

Игорь АКСЕНОВ,
вице-президент, специалист
по рыночным рискам, Barclays

Возможен ли кризис муниципальных финансов США?

Достойным эпиграфом к этой статье может послужить высказывание Мередит Уитни[1]. В сентябре 2010 года она заявила, что «в ближайшие 12 месяцев (в 2011 году) от 50 до 100 муниципальных образований, городов, округов и районов будут вынуждены прекратить обслуживать свои обязательства на сотни миллиардов долларов». Фирма Мередит Уитни подготовила исследование состояния муниципальных финансов в 15 штатах и заключила, что им неизбежно потребуется финансовая помощь федерального правительства, чтобы предотвратить банкротства. Однако в следующие пять лет предсказанный крах муниципальных финансов не случился.

Дефолты по муниципальным облигациям в США достигли своего пика в 2008 году ($8 млрд), возможно, этот рекорд будет превышен в 2013 году после банкротства Детройта почти на $18 млрд. Однако аналитики рейтинговых агентств в 2013 году, как и три года назад, уверяют, что, несмотря на очевидные проблемы муниципалитетов США, предпосылок для таких негативных прогнозов нет.

Финансовый кризис и последовавший за ним спад экономической активности на всех уровнях, безусловно, нанесли серьезный удар по муниципальным налоговым сборам. Это усугубило дисбаланс в связи с непрекращающимся ростом обязательств местных бюджетов, в частности пенсионных фондов, и расходов на здравоохранение для действующих и прошлых муниципальных служащих.

Доходы и расходы местных бюджетов — тема, достойная отдельного исследования. В данном обзоре автор исследует инструментарий: что такое муниципальные облигации и какова их роль в государственных финансах США.

СТРУКТУРА РЫНКА

Субфедеральные обязательства занимают чуть меньше половины в общем объеме государственных облигаций, находящихся в обращении, — примерно $3.8 трлн, что составляет около 50% ВВП. Пиковых значений рынок достигал в 2010 году, незадолго до истечения срока действия программы Build America Bonds (BAB). За последние три года объем рынка муниципальных бондов почти не менялся.

[1] Meredith Whitney — инвестиционный аналитик на Уолл-стрит, она стала известна благодаря своим реалистичным прогнозам о плачевном состоянии дел в финансовых организациях в конце 2007 г., на заре финансового кризиса.

ТЕРМИНОЛОГИЯ

Муниципальными облигациями в США считаются любые ценные бумаги, эмитированные местными органами власти. Источником средств для погашения муниципальных ценных бумаг являются местные налоги и сборы, а также доход от финансируемых проектов.

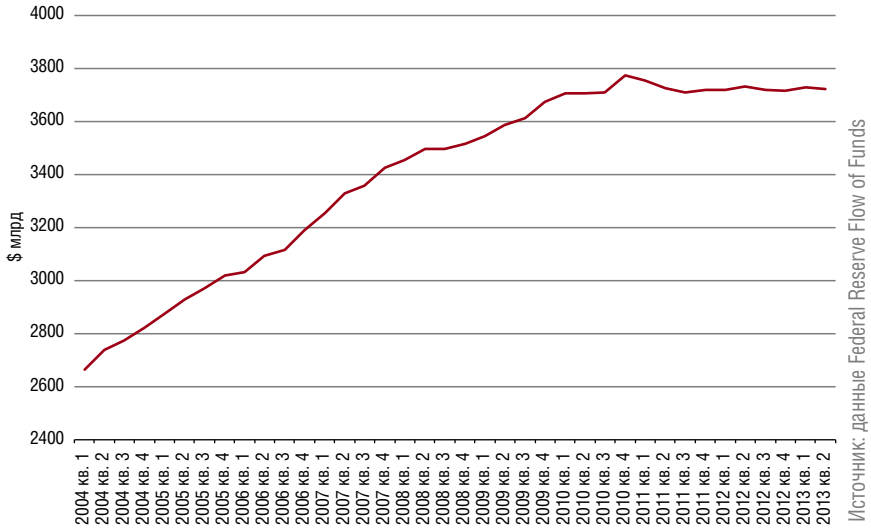
Доход, полученный от большинства типов таких облигаций, не облагается федеральным налогом[1]. В большинстве штатов доход от ценных бумаг, выпущенных местными эмитентами, также не облагается местными налогами. Это делает такие инвестиции наиболее привлекательными именно для местного населения, которое является основным держателем муниципальных бумаг. Источником средств для погашения муниципальных ценных бумаг являются местные налоги и сборы, а также доход от финансируемых проектов.

ПРОИСХОЖДЕНИЕ

Первые займы американских муниципалитетов были размещены в начале XIX века для финансирования капитальных вложений в местную инфраструктуру. На средства, полученные с помощью муниципальных облигаций, были построены порт Нового Орлеана (1800-е) и знаменитый Эри-канал в штате Нью Йорк (1810-е). После Гражданской войны в 1860-е годы на средства, собранные аналогичным способом, были построены трансконтинентальные железные дороги. В наши дни муниципальные облигации также выпускаются для финансирования капитальных вложений в инфраструктуру — дороги, парки, школы, госпитали и прочие объекты, которые призваны улучшить благосостояние населения.

По данным ФРС, до 73% муниципальных облигаций находится в руках индивидуальных частных вкладчиков — напрямую или через инвестиционные фонды. Около 12% — активы в портфелях страховых компаний, около 11% приходится на портфели коммерческих банков, сберегательных касс и инвестиционных банков. Все остальные держатели владеют около 4% общего количества бумаг в обращении. В период после финансового кризиса 2008–2009 годов многие индивидуальные инвесторы понесли потери вследствие недооценки кредитного риска эмитентов на муниципальном рынке. Услуги профессиональных управляющих все более востребованы, что видно в постепенном переводе средств в фонды.

[1] Верховный суд США признал юридическое право конгресса на такое налогообложение в 1988 г.



Источник: данные Federal Reserve Flow of Funds

Рисунок 1
Совокупная муниципальная задолженность в США

В 2012 году банки увеличили свою относительную долю на рынке муниципальных бумаг на $60 млрд. Этот тренд продолжился в 2013 году с увеличением нетто позиции банков еще на $20 млрд. Банки привлекают в муниципальных бумагах прежде всего налоговые преимущества (доход по большинству выпусков освобожден от федеральных налогов; возможны частичные налоговые вычеты для финансирования покупки таких облигаций), возможность выгодного размещения капитала (более выгодный расчет капитальных резервов), а также недооцененность муниципальных бумаг на рынке, часто в связи с низкой ликвидностью таких выпусков.

ТИПЫ ДОЛГОСРОЧНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Можно классифицировать рынок муниципальных обязательств США по типу будущего дохода, из которого предполагается погашение облигаций. В последнее время рынок разделен примерно поровну между выпусками с общей гарантией погашения и доходными обязательствами.

ОБЩАЯ ГАРАНТИЯ ПОГАШЕНИЯ

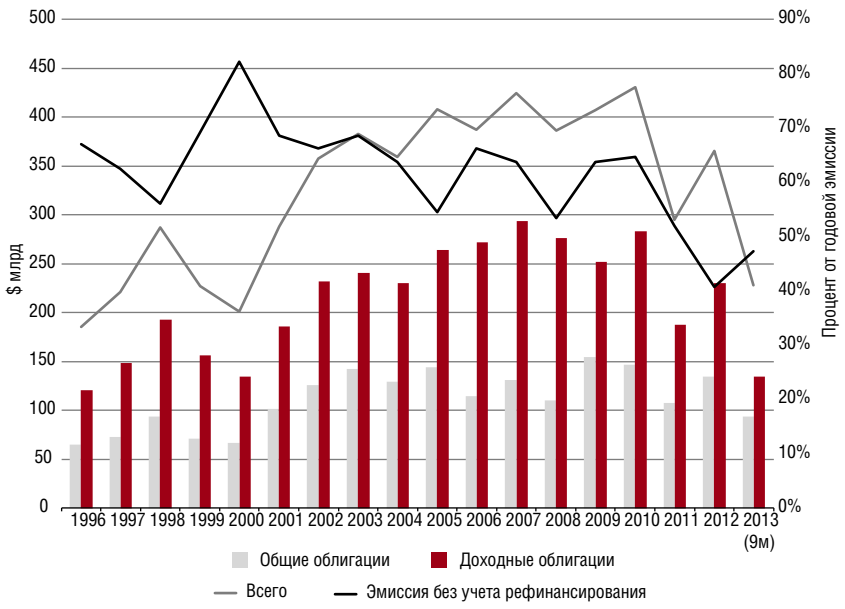
Выпуски с общей гарантией погашения — это обязательства, погашение которых обеспечено всеми доходами муниципальных образований (Full faith and credit pledge). Основными источниками дохода местных правительств являются сборы налога на

Таблица 1
Структура инвесторов в муниципальные облигации США, %

Держатели бумаг	2013	2012	2011	2010
Домохозяйства	44.3	44.6	48.6	49.7
Паевые инвестиционные фонды	28.2	28.6	26.6	26.5
Банки	11.1	10.6	8.9	7.9
Страховые компании	12.4	12.4	12.2	12.2
Прочие	4	3.9	3.7	3.7

Источник: данные Barclays

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ



Источник: Bank of America Merrill Lynch

Рисунок 2
Динамика эмиссии муниципальных облигаций

ПЕРВЫЕ ЗАЙМЫ АМЕРИКАНСКИХ МУНИЦИПАЛИТЕТОВ БЫЛИ РАЗМЕЩЕНЫ В НАЧАЛЕ XIX ВЕКА ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ В МЕСТНУЮ ИНФРАСТРУКТУРУ

недвижимость, налога с продаж, а также местных акцизов. В ряде случаев местные муниципальные образования взимают дополнительный подоходный налог. Предполагается, что в случае необходимости для погашения облигаций все эти налоги могут быть увеличены либо дополнительно введены новые налоги. Платежный агент и официальный поверенный выпуска имеет право через суд заставить эмитента поднять налоги до необходимого уровня, чтобы погасить задолженность по муниципальным облигациям[1].

ОГРАНИЧЕННАЯ ГАРАНТИЯ ПОГАШЕНИЯ

Облигации с ограниченной гарантией погашения — это обязательства, погашение которых обеспечено только определенными статьями налоговых доходов или сборов. В частности, только поступления от сборов налога с продаж, или определенных акцизов, или единовременного сбора с недвижимости могут быть использованы для погашения облигаций. Разновидность ограниченных обязательств — задолженность, обеспеченная налоговыми сборами с улучшенной инфраструктуры. В наиболее типичном случае средства используются для улучшения инфраструктуры определенной территории путем подвода электричества, газа, воды, средств связи. Повышение стоимости недвижимости ведет к росту налогооблагаемой базы, дополнительные налоговые сборы с которой идут на выплату заемных средств.

[1] Это право носит название writ of mandamus.

СЕРТИФИКАТЫ УЧАСТИЯ

В большинстве штатов требуется согласие избирателей на каждый новый выпуск муниципальных облигаций, особенно если дело идет о выпуске бумаг, обеспеченных общими гарантиями эмитента. При неясной местной политической ситуации власти могут избежать дорогостоящего референдума и вместо постройки нового объекта арендовать его для нужд города. Подрядчик такого проекта привлекает средства путем выпуска сертификатов участия, доход держателей которых также освобождается от федеральных налогов.

МОРАЛЬНЫЕ ГАРАНТИИ

Существует также ряд облигаций, выплаты по которым обеспечены так называемыми моральными обязательствами муниципалитетов. Несмотря на отсутствие юридических обязательств, предполагается, что в случае неоплаты органы власти будут изыскивать бюджетные средства для погашения таких бумаг.

ДОХОДНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

К этой категории следует отнести обязательства, которые погашаются из дохода определенного предприятия, объекта или проекта и не имеют гарантии со стороны муниципальных властей. Средства, полученные в результате размещения таких облигаций, расходуются на проекты, связанные с определенными объектами инфраструктуры — мостами, дорогами, портами, водоочистительными системами, госпиталями и другими объектами, требующими серьезных капитальных вложений. Государственная организация, выпускающая облигации такого рода, часто ничем не отличается от аналогичных коммерческих структур. Ее единственное преимущество заключается в федеральной налоговой льготе. Она не имеет доступа к другим формам дохода, поэтому инвесторы наряду с налоговыми льготами обязаны оценивать риск неплатежа.

ЗАСТРАХОВАННЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Несмотря на поддержку государства, рынок достаточно эффективно оценивает реальные риски проектного финансирования вне зависимости от муниципального участия в проекте. Высокие кредитные риски некоторых выпусков доходных облигаций сделали бы их стоимость неподъемной для многих эмитентов. Поэтому достаточно часто инвесторы покупали доходные облигации только в том случае, если они были застрахованы. Основными участниками

рынка страхования таких обязательств до 2008 года были такие компании, как AMBAC, MBIA, FSA. Например, в случае с Chicago Skyway облигации, обеспеченные сборами за пересечение системы мостов в регионе Чикаго, были застрахованы MBIA. После прекращения деятельности ряда страховых компаний в ходе кризиса доступ на рынок серьезно усложнился, так как инвесторы вновь были вынуждены оценивать все риски без учета страховых гарантий.

В условиях финансового кризиса 2008 года федеральное правительство предоставило муниципальным эмитентам возможность занимать на традиционном долговом рынке. В рамках этой программы доход инвесторов облагается федеральным налогом. При этом федеральное казначейство предоставляет прямую субсидию заемщикам в размере 35% от процентной ставки, что уравнивает стоимость займа с традиционными программами выпуска долговых бумаг. Отсутствие налоговой льготы сделало эти облигации непривлекательными для традиционных покупателей муниципальных займов. Логично, что большая часть эмиссий этой программы ушла к традиционным покупателям корпоративных облигаций — пенсионным фондам и страховым компаниям. Фактически эта программа субсидирует финансовых инвесторов, треть купона которым напрямую выплачивает федеральное правительство.

Программа действовала с марта 2009 года по январь 2011 года и гарантировала в общей сложности около $190 млрд обязательств. При высоком кредитном рейтинге[1] и продолжающейся федеральной субсидии[2] рефинансирование большинства таких облигаций не имеет экономического смысла.

ФИНАНСИРОВАНИЕ КОММЕРЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

В этой категории находятся выпуски облигаций местных органов власти, направленные на финансирование частной коммерческой деятельности. Налоговая льгота предоставляется в том случае, если эта деятельность либо используется правительственными организациями, либо приносит общественную пользу. Наиболее часто такими облигациями финансируется строительство объектов местной инфраструктуры — дорог, водопроводов, энергетических сетей, трубопроводов на местах будущей жилищной застройки.

С точки зрения налоговой службы США, финансирование деятельности или объектов, которые на 90% используются правительством, может быть отнесено к освобожденным от налогов. В ходе налоговой реформы 1986 года целый ряд видов частной деятельности был исключен из списка, допускающего освобождение от налогов. В частности, из списка были исключены индустриальные доходные облигации (исторически более всего подверженные дефолту — до 15% общего объема в обращении). Также были введены жесткие ограничения на эмиссию неправительственных облигаций для коммерческих целей[3].

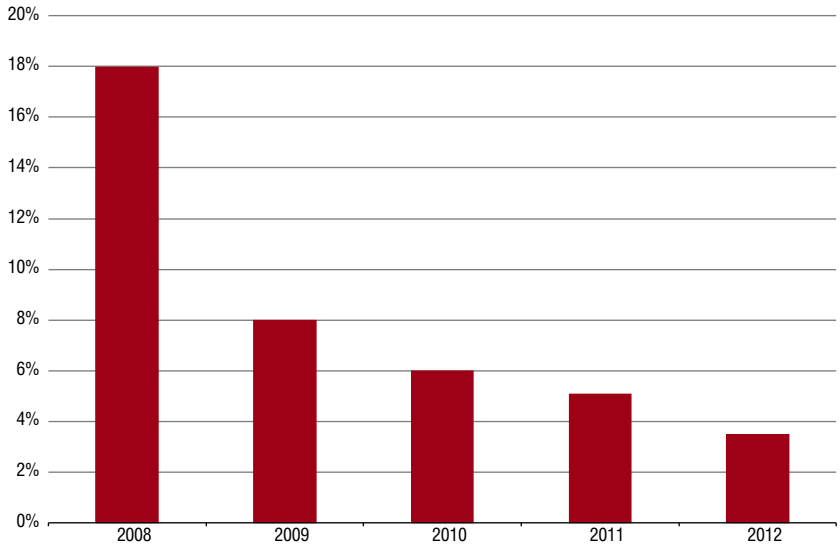


Рисунок 3
Застрахованные муниципальные облигации в новых эмиссиях

КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Муниципальные облигации со сроком погашения до 13 месяцев обычно называют нотами. Выплаты купона и основной суммы идут из будущих налоговых сборов (tax anticipation notes), из будущих общих доходов эмитента (revenue anticipation notes) или из средств, привлеченных в ходе выпуска долгосрочных облигаций (bond anticipation notes). Также популярны ноты, обеспеченные будущими грантами других ветвей власти — правительства штата или федерального правительства (grant anticipation notes). Такая система

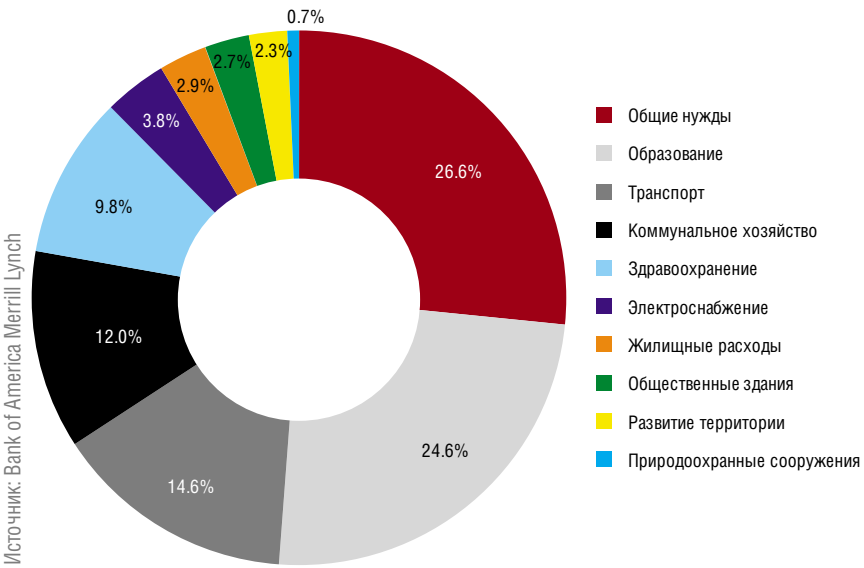
ВЕЛИКАЯ ДЕПРЕССИЯ 30-Х ГОДОВ ПОРОДИЛА БЕСПРЕЦЕДЕНТНОЕ КОЛИЧЕСТВО НЕПЛАТЕЖЕЙ — ТОГДА БЫЛО ЗАФИКСИРОВАНО 4770 СЛУЧАЕВ ДЕФОЛТОВ ПО МУНИЦИПАЛЬНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ

[1] Рейтинг AA и выше у 70% таких бумаг по сравнению с 25% от совокупного объема корпоративного рынка.

[2] Секвестр бюджета США снизил субсидию на 8.7%. Изменение размера субсидии дает некоторым эмитентам право рефинансировать облигации.

[3] Максимальный объем эмиссии облигаций штата для коммерческих (необщественных) целей может составить большее из следующих величин — $292 млн, или $95, умноженные на население штата.

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ



Источник: Bank of America Merrill Lynch

Рисунок 4
Цели эмиссии муниципальных облигаций в 2012 году

используется в распределении средств федерального департамента транспорта.

Стоит отметить, что все виды муниципальных облигаций выпускаются с фиксированным купоном. Исключением из правил являются долгосрочные обязательства с плавающей ставкой (variable rate demand obligations). Такого рода бумаги выпускаются в случае, если фиксированная стоимость долгосрочного займа неприемлема для эмитента. Инвесторы в таких инструментах должны учитывать дополнительный риск рефинансирования в случае резкого роста краткосрочных ставок, что и случилось в 2008 году.

ГДЕ ИСПОЛЬЗУЮТСЯ СРЕДСТВА?

В 2012 году были выпущены муниципальные облигации на $367 млрд, что близко к среднему значению за последние 10 лет. За девять месяцев 2013 года выпуск облигаций сократился на $46 млрд, прежде всего из-за резкого роста процентных ставок в мае.

Больше половины привлеченных средств было потрачено на общие нужды муниципалитетов и образование. Рассмотрим основные направления затрат, которые финансируются таким образом.

Экономическое развитие: местные власти направляют средства, привлеченные с помощью облигаций, на финансирование коммерческой деятельности, индустриальное развитие территорий или очистные сооружения. Эмиссия таких бумаг организуется государственными органами в пользу коммерческих организаций, которые обязуются создать определенное число рабочих мест или построить какой-либо конкретный объект в данной юрисдикции.

Расходы на нужды образования традиционно составляют большую часть расходов местных властей. Средства тратятся на финансирование всех аспектов образовательного процесса, от детского сада до университетов, в частности на строительство и расширение существующей материальной базы.

В ряде случаев при отсутствии коммерческих поставщиков энергии местные правительства вынуждены создавать общественные альтернативы для **производства и транспортировки электроэнергии.** Со временем многие такие организации приобрели огромный вес и влияние в своих регионах. Они обладают монопольным правом электроснабжения на своей территории и могут регулировать цену на свои услуги.

Природоохранные объекты: ряд программ заимствования использовали собранные средства для уменьшения потенциальных последствий влияния коммерческой деятельности на окружающую среду. Чаще всего эти деньги расходуются на свалки, мусоросжигательные заводы и другую инфраструктуру для переработки мусора.

Здравоохранение: муниципальные облигации широко используются для финансирования государственных и частных госпиталей, домов престарелых и прочих медицинских организаций. Эмитентом выступают в равной мере государственные организации, их подразделения или специально созданные компании.

Подразделения местных органов власти и правительств штатов выпускают облигации для финансирования многоквартирного **жилищного строительства.** Также эти средства используются для субсидирования займов для граждан, покупающих свое первое жилье, и малоимущих. Погашение таких облигаций происходит из платежей непосредственных заемщиков — индивидуальных владельцев или арендодателей в многоквартирных домах.

Общественные здания строятся на деньги местных правительств. Это постройки всех типов для общественных нужд: здания пожарной охраны, полиции, тюрьмы; выставочные комплексы, музеи, библиотеки, прочие культурные сооружения.

Транспортная система: аэропорты, морские порты, дороги, мосты и прочие элементы транспортной инфраструктуры. Местные правительства вместе с федеральными властями являются основными инвесторами в развитие этого сектора.

Таблица 2
Состав рынка по типу и совокупному количеству муниципальных облигаций на рынке, %

Тип расходов	Доля, %
Общие гарантии погашения	**27.60**
ОГ штатов	16.00
ОГ местные	11.70
Доходные облигации	**66.90**
Транспортные	14.90
Особые налоговые зоны	10.70
Медицинские	8.50
Водоснабжение и канализация	8.40
Образовательные	6.80
Лизинг	6.70
Электричество	6.30
Промышленное развитие / контроль загрязнения	3.00
Жилищные	1.30
Переработка вторичного сырья	0.20
Прочие	**5.50**

Источник: Barclays

Муниципальные облигации финансируют строительство сооружений **водоснабжения и канализации,** а также прочих объектов коммунального хозяйства в большинстве регионов страны. Долгосрочное муниципальное финансирование помогает распределить во времени высокую стоимость таких проектов.

ИСТОРИЯ ДЕФОЛТОВ И РЕГУЛИРОВАНИЯ

С момента основания американского государства местные органы власти имели неограниченное право выпускать долговые обязательства любых форм. Юридически это право базируется на принципе разделения властей и ограничении прав федерального правительства.

Отсутствие внешнего контроля часто позволяло нечистоплотным политическим деятелям использовать государственные организации для своих целей. Практически повсеместно налоговые льготы финансировали наращивание муниципальных расходов в интересах влиятельных лиц на местных уровнях. При этом минимальный уровень налогообложения заставлял местные власти полагаться на те же группы людей для пополнения бюджетов путем дополнительных заимствований. Злоупотребления были особенно масштабными в период бурного экономического роста и параллельного ему роста спекулятивных операций, немалая часть которых финансировалась через местные бюджеты. Последствия экономических депрессий в 1837–1843, 1873–1879 и 1893–1899 годах были усугублены бесконтрольным ростом расходов и заимствований местных властей в предшествующие кризисам годы.

Великая депрессия 30-х годов породила беспрецедентное количество неплатежей — тогда было зафиксировано 4770 случаев дефолтов по муниципальным облигациям. Для сравнения: в период с 1839-го по 1929 год было отмечено 940 дефолтов, в 1940-е годы — 79, в 1950-е годы — 112, в 1960-е годы — почти 300.

Негативный опыт привел к постепенному вводу ограничений расходов в основные законы многих штатов и муниципалитетов. В наши дни многие муниципальные субъекты обязаны балансировать свои бюджеты каждый год. Существуют жесткие требования к форме представления финансовой отчетности и эмиссионных документов. Общая статистика дефолтов дает более полную картину: с 1940-го по 1999 год только 1% муниципальных облигаций не был погашен полностью и в срок. По данным Moody's, с 1970 по 2012 год только 73 эмиссии были в дефолте, 93% из них по доходным обязательствам, 70% — по облигациям на многоквартирные дома и здравоохранение. В среднем за этот период меньше 0.1% от объема облигаций с инвестиционным рейтингом были в дефолте (по сравнению с 2.9% корпоративных облигаций).

Финансовая дисциплина привела к серьезному росту контроля и резкому уменьшению количества дефолтов. Но такие ограничения также снизили свободу бюджетного маневра и поставили большинство дефицитных регионов и муниципалитетов в зависимость от вышестоящих органов власти. Обязанность балансировать бюджет заставляет многие муниципальные образования прибегать к помощи штатов или сокращать расходы, что в ряде случаев невозможно политически и практически.

СЛУЧИТСЯ ЛИ КРИЗИС?

Несмотря на федеральную помощь, после финансового кризиса 2008 года общие доходы местных правительств повсеместно упали[1]. Это привело к масштабному урезанию расходов и сокращению персонала в школах, больницах и большинстве муниципальных служб. Ряд муниципалитетов, находившихся на грани банкротства, были спасены в последний момент благодаря вмешательству штатов. Так, столица штата Пенсильвания — город Гаррисберг избежал банкротства только благодаря субсидиям из бюджета штата.

С 2008 года зафиксировано 32 дефолта по муниципальным облигациям. Но несмотря на ухудшающееся финансовое положение, в большинстве случаев дефолт по облигациям не рационален с экономической точки зрения. Проблема заключается в более долгосрочных обязательствах местных властей по линии пенсионных фондов и расходов на здравоохранение. По данным Moody's, обслуживание задолженности местных правительств отнимает в среднем не более 10% доходной части бюджета. В частности, поэтому большинство эмитентов муниципальных облигаций имеют более высокий кредитный рейтинг, чем корпоративные эмитенты.

Маловероятно, что в случае серьезных финансовых затруднений дефолт по облигациям сможет существенно поправить ситуацию. Тем не менее политические события могут серьезно повлиять на перспективы возврата средств в каждом конкретном случае. Конфликт города Нью-Йорк, штата Нью-Йорк и федеральных властей в немалой степени способствовал и финансовому кризису 1975 года — в результате фактического дефолта было введено внешнее управление городскими финансами. В свою очередь, политический конфликт вокруг продажи государственной энергосети в Кливленде ее частным конкурентам привел к банкротству города в 1978 году. Банкротство Детройта было ожидаемо и почти неизбежно в связи с продолжающимся в течение многих лет спадом в американской автомобильной промышленности. Но это случилось только в середине 2013 года из-за продолжительного политического конфликта между разными ветвями власти.

Продолжающийся вялый экономический рост делает кризис местных бюджетов (при всем многообразии причин) вполне возможным. Методы решения накопившихся проблем сильно отличаются в зависимости от уровня местных властей, политических предпочтений законодательных собраний и доступности разных финансовых инструментов. Некоторые штаты уже пошли по пути сокращения расходов на социальное обеспечение муниципальных сотрудников (Висконсин); некоторые города резко подняли налоги; другие урезали расходы и одновременно сократили налоги, надеясь таким образом привлечь новые частные инвестиции. Но простор деятельности местных властей ограничен местными конституциями — неограниченный выпуск муниципальных облигаций для затыкания бюджетных дыр уже давно невозможен. В конечном итоге федеральное правительство, долг которого не ограничен ничем, кроме решений конгресса, держит в руках финансовые рычаги управления всеми уровнями местных властей.

[1] Падение цен на недвижимость и сокращение продаж резко уменьшили налоговые сборы.