Максим Орешкин,
аналитик управления рынка капитала департамента инвестиционно-банковских услуг, ОАО АКБ «РОСБАНК»

Рынку мешают профицитные бюджеты регионов

Какие группы инвесторов, по вашим оценкам, являются основными участниками рынка субфедеральных облигаций? Есть ли какие-то отличия от рынка корпоративных облигаций?

Особенностью субфедеральных облигаций является то, что это бумаги высоконадежных эмитентов, в большинстве своем с длительным сроком до погашения. Если дюрация большинства корпоративных выпусков, представленных на рынке, составляет в среднем от года до трех лет, то дюрация субфедеральных займов начинается от трех, четырех, пяти лет. Основные характеристики субфедеральных облигаций обуславливают соответствующий круг инвесторов в эти бумаги: это пенсионные фонды, управляющие компании, в том числе те, что оперируют страховыми резервами, и российские банки. Также в ряде выпусков присутствует спрос со стороны иностранных инвесторов, заинтересованных в долгосрочных вложениях в высококачественные активы на российском рынке.

Ликвидность облигаций субфедерального займа намного ниже показателей ликвидности корпоративных облигаций, объем сделок невелик даже по наиболее ликвидным субфедеральным облигациям (Москва, Московская область, Самарская область и т.п.). Чем, по вашему мнению, можно объяснить такое положение дел на рынке субфедеральных облигаций?

Рынок субфедеральных займов, как и рынок корпоративных бумаг, довольно сильно диверсифицирован. На рынке корпоративных бумаг представлено большое количество не очень ликвидных инструментов, а также есть известные имена, с которыми совершается большой объем сделок. Если ориентироваться на объем займа, то ликвидными на рынке как субфедеральных, так и корпоративных бумаг являются бумаги займов, объем которых составляет не менее 1 млрд руб.

Какие меры могут способствовать повышению ликвидности рынка субфедеральных облигаций?

В большей степени это предложение инструментов с оптимальными параметрами, наиболее полно отвечающих сложившейся на момент размещения рыночной конъюнктуре и спросу инвесторов. Опытные эмитенты уделяют особое внимание структуре выпуска облигаций, а именно обеспечению рыночного объема займа, прозрачной структуре купонных и амортизационных выплат, обязательному включению инструмента в высшие котировальные листы торговых площадок и т.д. Таким образом, предложение инвесторам качественных долговых инструментов не только обеспечит необходимый уровень ликвидности ценных бумаг, но и позволит эмитенту снизить расходы по обслуживанию собственного долга.

Состав эмитентов субфедеральных облигаций на протяжении последних лет остается слабо дифференцированным: наращивание объема региональных долгов происходит главным образом за счет эмитентов, уже имеющих опыт размещения облигаций. Какие новые регионы могут выйти на облигационный рынок в 2008 г.? Какие из этих регионов может вывести на рынок РОСБАНК?

Наверное, не совсем корректно говорить о том, что будет в новом году, так как законы и решения о бюджетах на 2008 г. еще не утверждены. В ближайшей перспективе РОСБАНК планирует вывести на рынок нового эмитента — Ивановскую область. Это первый заем области объемом 1 млрд руб. и сроком 3 года. В дальнейшем эта бумага будет включена в высший котировальный лист биржи.

РОСБАНК очень долго был номером один по организации субфедеральных займов. В этом году по итогам первого полугодия вы только на третьем месте. Почему «скатились» в рейтинге вниз?

РОСБАНК выступил организатором и успешно разместил шесть облигационных займов за первые шесть месяцев текущего года против двух, организатором которых выступила ИК «Тройка Диалог», заняв первое место в рейтинге Cbonds за первое полугодие 2007 г. Возможно, мы «сдали позиции» по объемам размещенных выпусков, но не по их количеству. Снижение объемов связано с тем, что РОСБАНК работает с бюджетами разных уровней, среди наших клиентов присутствуют такие, как город Магадан, город Томск — это муниципальные образования со сравнительно небольшими бюджетами, которые по законодательству не могут себе позволить крупные выпуски облигаций. Кроме того, у региональных бюджетов есть такая особенность, что основные потребности в денежных средствах они испытывают скорее во второй половине года, поэтому если посмотреть на историю рынка, то можно заметить, что большее количество размещений субфедеральных и муниципальных займов приходится на вторую половину года.

В этом году, учитывая неблагоприятную конъюнктуру рынка, ситуация, наверное, будет иной — и вам, скорее всего, не удастся за время, оставшееся до конца года, достичь показателей прошлого года, разместить большой объем субфедеральных облигаций?

Мы надеемся, что рыночная ситуация будет улучшаться. В наших планах размещение следующих эмитентов: Нижегородская область, Ивановская область, Калужская область, города Казань и Чебоксары. Эти эмитенты хорошо известны на рынке и выходят с крупными объемами заимствований, поэтому по итогам года наши показатели и позиции в рейтингах должны значительно улучшиться.

Каковы основные показатели кредитного качества региона-эмитента?

Экономическое развитие, качество финансового управления регионом, бюджетные показатели и долговая нагрузка, наличие у региона международного кредитного рейтинга и его уровень. Также важно знать, есть ли у эмитента долгосрочная стратегия развития, реализуются ли на территории региона крупные инвестиционные проекты.

Насколько важна оценка политических рисков при принятии инвесторами решения о покупке бумаг того или иного региона?

В последние годы влияние этого фактора снизилось благодаря тому, что существующая в стране политическая система дает исполнительной власти федерального уровня возможность при наличии каких-то проблем с губернатором довольно быстро его заменить. Данный риск теперь чуть ниже, чем он был раньше.

А если на губернатора совершено покушение или он попал в ДТП, это отражается на настроениях инвесторов в бумаги региона?

Как и любая негативная новость по любому эмитенту, это вызывает нервозность. Смена главы региона не проходит бесследно для региона, и в первое время качество управления регионом страдает. Некоторые инвесторы могут в этот период сокращать свои позиции в бумагах региона. Но подчеркну, что кредитное качество региона в первую очередь зависит от его социально-экономического положения.

На основе каких данных РОСБАНК как организатор размещения многих выпусков субфедеральных облигаций оценивает финансовое состояние регионов-эмитентов? Насколько близки эти оценки к реальному положению дел?

Мы строим много разных моделей оценки доходности облигаций субфедерального займа, например, оцениваем спред доходности облигаций к бескупонной кривой доходности ОФЗ. Эта и другие модели, которые мы используем, позволяют достаточно точно определить доходность, на которую может рассчитывать эмитент в конкретный период выхода на рынок.

Финансовое состояние муниципальных и субфедеральных заемщиков можно оценить, исходя из следующих основных показателей: размер доходов региона, доля собственных доходов в структуре доходов бюджета, уровень долга, отношение уровня долга к собственным доходам.

Новые правила инвестирования страховых резервов позволили страховщикам и НПФ вкладываться в субфедеральные облигации, включенные в котировальный лист А1 ФБ ММВБ (например, облигации Московской, Самарской и Липецкой областей). Может ли это нововведение побудить регионы-эмитенты на действия, которые позволят им перейти в список А1 и расширить круг инвесторов в их облигации? Есть ли среди ваших клиентов регионы, вынашивающие подобные планы?

В высшие котировальные листы включаются все выпуски, объем которых позволяет это сделать в соответствии с правилами биржи. Это делается для того, чтобы привлечь и сохранить инвесторов в эти бумаги. Все выпуски таких эмитентов, как Ярославская область, Тульская область, Красноярский край, Новосибирск (это эмитенты, с которыми мы работаем достаточно долго), включены в высшие котировальные листы. Новые выпуски попадают в лист А1 максимально быстро — через три месяца, потому что каждый новый выпуск до включения в высшие котировальные листы именно столько времени должен обращаться на вторичном рынке.

Московская область пошла по пути активного использования облигаций как инструмента финансирования структур (инфраструктурные организации, строительные компании), связанных с региональными властями. РОСБАНК планирует усиливать свои позиции на этом рынке или на аналогичных рынках других регионов?

Мы не сосредоточены на каком-то рынке, наш бизнес диверсифицирован как регионально, так и между корпоративными и субфедеральными заемщиками. Компании, находящиеся на стыке корпоративного и субфедерального секторов, также попадают в сферу наших интересов. Кроме того, мы всегда работали с крупными компаниями, имеющими хорошие взаимоотношения с местными структурами власти. Таким компаниям

мы предлагаем различные схемы финансирования, в том числе и привлечение денежных ресурсов под гарантии бюджетов.

Какие основные тенденции рынка субфедеральных облигаций в 2007 году вы можете отметить?

Главной тенденцией последних лет является то, что бюджеты субъектов федерации исполняются с высоким уровнем доходов, что является сдерживающим фактором для развития рынка субфедерального долга. Регионы, значительно увеличивая доходы внутри своей экономики, увеличивая налоговые поступления, думают, что смогут финансировать все свои расходы за счет своих внутренних ресурсов. Мы пытаемся объяснить региональным чиновникам, что, учитывая тот уровень износа, которым характеризуется капитальная сфера в их регионах, им требуются инвестиции для ее восстановления, и этот уровень затрат они не «потянут» собственными силами.

При этом стоит отметить, что выпуск и размещение облигаций в принципе оказывает положительное влияние на экономику региона. Например, реализация инфраструктурного проекта, финансируемого из средств, привлеченных на рынке облигаций, может плодотворно влиять на развитие экономики и тем самым увеличивать налоговые платежи, поступающие в бюджет. При грамотном использовании ресурсов, поступающих от облигационных займов, при их направлении в «точки роста», которые повлекут увеличение налоговых поступлений, регион, по сути, не только получит положительный социальный эффект и сумеет компенсировать выплаты процентов за привлеченные средства, но и окажется в экономическом выигрыше.

И регионы, которые это понимают, пытаются реализовывать разного рода инвестиционные проекты, в долгосрочной перспективе будут выглядеть гораздо более эффективными и развиваться гораздо быстрее, чем регионы, избегающие привлечения средств с облигационного рынка.

А вы могли бы привести несколько примеров таких «правильных» регионов и регионов, пока не понимающих, какие выгоды они получат от размещения облигаций?

Один из ярких примеров «правильных» регионов — Чувашская республика, которая отличается очень высоким качеством управления как финансами, так и в целом экономикой. Она активно привлекает средства с рынка, и инвесторы очень положительно это оценивают. Именно поэтому Чувашия по доходности торгуется ниже, чем сопоставимые с ней по объему собственных доходов регионы. В дальнейшем республика будет развиваться быстрее, эффективнее, что позволит региону «с большим запасом» обслуживать свои долговые обязательства.

Как будет вести себя рынок субфедеральных облигаций в 2008 году?

Мы ожидаем, что темпы ростов доходов бюджетов в среднесрочной перспективе будут снижаться, а те проблемы, которые есть у регионов в сфере обновления основных фондов и капитальных затрат, будут становиться все очевиднее и все ощутимее. Некоторые регионы уже очень скоро будут вынуждены выходить на долговой рынок, чтобы решать проблемы своей экономики.

Регионы сами приходят к осознанию этой необходимости, или вы проводите с ними разъяснительную работу?

У РОСБАНКа вторая по степени разветвленности филиальная сеть, банк присутствует в 70 регионах России, и это расширяет наши возможности по взаимодействию с местными органами власти. Мы отслеживаем потребности региональных бюджетов, налаживаем контакты с местными властями, прикладываем усилия для решения проблем, возникающих у администраций как регионов, так и муниципальных образований.

РОСБАНК одним из первых начал практиковать «внебиржевое» размещение ценных бумаг субъектов РФ. При этом зачастую при начале биржевых торгов цена становилась выше цены размещения. Как вы можете прокомментировать данную ситуацию?

Данная практика является де-факто стандартом на этом рынке. Способ и технологию размещения, как и цену размещения, определяет непосредственно эмитент. Используя данную технологию, эмитент получает для себя ряд неоспоримых преимуществ. Аукцион, возможно, позволяет привлечь более широкую аудиторию непосредственно в момент проведения, но эта аудитория ничем не гарантирована, никто не может гарантировать итогов аукциона. А технология внебиржевого размещения — заключение договоров с инвесторами заранее — позволяет гарантированно успешно разместить заем.

Как ведут себя рынок субфедеральных облигаций и игроки этого рынка во время продолжающегося кризиса на финансовых рынках?

Если посмотреть на динамику доходности субфедерального рынка в последние полтора-два месяца, то мы увидим, что это один из немногих секторов российского долгового рынка, который относительно уверенно чувствует себя в это непростое время. Спреды большинства облигаций субфедеральных заемщиков к кривой ОФЗ не расширяются в отличие от корпоративных выпусков, потому что инвесторам в данные ценные бумаги свойственна большая консервативность. Они не бегут за сиюминутной выгодой, за быстрой прибылью, горизонт их инвестирования гораздо шире, чем у инвесторов в корпоративные бумаги, и они более спокойно относятся к сложившейся ситуации.

Стоит еще отметить, что, учитывая высокое кредитное качество субфедеральных эмитентов по отношению к большинству корпоративных заемщиков, восстановление рынка в первую очередь коснется именно субфедералов и корпорантов первого-второго эшелонов. Размещения пойдут в первую очередь именно в этих секторах российского облигационного рынка, поэтому положительное влияние улучшения рыночной ситуации субфедералы испытают раньше, чем основная масса корпоративных заемщиков.

Беседовала Анна Чепракова