Елена ФЕДОТКОВА,
аналитик, НОМОС-БАНК

Муниципальный сектор российского рынка облигаций, в отличие от корпоративного сегмента, традиционно не отличается особой активностью и ликвидностью. На фоне выхода России на глобальные рынки капитала отдельные российские регионы могут задумываться о начале экспансии на внешние площадки. К слову, их европейские коллеги уже давно и активно привлекают средства за счет публичных инструментов с постоянством, завидным для многих корпоративных эмитентов.

ПЕРЕЙТИ РУБЕЖ

Александр ПОЛЮТОВ,
аналитик, НОМОС-БАНК

ДАЛЕКО ЛИ ДО... БЕРЛИНА?

Центральным событием нынешней весны стало успешное возвращение России после 12-летнего перерыва на мировой рынок госдолга. 22 апреля Минфин РФ разместил два транша нового займа еврооблигаций на $5.5 млрд. Причем проходило размещение на фоне неблагоприятной ситуации с Грецией, что только подчеркивает интерес инвесторов к России. Впрочем, объем привлеченных средств мог бы составить и $7 млрд, но, выбирая между объемом и ставкой, Минфин предпочел последнее. Как совершенно справедливо отметил директор департамента госдолга и госфинактивов Минфина РФ Константин Вышковский, «вопрос был не в привлечении существенного объема ресурсов, а в установлении новых ориентиров по заимствованиям, по уровню российского риска». Видимо, крайне довольный обозначившимися ниже исторических уровнями — 3.625% по 5-летним облигациям на сумму $2 млрд и 5% по 10-летним бумагам на $3.5 млрд, — Минфин готов ограничиться выпущенным объемом. А ведь до размещения озвучивались планы по привлечению порядка $17.8 млрд до конца текущего года.

Отметим, что Россия оказалась не единственным суверенным заемщиком, готовым пожертвовать объемом в пользу других интересов — разместившейся за день до этого Германии, одной из самых экономически устойчивых стран еврозоны, пришлось сократить размер выпуска с 3 млрд евро до 2.458 млрд евро. Зато дюрация бумаги — более чем комфортная для суверена — погашение в 2040 году. Размер купона при этом установился на уровне 4.75% годовых. Пока Российская Федерация может смотреть на такие заимствования с некоторой завистью. Но, несомненно, достигнутые успехи окажут поддержку как дальнейшим размещениям суверенного заемщика, так и выходу в перспективе на внешние рынки муниципальных образований.

НА НИЗКОМ СТАРТЕ

Российские суверенные еврооблигации смогут выступать в качестве бенчмарка для обращающихся на внешних рынках бумаг других российских заемщиков, а также выпусков эмитентов, планирующих размещения за рубежом. Однако, если российские коммерческие компании давно освоили внешние рынки капитала, то сектор муниципальных образований представлен на них достаточно скромно: в обращении находятся два выпуска еврооблигаций Москвы с погашением в 2011 году (YTM 2.41%/516 дн.) на сумму 374 млн евро и с погашением в 2016 году (YTM 4.74%/2034 дн.) в размере 407 млн евро, которые, к тому же, не отличаются особой ликвидностью. Возможно, во второй половине 2010 года Москомзайм привлечет за рубежом еще как минимум 20 млрд руб. (в рублях или в долларах) на срок 5–7 лет, но пока это только прогнозы. Если у Москвы — столицы и финансового центра России — дела обстоят столь скромно, на что же рассчитывать другим регионам? Для сравнения, у Берлина (Berlin Land), столицы уже упомянутой Германии, таких выпусков заметно больше — порядка 100.

При этом Москва по размеру бюджета вполне сопоставима с Берлином — 1

«МОСКВА МОГЛА БЫ ЗАНЯТЬ С ДОХОДНОСТЬЮ 4.1–4.5% ГОДОВЫХ В ДОЛЛАРАХ И 3.2–3.6% В ЕВРО НА СРОК ДО 5 ЛЕТ»

трлн руб. (25.726 млрд евро) против 915.7 млрд руб. (20.718 млрд евро). Более высокий уровень развития и диверсификации экономики Германии обеспечили ей большую устойчивость перед лицом кризиса. Общие доходы Москвы за прошлый год снизились на 21.8%, а у федеральной земли Берлин — всего на 2.3%, причем, так же как и у российской столицы, преимущественно за счет сокращения налоговых поступлений. В то же время бюджет Москвы в 2009 году стал дефицитным (154 млрд руб.), а у Берлина — профицитным (3.978 млрд руб.). Все это, безусловно, отражается на привлекательности региона для инвесторов.

Если переходить к категории доходностей, то обращающиеся выпуски Берлина на сегодняшний день торгуются со спредом к суверенным бумагам около 30–50 б.п. У российской столицы он в несколько раз выше и составляет порядка 60–90 б.п. к ОФЗ. Стоит ли надеяться российской столице на сужение спредов до уровней бумаг Берлина? Вероятно, нет. Несмотря на сильный кредитный профиль Москвы и сопоставимость бюджетов городов, на федеральном уровне Россия, вполне ожидаемо, проигрывает Германии. Так, у России в 2009 году по данным Росстата ВВП сократился на существенные 8%, а у Германии — на 5% (в целом по еврозоне — на 4%), объем промышленного производства — на 10.8% и 7.1% соответственно. Также сужению спреда Москвы к ОФЗ препятствует тот факт, что по сравнению с докризисными уровнями в настоящее время доходности муниципальных бумаг практически исчерпали возможности дальнейшего сближения с суверенными облигациями, выйдя на показатели «докризисного» 2008 года (см. Рисунок 1).

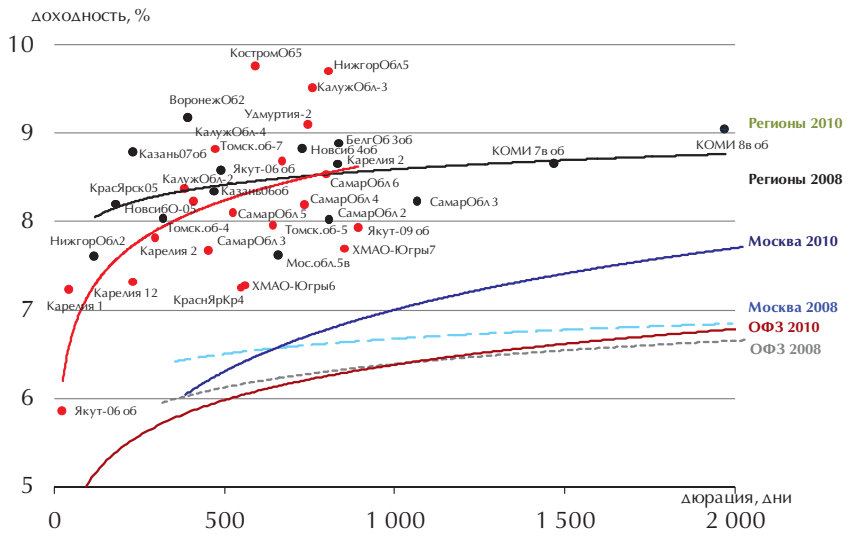
Стоит ли Москве при всем этом выходить на рынок евробондов? В целом, стоимость рублевых заимствований вполне приемлемая, а последнее доразмещение 48-го выпуска столицы на сумму 10 млрд руб. прошло с переспросом практически в 1.5 раза. Сейчас он торгуется с доходностью на уровне 8.02% с погашением в июне 2022 года. В данном случае, как уже отмечалось, на первый план выходит стоимость долга. Попробуем посчитать, во сколько бы обошелся столице валютный заем.

Исходя из того, что в настоящее время короткий выпуск еврооблигаций (с дюрацией 1.4 года) обращается с доходностью 2.48%, длинный (дюрация 5.55 лет) — 4.65%, можно говорить о том, что спред к кривой стоимости валютного долга России отсутствует. Правда, бумаги обоих эмитентов выражены в долларах, однако и в евро ситуацию можно рассматривать как аналогичную. С другой стороны, еврооблигации Москвы неликвидны, поэтому было бы несправедливо рассматривать потенциально возможную доходность еврооблигаций столицы на уровне суверенной кривой. Можно ограничиться спредом, сформированным на внутреннем рынке, однако мы тем самым завысим показатели, поскольку традиционно в валютных бумагах они меньше. Более сложные расчеты с учетом валютной составляющей показывают, что Москва могла бы занять с доходностью 4.1–4.5% годовых в долларах и 3.2–3.6% в евро на срок до 5 лет. В принципе, это означает спред к новому выпуску Минфина России около 50–60 б.п. Очевидно, что Москве будет выгодно обратиться к внешним заимствованиям на обозначенных уровнях.

Впрочем, не все ограничивается цифрами. Существуют и правовые сложности. Одной из них является нерешенная проблема налогообложения купонного дохода, которая вынуждает Москву привлекать средства через зарубежные структуры, а не напрямую. Ранее, когда Минфин выпускал еврооблигации России (последний раз в 1998 году), публиковался меморандум, в котором был регламентирован вопрос налогообложения купонных доходов. Поэтому Москомзайм выбрал выжидательную позицию до размещения новых евробондов России в апреле текущего года. В свою очередь, в преддверие этого знакового события на официальном сайте Минфина было опубликовано письмо ведомства (от 16 апреля 2010 года), как раз разъясняющее все тонкости налогообложения, связанные с новым выпуском облигаций внешнего займа РФ, в том числе и в части выплаты купонного дохода. Если данная практика будет применима

> В ДАЛЬНЕЙШЕМ, ИСПОЛЬЗУЯ БУМАГИ РОССИИ И МОСКВЫ КАК БЕНЧМАРК, ПОПРОБОВАТЬ ВЫЙТИ НА ВНЕШНИЙ РЫНОК МОГЛИ БЫ САНКТ-ПЕТЕРБУРГ, ХАНТЫ-МАНСИЙСКИЙ АВТОНОМНЫЙ ОКРУГ И КРАСНОЯРСКИЙ КРАЙ

Рисунок 1
Распределение доходностей выпусков субъектов федерации и ОФЗ в 2008 и 2010 гг.



и к Москве, это заметно облегчит городу выход на зарубежные рынки. С другой стороны, по закону Москомзайм не имеет права размещать валютные еврооблигации до 2011 года, кроме как на рефинансирование валютного долга. Однако до окончания действия запрета осталось не так уж много времени.

ЧТО ДЕНЬ ГРЯДУЩИЙ НАМ ГОТОВИТ?

В дальнейшем, используя бумаги России и Москвы как бенчмарк, попробовать выйти на данный рынок могли бы и другие российские регионы. Среди них, на наш взгляд, можно назвать Санкт-Петербург, Ханты-Мансийский автономный округ и Красноярский край. Все три эмитента обладают долговой историей на внутреннем рынке, рейтингами, близкими к суверенным (BBB, BBB- и BB+ соответственно), и крупными размерами бюджетов по сравнению с другими регионами (316 млрд руб., 109 млрд руб. и 124 млрд руб. за 2009 год соответственно).

С другой стороны, им, безусловно, далеко до масштабов столицы России, что несколько ограничивает их инвестиционную привлекательность на рынке еврободондов. Учитывая существующую разницу в спредах к ОФЗ между Москвой и регионами и слабую ликвидность на внутреннем рынке, уровень спроса на внешних площадках на муниципальные бонды может быть достаточно сдержанным. Еще одним препятствием для размещения сильных субъектов Российской Федерации, которые потенциально могли бы выйти на рынок внешнего долга, является состояние всей экономики страны, в которой на сегодняшний день доля регионов, характеризующихся стабильным финансовым положением, не является превалирующей.

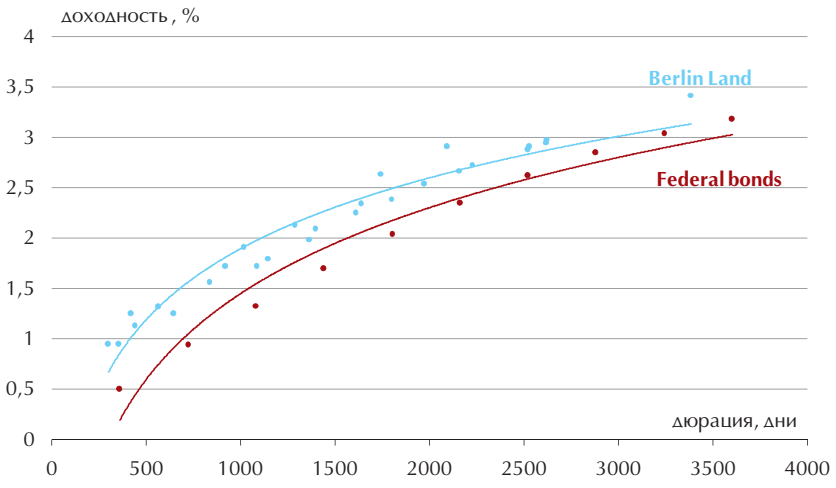


Рисунок 2
Распределение доходностей бумаг федеральной земли Берлин и суверенного долга Германии в 2010 гг.