Надежда Грачева,
руководитель бизнес-направления «Государственные финансы» инвестиционного департамента, АКБ Промсвязьбанк

Рынок ждет нового года

Развитие рынка субфедеральных и муниципальных облигаций сопровождается существенным улучшением условий заимствований — за 4 года средняя стоимость заемных средств снизилась более чем на 1200 б.п., а сроки привлечения увеличились с 1.5 до 10 и более лет. Объем рынка субфедеральных и муниципальных облигаций за 2006 год вырос всего на 16.8%, в то время как в 2005 году его динамика составила 25.6%. И в этом году из-за разразившего на мировых рынках кризиса, динамика рынка также уменьшится: очень многие займы будут либо отменены, либо перенесены на следующий год. Впрочем, облигации регионов и муниципалитетов растут вместе со всем облигационным рынком, поэтому несмотря на замедление, им удается сохранять свою долю на рынке на уровне 10–12%.

Потенциал роста субфедеральных и муниципальных облигаций не исчерпан, особенно с учетом того, что по данным видам ценных бумаг существуют налоговые льготы, которые обеспечивают эффективную доходность по ним на уровне корпоративных эмитентов второго эшелона, при этом они превосходят их по кредитному качеству. Дополнительное преимущество для инвесторов — выход на вторичное обращение в день размещения, в отличие от корпоративных облигаций, которые должны дожидаться регистрации отчета об итогах выпуска. Кроме того, изменилось отношение инвесторов к региональному риску, чему способствуют казначейская система исполнения бюджета, а также проводимые в стране реформы, в частности — централизация финансовых потоков.

Помимо собственных инициатив органов власти, усилия по улучшению финансово-экономического состояния регионов и муниципалитетов предпринимаются и главным регулирующим органом — Министерством финансов Российской Федерации. Новые изменения в Бюджетном кодексе Российской Федерации направлены на повышение прозрачности и ответственности региональных и местных органов власти. Администрации регионов и муниципальных образований обязаны внедрять элементы бюджетирования, ориентированного на результат. Появляется право осуществления внешних заимствований субъектами Российской Федерации. Меняется методика расчета дефицита бюджета. Ужесточаются требования к его размеру и размеру предельного объема долга для регионов и муниципальных образований с высоким уровнем межбюджетных трансфертов из вышестоящего бюджета (60% в бюджетах субъектов, 70% в местных бюджетах). В целом, возможности органов власти расширяются, но в то же время усиливается контроль.

ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

В 2007 году в период до августа рынок субфедерального и муниципального долга развивался активно. Циклы сдвинулись, и несмотря на ожидаемый период отпусков, доходности снизились до минимально возможного уровня. Высокая ликвидность на рынке повлияла на то, что с рынка сметалось буквально все, спрос превышал предложение в разы.

С августа основным катализатором рублевого рынка выступают международные новости. Ипотечный кризис в США, опасность возможного начала военных действий в Иране, перегретость китайских фондовых рынков, нехватка денежной ликвидности в мире, а также напряженная ситуация с рублевой ликвидностью привели к переоценке рисков инвесторами, а соответственно, вызвали рост стоимости заимствований и расширение спредов.

Негативное психологическое влияние оказывает, а следовательно, и ведет к еще большему росту доходностей, ожидание многими участниками рынка пика погашений и оферт российских корпоративных эмитентов, приходящегося на ноябрь-декабрь текущего года.

ПРОГНОЗ

В начале 2008 года существует возможность улучшения конъюнктуры российского долгового рынка, связанная со стабилизацией ситуации на мировом финансовом рынке, шагом к чему послужило понижение учетной ставки ФРС США. К внутренним позитивным факторам относятся намерения российских властей использовать меры по поддержанию ликвидности и инвестированию государственных средств в фондовый рынок.

Ожидания роста на рынке повлияли на решения многих эмитентов по переносу размещений на более поздний срок — начало следующего года. Данная тенденция существует и на рынке субфедерального долга. Уточняются бюджеты, в программах заимствований суммы перераспределяются с облигаций на кредиты.

ПРОБЛЕМЫ

проблема ВЫБОРА ИНСТРУМЕНТА

Острая потребность в притоке заемного капитала, несмотря на политику центра по бездефицитному и профицитному бюджету, обуславливает необходимость привлечения кратко- и долгосрочных инструментов в целях финансирования дефицита бюджета, софинансирования целевых программ, финансирования программ развития регионов и городов.

Текущие проблемы на долговом рынке заставляют отказываться от выпусков облигаций и привлекать кредиты в объеме, большем запланированного. При этом если раньше можно было все сделать оперативно, то после вступления в силу Федерального закона от 26.07.2006 №135-ФЗ «О защите конкуренции», когда возникла необходимость проведения открытого конкурса по отбору банковских организаций в соответствии с Федеральным законом от 21.07.2004 №94-ФЗ «О размещении заказов на поставки товаров, выполнении работ, оказании услуг для государственных и муниципальных нужд», ситуация изменилась. Кредиты потеряли ряд преимуществ. С другой стороны, в условиях роста ставок на долговом рынке неизбежно увеличиваются ставки по кредитам. В этой связи администрации оказываются заложниками сложившейся ситуации и до конца 2007 года вынуждены будут занимать дорого. Так, в сентябре не состоялись конкурсы на оказание услуг по кредитованию в ряде регионов из-за того, что администрации указали начальную цену на несопоставимом с текущей ситуацией на рынке уровне. В результате не было ни одной заявки.

В 2008 году высокие ставки по кредитам повлияют на принятие решений администрациями по выбору долговых инструментов: рынок краткосрочного долга медленнее реагирует на колебания рынка, и в случае улучшения ситуации ставки по кредитам еще какое-то время будут на высоком уровне, тогда как доходности по облигациям снизятся.

проблема РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ ИЗМЕНЕНИЯ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА О ЗАКУПКАХ И ЗАЩИТЕ КОНКУРЕНЦИИ

Облигации обладают рядом преимуществ по сравнению с кредитами. Но законодательство о закупках негативно сказывается и на рынке долгосрочного субфедерального и муниципального долга.

Одна из проблем — проблема отбора финансовых организаций в части страхования эмитента от выбора некомпетентного участника.

Существует также проблема необходимости проведения конкурса на услуги фондовой биржи.

Так, в соответствии со статьей 18 Федерального закона от 26.07.2006 №135-ФЗ «О защите конкуренции», органы власти должны осуществлять отбор финансовых организаций путем проведения открытого конкурса или открытого аукциона в соответствии с положениями Федерального закона «О размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд» для оказания услуг на рынке ценных бумаг. Пункт 6 статьи 4 данного Закона к финансовым организациям относит фондовую биржу.

Несколько конкурсов на услуги фондовой биржи проведены в ряде регионов и естественными монополиями. При этом организаторы конкурсов понимали, что делают их формально.

Пути решения данной проблемы могут быть разными:

1) Включение услуг биржи в конкурсную заявку (предложение) участников, в том числе включение в комиссию организатора расходов на организатора торговли. Но это незаконно, так как стороной договора с фондовой биржей является администрация или естественная монополия, а закон четко регламентирует данные договорные отношения.

2) Внебиржевое размещение. Эта общепризнанная мировая практика представляется действительным выходом из сложившейся правовой коллизии и обладает рядом преимуществ, в частности, ограничением участия в размещении займа неспекулятивных участников. При этом бюджетное законодательство и законодательство о рынке ценных бумаг (ст. 2 ФЗ от 22.04.1996 №39-ФЗ (ред. от 26.04.2007)) не ограничивают размещение субфедеральных и муниципальных выпусков только биржевым способом.

Конечно, существуют злоупотребления, уже есть прецеденты — именно поэтому многие регионы отказываются от внебиржевого размещения. Но злоупотребления — это уже скорее вопрос Счетной палаты и других контролирующих органов.

С другой стороны, в ситуации, когда комиссионные вознаграждения по организации облигационных займов стремятся к нулю, внебиржевое размещение является еще и возможностью получить определенный доход на рынке. Организатор, выкупая облигации, берет на себя определенные риски. Поэтому фактически единственно возможный такой вид дохода является с одной стороны платой организатору за риск, с другой стороны — гарантией для эмитента в ликвидности выпуска, определенной ставке купона (условия контракта неизменны, несмотря на рынок).

проблема ОПРЕДЕЛЕНИЯ ДАТЫ И ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТИ РАЗМЕЩЕНИЯ

Еще одной из проблем законодательства о закупках является также невозможность оперативно расходовать средства. Эта проблема стоит перед всеми уровнями бюджетной системы. Администрации сталкиваются с невозможностью освоить средства в условиях необходимости

проведения конкурса на каждую «копейку». Так, например, в Пермском крае по итогам 2006 г. общая сумма неосвоенных средств составила 7.7 млрд руб., или 15.9% от объема бюджета.

В целом, в России по итогам исполнения бюджетов 2006 г. ситуация в части освоения средств ухудшилась в конце года, когда федеральный бюджет начал сбрасывать на счета региональных бюджетов, а региональные — на счета местных бюджетов, средства по целевым программам. Конкурсы проводить не успевали. Для этого требуется минимум 30 дней, реально же 40 дней с заключением контракта и при условии оптимизации работы всех сторон контракта. Кроме того, в бюджете нужно утвердить данное бюджетное обязательство, а это еще полмесяца минимум, поскольку проводить конкурс под несуществующее обязательство — это прямое нарушение закона.

В этой связи привлечение средств в конце 2006 года не было целесообразным. Поэтому начала массово применяться схема, при которой регионом или муниципалитетом размещается лишь одна облигация, а затем производится доразмещение в течение следующего года.

На внедрение такой схемы повлияла еще и регистрация в Министерстве финансов. Действительно, несколько условий эмиссии были зарегистрированы в последние две недели декабря. Чтобы запустить выпуск, необходимо как минимум 2 недели. Но даже при условии размещения облигаций в последних числах декабря деньги освоить невозможно. Финансовый год заканчивается 25 декабря. А даже на оформление и пропуск заявок при казначейской системе исполнения бюджета необходимо несколько дней. Соответственно, деньги, тем более в таком объеме, становятся просто не нужны. Поэтому администрации нашли оптимальный и абсолютно законный выход. Проекция данной схемы на 2007 год в условиях кризиса представляется наиболее оптимальной. При этом даты начала размещений сдвинутся на более ранний срок по сравнению с 2006 годом.

ПЕРСПЕКТИВЫ

Перспективы рынка субфедерального и муниципального долгосрочного долга видятся в дальнейшей реструктуризации портфелей (а именно замене большей части краткосрочных инструментов облигациями и синдицированными кредитами), в изменении целей привлечения облигационных займов, в выходе на рынок новых эмитентов и увеличении доли муниципальных образований.

Синдицированные кредиты позволяют расширить географию банков-кредиторов. В синдикациях участвуют не только московские и региональные российские банки, но и иностранные, которые обладают более глубоким пониманием муниципального и субфедерального риска. Данный тип инвесторов менее подвержен спекулятивным настроениям рынка и достаточно консервативен. Как правило, участвуя в синдикате, эти инвесторы преследуют другие цели, нежели быстрое и легкое получение прибыли: установление прочных деловых отношений, долгосрочное сотрудничество по всем видам кредитных продуктов, реализацию зарплатных проектов, кредитование кассовых разрывов. У эмитента устанавливаются прочные кредитные отношения со всеми участниками синдиката, а не только с банком-организатором.

При этом синдицированные кредиты не стоит противопоставлять облигационным займам. Более правильно, на мой взгляд, рассматривать их как взаимодополняющие инструменты.

Другая тенденция на рынке — изменение отношения администраций к целям привлечения долгосрочных ресурсов: приоритетом будет выпуск облигаций не на финансирование дефицита бюджета, а на развитие региона и города. Понимая, что в соответствии со ст. 35 Бюджетного Кодекса Российской Федерации, доходы бюджета и поступления из источников финансирования его дефицита не могут быть увязаны с определенными расходами бюджета, администрации в рамках софинансирования из бюджетных и внебюджетных источников могут реализовывать существующие и дополнительные целевые программы в части привлечения инвестиций в общественную инфраструктуру, подготовку земельных участков, строительство жилого фонда, развитие дорожной сети, реализацию проектов в рамках проекта «Газификация». Этому способствует политика правительства по реализации приоритетных национальных проектов и целевых программ.

Важную роль в выходе муниципальных образований на рынок играет политика региональных властей. Не секрет, что муниципалитеты — административные центры не находятся в «близких» отношениях с субъектом федерации. Когда большая часть доходов уходит из города в бюджет региона, а потом поступает сверху и имеет строго целевое назначение, ни о каком сотрудничестве не может идти речи. Особенно это видно в регионах, где система межбюджетных отношений носит выравнивающий, а не стимулирующий характер.

Таким образом, столицы регионов оказываются «закрытыми» для сотрудничества с субъектами федерации, в то время как для других муниципальных образований данного региона такое сотрудничество взаимовыгодно: у них забирают меньше, а дают относительно больше.

В этой связи на рынке будут иметь место две тенденции: увеличение доли присутствия муниципальных образований и выход на рынок небольших городов, которые не являются столицами регионов. При этом большую роль в этом процессе будет играть политика региональных властей по поддержке муниципалитетов.