84%), в том числе облигаций Москвы —

на 17,3 млрд руб., Московской области — на 12 млрд руб. Суммарный объем чистых заимствований на рынке СМО в 2005 г. составил 19,5 млрд руб.

На ФБ ММВБ за 2005 г. состоялась 25 аукционов по размещению СМО 22 эмитентов (3 муниципальных образования (**МО**) и 19 субъектов РФ (**СРФ**)). На СПБ за 2005 г. было проведено 2 аукциона по размещению СМО двух эмитентов (СРФ) — Карелии и Санкт-Петербурга. Внебиржевое размещение осуществили 2 эмитента: Республика Марий Эл и г. Чебоксары.

Количество эмитентов СМО за 2005 г. увеличилось на 24% (с 37 до 46) (рис. 2). В основном на рынке СМО выходили известные эмитенты, уже размещавшие свои облигации. Кроме того, на рынок вышли 9 новых эмитентов: 5 муниципальных образований (3 города — Ангарск, Казань и Чебоксары и 2 района Московской области — Клинский и Одинцовский) и 4 субъекта РФ (2 республики — Кабардино-Балкария и Удмуртия и 2 области — Кировская и Липецкая).

Объем вторичных торгов в секторе СМО на ФБ ММВБ за 2005 г. вырос в 1,42 раза и достиг 647,6 млрд руб. Тем не менее

по темпам роста сектор региональных облигаций в 2005 г. несколько уступал рынку корпоративных облигаций, и в результате его доля в совокупном вторичном обороте облигационного рынка ФБ ММВБ сократилась с 44 до 40%.

СОСТАВ ЭМИТЕНТОВ

Рынок СМО, как и прежде, **характеризуется дисбалансом структуры эмитентов**, связанным с традиционным доминированием среди них Москвы. С 2001 г. доля облигаций Москвы на этом рынке превышает 50%, хотя доля Москвы в ВВП страны гораздо меньше — около 20%, а доходы Москвы в 2005 г. (0,524 трлн руб.) в сумме доходов консолидированного регионального бюджета (3,6 трлн руб.) составляют менее 15%. По результатам 2005 г. доля Москвы снизилась с 47 до 34%, но уже к концу апреля 2006 г. вновь увеличилась до 35,4% (см. рис. 1).

Рынок рублевых СМО состоит на 94% из субфедеральных и только на 6% из муниципальных облигаций, т. е. на 1 апреля 2006 г. преобладал в соотношении объемов примерно 16/1, хотя в соответ-

ствии с доходами консолидированных бюджетов РФ и МО должно быть менее 3:1. В число 46 эмитентов (107 выпусков облигаций) входят 31 регион из 89 и 15 муниципальных образований из 25,5 тыс. (21 выпуск) (по состоянию и на 1 января и 1 апреля 2006 г.). С учетом внешних облигаций Москвы (сертификатов участия в кредите (LPN) на 750 млн евро) рынок СМО еще более «искривлен» в сторону субфедерального сегмента.

Основные причины «искривления» рынка СМО с точки зрения структуры

штабы рынка не соответствуют масштабам страны.

Изменения в межбюджетных отношениях продолжаются: меняется количество РФ и МО, изменяется законодательство. Вступил в силу с этого года Федеральный закон № 131-ФЗ «Об общих принципах организации местного самоуправления в РФ» (далее — закон № 131-ФЗ), который декларирует равные права граждан на использование ренты от государственного имущества. Концепция Закона 131-ФЗ, направленная на ослабление неравенства

тус муниципалитетов, их налоговую базу и пр., перспективы выхода МО на рынок СМО изменились, но неоднозначно для разных категорий МО [3]. В государстве перераспределяются финансовые потоки, в результате чего одни РФ и МО исчезнут, другие возродятся и окрепнут.

Вероятность выхода МО на рынок СМО в целом снизилась, так как в результате реформы межбюджетных отношений количество МО увеличилось с 11 тыс. до 25,5 тыс., и, следовательно, собственные доходы их бюджетов уменьшились в среднем в 2,3 раза. На 1 РФ в среднем приходится почти 300 МО. Новообразованные МО полностью зависят от вышестоящих бюджетов. Однако отдельные типы МО, например некоторые муниципальные округа, повысили свои доходы бюджета, кредитоспособность и долговую емкость. Поэтому количество МО, вышедших на рынок СМО, будет увеличиваться.

В результате повышения финансовой автономии, кредитоспособности и увеличения долговой емкости бюджетов перспектива у **городских округов** — главных потенциальных игроков рынка СМО — в целом должна улучшиться.

Для **муниципальных районов** результат неоднозначный: у одних возможность выхода на рынок СМО повысится, а у большинства, видимо, понизится. Очевидно, что самые перспективные на сегодня — муниципальные районы Московской области.

У появившихся новых муниципальных образований — **поселений** возможности напрямую выйти на рынок СМО практически нет, главным образом, из-за незначительных доходов бюджета.

К проблеме выхода РФ и МО на рынок СМО в 2005 г. подключился **Муниципальный фонд**, который является подразделением Международной финансовой корпорации (IFC), созданным корпорацией совместно со Всемирным банком. В числе основных задач Муниципального фонда — содействие субъектам Федерации в выходе на финансовые рынки или в расширении уже имеющегося доступа к финансовым рынкам [2].

Серьезную альтернативу рынку СМО собирается составить Сбербанк РФ, который планирует существенное развитие своей программы кредитования регионов с 2006 г. Сегодня рынок коммерческих кредитов, предоставленных органам власти, еще меньше, чем рынок СМО: его объем фондом «Институт экономики города» оценивается в 60 млрд руб.

Влияние на доходность таких кредитов мог бы оказать процесс **секьюритизации банковских кредитов**, в послед-

ОБЪЕМЫ РЫНКА СМО (ПО НОМИНАЛУ) ПО ГОДАМ, МЛРД РУБ.

| Показатель | Начало апреля 2006 г. | Начало 2006 г. | Начало 2005 г. | Начало 2004 г. | Начало 2003 г. |
|--|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Объем (оценка <i>Cbonds</i> , Москомзайма), в том числе: | 161,124 | 147,360 | 127,909 | 83,175 | 34,920 |
| Москва | 59,171 | 49,671 | 59,660 | 36,000 | 14,500 |
| регионы (без Москвы) | 92,298 | 88,034 | 61,519 | 44,875 | 19,867 |
| муниципалитеты | 9,655 | 9,655 | 6,730 | 2,300 | 553 |

эмитентов остались прежними: рынок отражает особенность федеративного устройства России, которая разделена на неравные по экономическому уровню развития и объему доходов бюджетов субъекты РФ, а также неравномерность распределения по территории страны налогооблагаемой базы. Итоги 2005 г. показали, что различия в доходах бюджетов РФ могут достигать 175 раз. Сравните, например, доходы бюджета Москвы, равные 523,7 млрд руб., с бюджетом Агинского Бурятского АО — 3,0 млрд руб. или Усть-Ордынского Бурятского АО — 3,2 млрд руб.

Из существующих субъектов РФ облигационные займы, соответствующие рыночным требованиям, потенциально способны эмитировать менее 50% РФ, у остальных доходы бюджета слишком малы.

У МО различия по величине собственных доходов еще больше: от нескольких десятков тысяч рублей (у сельских поселений) до 15 млрд руб. (у городов-миллионников) — почти в миллион раз! Некоторые МО по величине доходов существенно превосходят отдельные РФ. В России 37 городов-пятисоттысячников, 13 городов-миллионников (включая Москву и Санкт-Петербург). Это 50 наиболее вероятных эмитентов на рынке СМО. Сегодня на рынке из них присутствуют менее 10.

Неравенство в доходах потенциальных эмитентов усиливается относительной неразвитостью законодательства рынка СМО и его инфраструктуры [1]. В целом **рынок СМО не соответствует федеративной структуре государства, а мас-**

в развитии регионов за счет планового выравнивания уровней бюджетной обеспеченности, противоположна принципам рынка ценных бумаг, которые усиливают неравенство в развитии, где в конкурентной борьбе выигрывает сильнейший. **Воплощение в жизнь закона 131-ФЗ должно снизить суммарную долговую емкость консолидированного регионального бюджета и в среднесрочные перспективы затормозить развитие рынка СМО. Проблема выхода на рынок СМО для регионов в целом смягчается за счет их объединения.** Число неперспективных регионов снижается параллельно с уменьшением общего количества РФ. На сегодняшний день функции субъекта утратили 5 РФ в результате вхождения Коми-Пермяцкого АО в состав Пермского края, Эвенкийского АО и Таймырского АО в состав Красноярского края, Корякского АО в состав Камчатского края, Усть-Ордынского Бурятского АО в состав Иркутской области.

В планах — объединение еще 6 РФ: Читинской области с АБАО, Тюменской области с ЯНАО и ХМАО, Архангельской области с Ненецким АО и Республикой Коми, Краснодарского края с Республикой Адыгея. **Вероятность выхода РФ на рынок СМО**, которую можно определить как отношение количества выходящих на рынок эмитентов — РФ (или МО) в год к общему количеству РФ (МО), увеличивается за счет уменьшения общего количества РФ

С МО складывается обратная ситуация. После вступления в силу с 1 января 2006 г. Закона № 131-ФЗ, который позволил прояснить административный ста-

нее время набирающий обороты. Секьюритизация способствовала бы снижению стоимости подобных кредитов, а выпускаемые облигации могли бы иметь статус квазисуверенных при размещении на внутреннем рынке и дополнили бы рынок СМО.

СТАГНАЦИЯ РЫНКА СМО

Финансовый рынок играет все большую роль в экономике РФ. В 2005 г. не менее 35% всех инвестиций российских предприятий в основные фонды привлечено с финансового рынка (банковские кредиты, продажа облигаций и акций).

Однако регионами и МО на рынке СМО привлечено не более 20 млрд руб. (нетто), т. е. менее 1% от доходов консолидированного регионального бюджета. У лидера рынка — Москвы чистое привлечение за 2005 г. составило отрицательную величину: облигационный долг уменьшился на 10 млрд руб. (с 59,66 млрд до 49,17 млрд руб.).

Рынок СМО, как и прежде, мал по объему, относительно и абсолютно.

Доля СМО по объему в доходах консолидированного регионального бюджета за 2005 г. уменьшилась с 4,6 до 4,0%.

По состоянию на 30 декабря 2005 г. объем рынка СМО составил менее 11% рынка внутренних облигаций РФ (1350 млрд руб.). Его доля в общем объеме рублевых облигаций РФ за период с 29 апреля 2005 г. по 31 марта 2006 г. снизилась с 14,25 до 10,66%. За этот же период доля рынка корпоративных облигаций повысилась с 27,9 до 38% (по данным *Cbonds*). На рис. 3 показано снижение доли СМО по оценке *RusBonds*.

Объем находящийся в обращении СМО за 2005 г. увеличился всего на 15%, в то время как в секторе корпоративных облигаций рост составил почти 82%.

Темп роста объема СМО, находящегося в обращении, на протяжении 3 лет непрерывно снижается. Чистый прирост СМО по величине и в процентах составил: в 2003 г. — 48 млрд руб. (рост — 138%), в 2004 г. — 45 млрд руб. (54%), в 2005 г. — 19,4 млрд руб. (15%) (см. таблицу и рис. 2). Объемы новых размещений на ФБ ММВБ по сравнению с 2004 г. сократились примерно на 2%, составив около 53 млрд руб.

Еще сильнее замедляется рост количества выпусков в обращении и эмитентов. **Налицо стагнация по динамике первичного рынка региональных займов.**

В то время как суммарное количество выпусков СМО, обращающихся на рынке, к началу 2006 г. увеличилось на

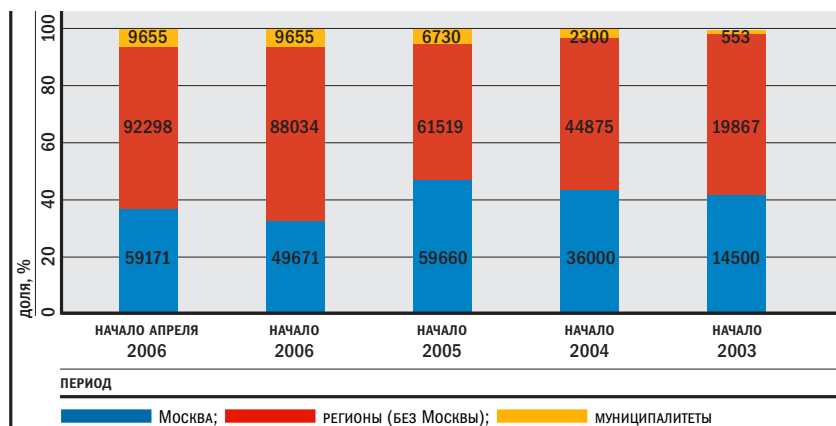
8% — до 107 выпусков, в секторе корпоративных облигаций (КО) наблюдался 50%-ный рост, а число выпусков в обращении составило 302, при этом количество эмитентов КО увеличилось на 35% и достигло 230.

Средняя дюрация СМО на 1 января 2006 г. составила 994 дня, но к 31 марта 2006 г. снизилась до 750 дней. На 31 марта 2005 г. она достигла 1070 дней. Налицо общее снижение за год. За этот же период средняя дюрация ОФЗ монотонно увеличивалась с 1690 до 1966 дней.

1. Объем и ликвидность рынка СМО определяется преимущественно облигациями Москвы. Основная причина количественного снижения темпов роста рынка СМО связана с политикой главного участника рынка — Москвы в 2005 г. (снижение планового объема заимствований Москвы из-за коррекции показателей городского бюджета).

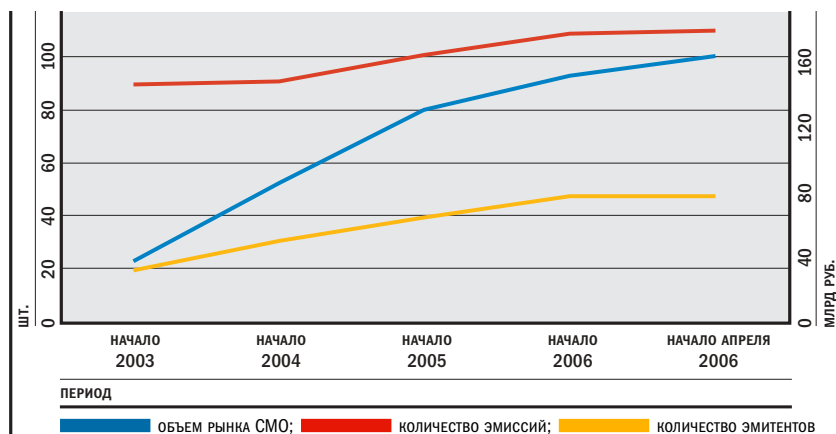
В 2005 г. абсолютный и относительный объем облигаций Москвы на рынке СМО уменьшился. Городом был снижен план заимствований с 42 млрд до

Рисунок 1. СТРУКТУРА ОБЪЕМА РЫНКА СМО, МЛН РУБ.



Источники: *Cbonds*, Москомзайм.

Рисунок 2. ОБЪЕМ РЫНКА СМО, КОЛИЧЕСТВО ЭМИССИЙ И ЭМИТЕНТОВ



Источники: *Cbonds*, Москомзайм.

Объем вторичных торгов по СМО на ФБ ММВБ в целом за 2005 г. вырос в абсолютном значении с 453 млрд до 648 млрд руб., однако доля СМО в совокупном вторичном обороте облигационного рынка ФБ ММВБ сократилась с 44 до 40%.

Таким образом, сегмент СМО по таким показателям, как темп роста объема, количества эмитентов и выпусков, средняя дюрация, ликвидность, обороты и др., отстает в своем развитии от других сегментов рынка облигаций РФ.

Основными причинами отставания является следующее:

21 млрд руб. и произведен откуп облигаций на сумму 12 млрд руб. Объем рублевых облигаций Москвы на рынке СМО за 2005 г. снизился на 10 млрд руб. и составил почти 50 млрд руб. Если бы Москва выполнила свой первоначальный план заимствований на 2005 г., то объем СМО мог бы достичь 180 млрд руб.

2. Рост количества эмитентов СМО связан, как правило, с выходом на рынок новых эмитентов со все более ухудшающимся качеством бюджетов. В среднем качество бюджета и объем займа каждого нового игрока рынка СМО ниже предыдущего.

3. Снижается стремление администраций к выходу на рынок СМО.

Собственные доходы бюджетов регионов растут. Доходы МО в среднем уменьшились вместе с вероятностью выхода на рынок СМО. Выросла зависимость (административная и финансовая) администраций СРФ и МО от центра из-за изменения статуса губернаторов и реформы межбюджетных отношений.

На текущие расходы администрации получают средства из Федерального фонда финансовой поддержки регионов, ко-

ных займов в сочетании с политикой МЭРТ способствует стагнации рынка СМО. Губернаторы в расчете на получение даровых денег от МЭРТ не будут очень стремиться к выходу на рынок СМО, где надо и бюджет привести в соответствие, и долгом управлять, и проценты выплачивать своевременно, и прозрачность бюджета обеспечить.

Таким образом, практически **с помощью гособлигаций по каналу Минфин – МЭРТ по цене ОФЗ государство финансирует регионы.**

СТРУКТУРА ИНВЕСТОРОВ

Рынок СМО по-прежнему характеризуется дисбалансом структуры инвесторов.

В 2005 г. на рынке существенно возросла доля институциональных инвесторов: управляющих, инвестиционных и страховых компаний, паевых инвестиционных и негосударственных пенсионных фондов. Сейчас доля этих инвесторов на рынке рублевых облигаций оценивается примерно в 50%. Остальное приходится на банки, в том числе доля Сбербанка РФ оценивается примерно в 10%.

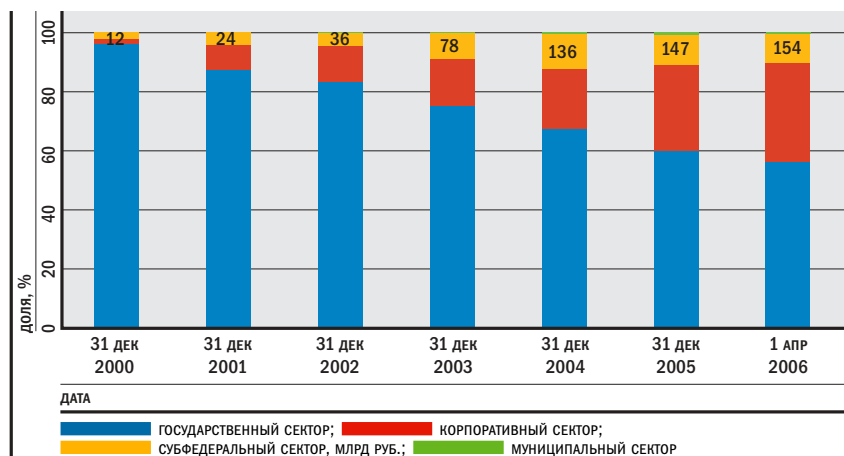
Основные причины роста доли институциональных инвесторов связаны с заметным ростом рынка коллективных инвестиций в 2005 г. на фоне роста основных биржевых индексов, а также стимулирующим изменением законодательства, регулирующего инвестиции страховых компаний (фактический запрет на покупку векселей) и ожиданием аналогичных изменений законодательства в отношении НПФ. Однако потенциально самый крупный институциональный инвестор – Государственный пенсионный фонд – пока не имеет права инвестировать средства в СМО.

В 2006 г. доля институциональных инвесторов будет возрастать, в первую очередь это относится к страховым компаниям и негосударственным пенсионным фондам, доля которых сегодня оценивается примерно в 30%. Все более заметную роль на рынке облигаций играют ПИФы, доля которых сегодня составляет 3%.

Изменение структуры инвесторов ожидается и в связи с отменой в 2007 г. ограничений на капитальные операции нерезидентов в РФ (отмена 15% резервирования при входе иностранцев на рынок ОФЗ должна привести к увеличению их доли рынка). Центробанк досрочно снимает почти все ограничения, связанные с валютными операциями: с 1 мая 2006 г. ставки резервирования средств сократятся вдвое.

Доля иностранных инвесторов на рынке СМО уже сегодня весьма существенна. Их участие в московских выпусках облигаций через иностранные банки составляет 35–40%, в отдельных выпусках она доходит до 80%. Однако снижение спреда между облигациями Москвы и ОФЗ в 2005 г. и отмена ограничений на капитальные операции нерезидентов в РФ могут привести к снижению доли иностранных инвесторов на рынке СМО и к их переходу на рынок ОФЗ. Эта тенденция может возобладавать над естественным ростом их доли на рынке СМО по мере роста уровня кредитоспособности эмитентов СМО.

Рисунок 3. СТРУКТУРА ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ РФ



Источник: RusBonds.

торый в 2006 г. увеличен до 150 млрд руб.; кроме того, дотации на сбалансированность региональных бюджетов возросли до 30 млрд руб.

Государство не только не поощряет администрации СРФ и МО к выходу на рынок СМО, осуществляя межбюджетное выравнивающее перераспределение средств, но и стремится заменить его построением государственных механизмов финансирования капитальных расходов регионов. Отмена бюджетных ссуд, ранее выдаваемых регионам Минфином, позволила МЭРТ перехватить инициативу. Создан канал распределения бюджетных средств для финансирования крупных инвестиционных проектов в регионах, по величине финансового потока намного превосходящий реальные результаты рынка СМО. Речь идет о создании **Инвестиционного фонда** под управлением МЭРТ с бюджетом 70 млрд руб. в год.

Суть этого механизма заключается в следующем. Государство с помощью ОФЗ Минфина заимствует средства на внутреннем финансовом рынке (в 2005 г. – 164 млрд руб.), а МЭРТ в рамках Инвестфонда будет их раздавать в объеме 70–100 млрд руб. в год.

Увеличение активности Минфина на внутреннем рынке рублевых облигацион-

ПРОГНОЗ РОСТА РЫНКА СМО

Формально максимальный объем СМО может быть равен сумме доходов консолидированного регионального бюджета. На 1 января 2006 г. она составила 3,6 трлн руб. В этом случае существующий долг в СМО в размере 181 млрд руб. составляет лишь 5% от максимального возможного, следовательно, формально возможен рост в 20 раз, т. е. регионы используют свои возможности по ускоренному развитию экономики только на 5%. Такова эффективность управления бюджетами на субсуверенном уровне.

Для реальной оценки полезно учесть данные НДЦ и планы Москвы. Только в НДЦ как уполномоченном депозитари на 1 апреля 2006 г. находились принятые на обязательное централизованное хранение глобальные сертификаты 88 выпусков СМО 41 эмитента общей номинальной стоимостью 212 млрд руб. при 181 млрд руб. в обращении.

Решающую роль может сыграть Москва, если выполнит свой план по нетто-привлечению на внутреннем рынке 40 млрд руб. Если произойдет коррекция бюджета Москвы и реальные заимствования будут меньше, то итоговый объем рынка СМО вряд ли превысит 200 млрд руб.

Таким образом, **структура инвесторов на рынке СМО имеет выраженный институциональный характер**. Банки по-прежнему остаются доминирующей категорией инвесторов на рынке СМО, но доля их постепенно снижается.

Прямое участие физических лиц на рынке СМО, как и прежде, можно не принимать в расчет.

ДОХОДНОСТЬ СМО

Ценообразование на рынке СМО в 2004 г. характеризовалось повышенной волатильностью, нестабильностью спрэдов и недостаточной обоснованностью, к которым приводят относительно небольшой объем рынка СМО и наличие дисбалансов в его структуре [1]. В 2005 г. в ценообразовании на рынке СМО произошли положительные сдвиги.

Из трех сегментов рынка облигаций РФ и сегмента векселей (1 год) волатильность котировок в сегменте СМО снизилась до среднего уровня. Большая волатильность в 2005 г. имела место только в сегменте КО, наименьшая — в сегменте ОФЗ (рис. 4).

По итогам 2005 г. произошло некоторое снижение доходности СМО по большинству ликвидных выпусков. Индекс средневзвешенной доходности СМО *Cbonds Muni* снизился с 8,17% на 11 января 2005 г. до 6,57% на 30 декабря 2005 г. и далее до 6,48% на 31 марта 2006 г. (рис. 5).

Характер изменения ставок в конце 2005-го и начале 2006 г. позволяет говорить об определенной стабилизации ценовых уровней на рынке СМО.

Если доходность московских облигаций в среднем снизилась на 1%, то у остальных СМО — на 3% (рис. 6). Основной причиной снижения доходности в сегменте СМО явилась общая тенденция снижения доходности всего рынка долговых инструментов в 2005 г. Однако снижение средней доходности в сегменте СМО было меньше, чем в сегментах КО и векселей (см. рис. 4).

В 2005 г. произошло постепенное **уменьшение спрэдов** между СМО разных эмитентов, обладающих различным кредитным качеством. Спрэд между верхней и нижней кривой за 2005 г. снизился более чем вдвое — с 3,5 до 1,5% (см. рис. 6).

Общее снижение доходности и сужение спрэдов по СМО **вдвойне увеличивают привлекательность этого способа заимствования для эмитентов СМО**.

Известно, что спрэд отражает кредитное качество и ликвидность облигации. Снижение кредитных спрэдов в 2005 г. не сопровождалось ни реальным сниже-

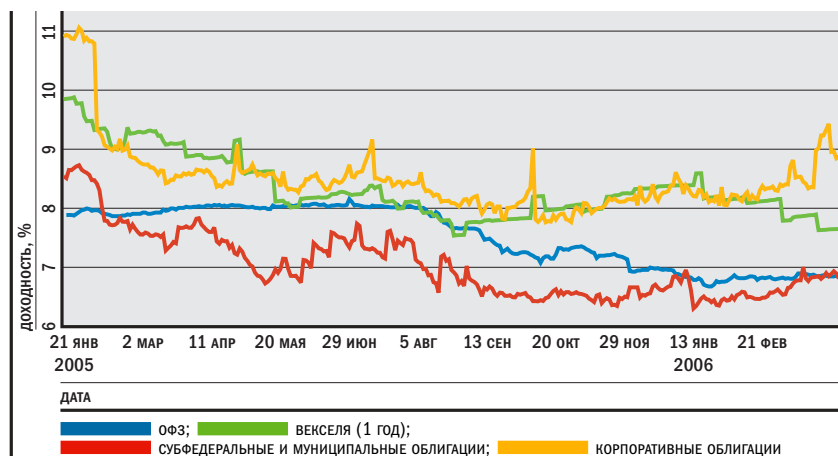
нием кредитного риска инвесторов (за счет повышения кредитоспособности эмитентов), ни ростом ликвидности СМО, а было вызвано преобладанием спекулятивной стратегии у инвесторов в условиях избыточной ликвидности и отсутствия долговых инструментов высокого качества. Это подтверждается аналогичным снижением доходности всех долговых финансовых инструментов.

В итоге в условиях высокого спроса инвесторов произошло снижение роли кредитного качества эмитентов. В сложив-

иностранной валюте по шкале *Standard & Poor's* лидера рынка СМО — Москвы за 2005 г. вырос на 2 ступени — от *BB+* до *BBB*, средний уровень кредитоспособности остальных 19 эмитентов вырос на 1 ступень — от *B* до *B+*.

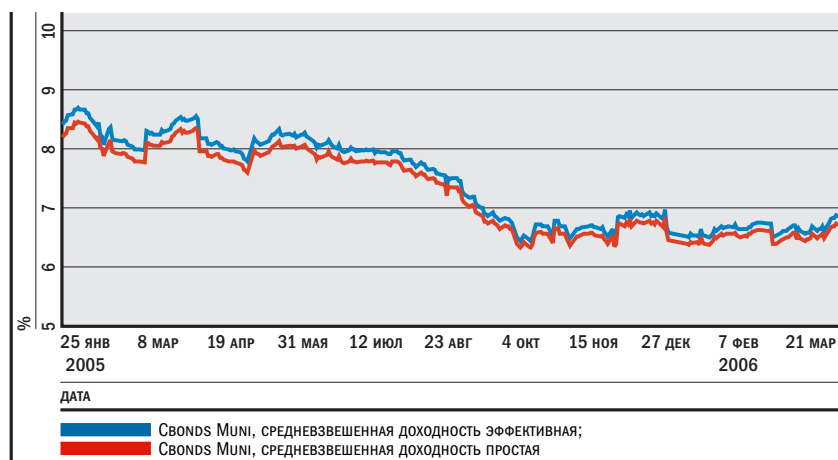
По сравнению с Восточной Европой распределение кредитных рейтингов субфедеральных и муниципальных эмитентов РФ отличается одна особенность: между рейтингом страны (России) и средним рейтингом 19 субфедеральных и муниципальных эмитентов РФ (без столицы),

Рисунок 4. СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ ДОХОДНОСТИ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ЗА 2005–2006 ГГ.



Источник: ГК «Регион».

Рисунок 5. РЫНОК РЕГИОНАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (ИНДЕКС *CBONDS MUNI*)



Источник: Cbonds.

шейся на рынке СМО величине спрэдов большее значение приобрела ликвидность (рис. 7). На это, в частности, указывает переход СМО в самый высокий котировальный лист ФБ ММВБ: к концу 2005 г. все СМО, находящиеся в листинге ФБ ММВБ переместились в список «А1». Единственным выпуском, который по состоянию на конец 2005 г. остался в списке «Б» (даже не «А2»), оказался заем г. Перми.

В отличие от спрэдов диапазон рейтингов эмитентов СМО расширился. Например, **уровень кредитоспособности** в

имеющих рейтинг по шкале *Standard & Poor's*, существует **дивергенция** (разрыв с диапазоном в 5 ступеней) соответственно *BBB* и *B+*.

Дивергенция увеличивается за счет относительно быстрого роста рейтинга страны (и Москвы), рост остальных регионов РФ (заметьте, лучших из них — эмитентов СМО) происходит медленнее, что свидетельствует об отставании в экономическом росте субсуверенной России.

Возьмем для оценки дивергенции не кредитоспособность РФ, а величину до-

ходов бюджета. Средний доход бюджета для 88 СРФ в 2005 г. равен 35 млрд руб. (без учета Москвы). Разрыв по величине доходов бюджета между Москвой и средним доходом СРФ достигает 15 раз.

Дивергенция у МО, по-видимому, еще больше. В России уникальное распределение городов по величине по сравнению с Европой: не хватает средних и малых городов, слишком много населенных пунктов (поселенческих МО).

Главная причина отсутствия подобной дивергенции по кредитным рейтингам у

взаимосвязь всех бюджетов усиливается, так же как их зависимость от федерального бюджета. В связи с этим важным явлением 2005 г. стал процесс смены бенчмарка (*benchmark*) рынка облигаций: статус бенчмарка переходит от кривой доходности облигаций Москвы к облигациям ОФЗ.

Фундаментальная причина смены вех заложена в различии целей эмиссии облигаций Минфина и Москвы [2].

Происходящая смена бенчмарка свидетельствует о зрелости рынка, более

ВЫВОДЫ

В 2005 г. рынок субфедеральных и муниципальных облигаций вырос количественно. Однако его качество не только не улучшилось, но даже ухудшилось.

Рынок СМО по-прежнему характеризуется «детской болезнью кривизны» — дисбалансом структур эмитентов и инвесторов. Несмотря на заметный рост его количественных показателей, все более очевидно его отставание по качественным показателям, снижение доли в рынке рублевых облигаций и в бюджетах субъектов РФ (СРФ) и муниципальных образований (МО).

К «детской болезни кривизны» рынка СМО прибавилась еще одна — отставание в развитии. Наш прошлогодний прогноз [1] о том, что развитие рынка СМО будет сопровождаться общим снижением его качества, если не принимать меры по его комплексному развитию, к сожалению, полностью подтверждается.

Основной причиной этого отставания является политика государства, направленная на уравнилельное перераспределение средств между бюджетами в соответствии с Законом 131-ФЗ, что ведет к снижению общей долговой емкости субсубверенных бюджетов. Вступление в силу Закон 131-ФЗ (а вскоре и 129-ФЗ) служит фактором торможения развития рынка СМО. К этому добавляется государственная политика перераспределения средств, получаемых с финансового рынка, через федеральный бюджет — заимствования Минфина на рынке гособлигаций и финансирование МЭРТ инвестиционных проектов в регионах.

Политика государства усиливается возрастающим несоответствием требований рынка и возможностями большинства СРФ и МО, еще не вышедших на рынок СМО.

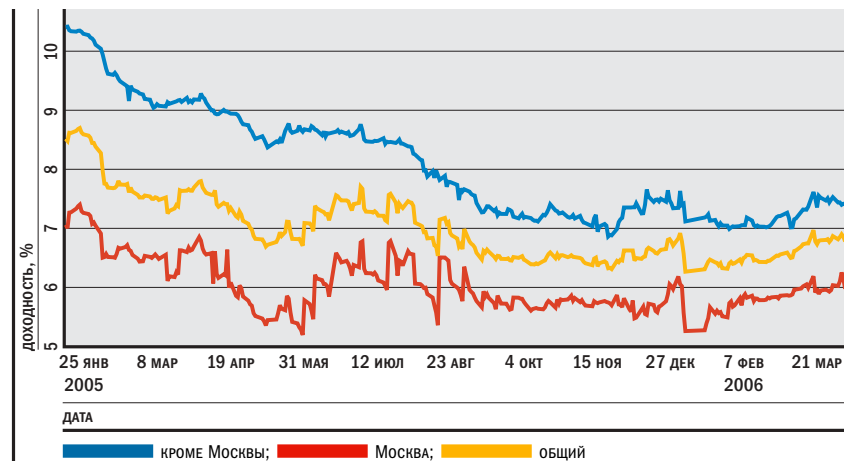
Все эти «болезни» являются причиной незначительной роли рынка СМО в финансировании дефицита бюджетов СРФ и МО и невозможности использования рынка для большинства регионов и муниципальных образований РФ. Развитие рынка СМО отстает от потребностей жизни.

Автор выражает искреннюю благодарность сотрудникам компаний *Cbonds*, *Rusbonds*, ИГ «Регион», ФБ ММВБ, НДЦ за предоставленные данные и подготовку необходимых графиков. ■

Список литературы

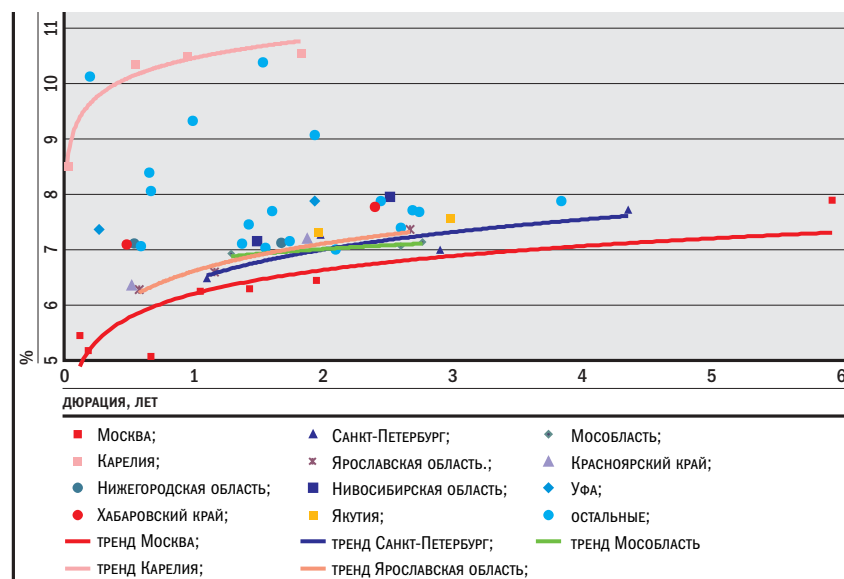
1. Глазков С. «Детская болезнь» кривизны рынка субфедеральных и муниципальных облигаций РФ // РЦБ. 2005. № 9.
2. Глазков С. Российский облигационный конгресс — 2005 // РЦБ. 2006. № 6.
3. Глазков С. Вперед к дефолту! Закон дает добро // РЦБ. 2004. № 7.

Рисунок 6. СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ ДОХОДНОСТИ СМО ЗА 2005–2006 ГГ.



Источник: ГК «Регион».

Рисунок 7. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ СМО НА 11 АПРЕЛЯ 2006 Г.



Источник: *Cbonds*.

региональных эмитентов в Восточной Европе — наличие у них государственной поддержки, которая повышает их рейтинг до практически суверенного уровня, в отличие от регионов РФ.

Одновременно с сужением спредов между СМО разных эмитентов сблизились уровни доходности по СМО и ОФЗ. В результате действия Закона 131-ФЗ

правильной расстановке сил. В сочетании с результатами реформы межбюджетных отношений это должно привести к усилению влияния фундаментальных факторов на ценообразование на рынке облигаций в целом и на рынок СМО в частности. Характерная для рынка СМО нестабильность спредов [1] в перспективе должна постепенно ослабевать.