Александр Кудрин,
аналитик,
ИК «Тройка Диалог»

Медленным ходом

Рынок субфедеральных облигаций в 2007 г. развивался более медленными темпами, чем сегмент ОФЗ и корпоративных заимствований. В какой-то мере это объясняется ограниченными возможностями по привлечению долга региональными бюджетами, рамки которых установлены законодательно. К тому же крупнейших заемщик — город Москва — образно выражаясь, «сошел с дистанции», еще в прошлом году отказавшись от выпуска облигаций.

Конечно, причина этого решения московских властей более чем приятная — бюджет этого субъекта федерации исполняется с большим профицитом, превышая прогнозы. Тем не менее, даже несмотря на отсутствие «лидера», регионы смогли занять в первые восемь месяцев 36.7 млрд руб., что позволило увеличить объем данного рынка на 11% по сравнению с началом 2007 г. Для сравнения: за этот же период времени рынок ОФЗ увеличился на 13%, а корпоративных долговых обязательств — на 33%. Наибольший вклад в этот результат внесла Московская область, которая весной разместила седьмой выпуск собственных облигаций на сумму 16 млрд руб. Стоит отметить, что эта эмиссия стала крупнейшей за всю историю сегмента негосударственных долговых инструментов, размещенной одним траншем (более крупные выпуски долговых обязательств Москвы размещались в несколько заходов). Более того, судя по тому как развивается ситуация на рынке рублевых долговых обязательств, этот рекорд может устоять до конца 2007 г.

Вместе с тем, нельзя не упомянуть о том, что рынок субфедеральных займов занимает лишь небольшую долю в общей структуре рынка долговых обязательств в России. Он составляет всего 9% от совокупного объема рублевых облигаций в обращении, явно проигрывая сегменту ОФЗ и корпоративных долговых бумаг (42% и 49% соответственно). На наш взгляд, эта композиция в ближайшее время вряд ли претерпит существенные изменения, и доля региональных бумаг, скорее всего, будет колебаться в пределах 8–11%. Вместе с тем, стоит отметить, что в последние два года на рынке стали появляться выпуски долговых бумаг, которые либо напрямую гарантированы бюджетами субъектов федерации, либо эмитированы компаниями, которые контролируются региональными властями. К первой категории можно отнести облигации региональных ипотечных агентств (например, Оренбургская ИЖК), бумаги таких компаний, как Связьинвестнефтехим (на рынке еврооблигаций) и Усть-Луга (на рублевом рынке). Во вторую группу попадают эмитенты типа МОИА. Как правило, подобные долговые инструменты имеют определенную премию по отношению к облигациям регионов, предоставивших гарантию, что вполне оправдано с точки зрения структуры займов. Тем не менее, их риск большинство инвесторов рассматривает как квазирегиональный, высоко оценивая вероятность помощи со стороны местных властей даже для бумаг второй категории. Подобная оценка заметно повышает привлекательность этих инструментов, фактически расширяя список субфедеральных облигаций.

ЛУЧШЕ КОРПОРАЦИЙ

В целом же стоит отметить, что отношение инвесторов к субфедеральным облигациям несколько лучше отношения к корпоративным займам.

С одной стороны, это обусловлено особенностями законодательства. Например, купонный доход по региональным бумагам облагается налогом по ставке 15%, а не 24%, как для корпоративных. Помимо этого, субфедеральные бумаги формально классифицируются законодательством как государственные заимствования, что делает их доступными для самых консервативных категорий инвесторов (вложения которых регламентируются различными нормативными актами). Пожалуй, единственное исключение здесь составляет Государственная управляющая компания, которая может инвестировать свои средства только в долговые обязательства Министерства финансов. Однако не исключено, что инвестиционная декларация этого института в ближайшее время будет расширена, и в этом случае есть все основания

полагать, что субфедеральные долговые обязательства попадут в новый перечень.

С другой стороны, большинство инвесторов высоко оценивают надзорную функцию Минфина, который осуществляет постоянный мониторинг исполнения региональных бюджетов. По мнению большинства участников рынка, подобная практика позволяет субъектам федерации избежать потенциальных проблем и уж тем более дефолтов. Более того, многие инвесторы полагают, что в сложной ситуации регионы могут рассчитывать на прямую финансовую помощь со стороны Минфина. Так, например, федеральные власти помогали в 2003–2004 гг. Нижегородской области рассчитаться по выпуску еврооблигаций посредством предоставления ссуд. Эти соображения также позволяют выделить субфедеральные бумаги в отдельную категорию, статус которой близок к квазисуверенному.

Еще одной интересной особенностью рынка является высокая доля облигаций, которые входят в тот или иной котировальный список. Всего в те или иные котировальные списки включено 62.8% бумаг, и этот показатель может еще больше увеличиться, когда в эту категорию перейдут бумаги шестого и седьмого выпусков Московской области (облигации четвертой и пятой серий уже входят в список А1). Этот фактор представляется важным, например, в том случае, когда речь идет об инвестициях средств из накопительной части пенсии негосударственными управляющими компаниями. Для этих инвесторов доступны только те облигации, которые включены в котировальный список А1.

Многие бумаги включены и в Ломбардный список ЦБ РФ. Более того, не исключено, что в обозримой перспективе в него попадут все без исключения субфедеральные бумаги. Эта мера, в случае ее реализации, будет направлена на расширение возможностей рефинансирования банковской системы, задачи, которая стала весьма актуальной на фоне глобального кризиса ликвидности. Включение облигаций регионов в Ломбардный список может стать дополнительным фактором их инвестиционной привлекательности. Дело в том, что в условиях дефицита ликвидности, который сложился на российском рынке во второй половине третьего квартала 2007 г., ценность долговых бумаг, которые можно использовать для привлечения финансирования в рамках операций РЕПО против ЦБ РФ, заметно возрастает. Дело в том, что ставка подобного кредитования формируется на уровне чуть выше 6% годовых (для займов овернайт) и фактически не зависит от состояния рынка МБК (где стоимость может быть заметно выше). Это обстоятельство позволяет банкам — держателям подобных бумаг получать финансирование на весьма привлекательных для них условиях.

Резюмируя все перечисленные выше факторы, можно утверждать, что рынок субфедеральных бумаг формирует относительно небольшой по размерам сегмент российского рынка облигаций. Он характеризуется более низкой по отношению к корпоративным займам степенью риска и пользуется популярностью среди консервативных инвесторов.

НА ФОНЕ КРИЗИСА

Дестабилизация мировой финансовой системы в третьем квартале 2007 г. полностью заморозила активность в первичном сегменте российского долгового рынка и привела к сильному сокращению ликвидности во вторичном. Проблемы с ликвидностью и финансированием на международных рынках заставили банки осторожнее действовать на рынке рублевых облигаций, постепенно сокращая свои позиции на рынке, что не могло не сказаться отрицательным образом на его конъюнктуре.

Главных вопросов сейчас два: как долго сохранится неблагоприятная конъюнктура и ухудшится ли она. Мы видим три варианта развития событий и полагаем, что ситуация на долговых рынках — и внутреннем, и внешнем — будет прямо определяться событиями на мировых.

Пессимистичный сценарий предполагает дальнейшее развитие кризиса на мировых финансовых рынках. В этом случае можно ожидать значительного оттока капитала с российского финансового рынка и исчезновения ликвидности во вторичном сегменте. Не исключены дефолты по рублевым корпоративным облигациям. Для субфедеральных заемщиков риск дефолтов мы оцениваем как минимальный. Привлекать новые средства смогут только самые крупные заемщики, но и среди них большинство отложит размещения до лучших времен. Кризис ударит по всей экономике: без заемных средств компании могут сократить объем инвестиционных программ. Последствия этих решений для региональных заемщиков могут оказаться более чем негативными ввиду потенциальной «заморозки» (или даже сокращения) налоговой базы, а следовательно, и доходов регионов. Это может привести к росту кредитного риска этих заемщиков. Более того, отсутствие возможности привлекать средства на рынке облигаций может обернуться для многих регионов существенными проблемами. Тем не менее, мы считаем, что возможности по рефинансированию у региональных властей заметно выше, чем у многих корпораций — как за счет «патронажа» Минфина, так и благодаря достаточно тесным связям с коммерческими банками.

В базовом сценарии активность на долговых рынках осенью восстановится, однако ни спреды валютных облигаций, ни номинальная доходность рублевых не вернутся на докризисные уровни. Как бы то ни было, во второй половине октября и в ноябре первичный сегмент будет функционировать более-менее нормально. По-видимому, первым в привычное состояние вернется внешний рынок (что, впрочем, неактуально для подавляющего числа региональных заемщиков), а интерес к рублевому поначалу будет ограничен. Уровень ликвидности во вторичном сегменте будет средним. Отечественные заемщики (включая субъектов федерации) среднего размера смогут привлекать финансирование и на первичном рынке, но дороже, чем прежде. Общее влияние долгового рынка на экономику едва ли окажется сильным.

Оптимистичный сценарий — быстрое восстановление всех рынков капитала. По сути, это ускоренный вариант базового сценария. Внешний спрос на рублевые облигации будет высок, и эмитенты из второго и третьего эшелонов смогут занимать под сравнительно низкие проценты. Естественно, никаких отрицательных последствий для экономики это иметь не будет.

В условиях достаточно высокой неопределенности на рынке облигаций мы рекомендуем инвесторам отдавать предпочтение бумагам первого эшелона с относительно небольшой дюрацией. На рынке субфедеральных займов к таким инструментам можно отнести бумаги «Московская область-4», «Московская область-5».