(Суб)федеральное бюро расследований: муниципальные облигации США

Никита БУНДЗЕН,
руководитель группы по рынку облигаций Северной Америки, группа компаний Cbonds

Последние год-полтора выдались напряженными для многих, и рынок облигаций — не исключение. Прошла волна банкротств, от которых оказались не застрахованы даже крупные корпоративные эмитенты. В условиях подобной турбулентности международный инвестор резонно задастся вопросом: быть может, стоит обратить внимание на традиционно более спокойный сектор муниципальных облигаций США?

На конец I квартала 2021 года в обращении находилось больше 950 тыс. муниципальных облигаций — почти миллион эмиссий

Многие участники финансового рынка имеют четкое представление, что следует понимать под «муниципальной облигацией». Но, как водится, есть нюанс. Или несколько нюансов.

ДЬЯВОЛ В ДЕТАЛЯХ

Возьмем для сравнения понятие муниципального бонда в российской практике и в американской. Так, в России под это определение попадают облигации, выпущенные муниципальными образованиями и субъектами РФ (то есть городами, областями, краями, республиками и т. д.) — и только.

В США же данный сектор представлен более широко, и перечень эмитентов куда разнообразнее. Например, в штате Техас находится более 1000 независимых школьных округов, отделенных от прочих форм муниципального управления, и подобные округа классифицируются как эмитенты муниципальных облигаций. То же относится и ко многим другим структурным и территориальным единицам государства: портам, общественным службам, государственным университетам…

По уровню кредитного качества эти муниципалы действительно — и ожидаемо — превосходят корпоративный сектор. Так, например, совокупный рейтинг дефолтов за последние 50 лет в корпоративном секторе составляет около 6.2%, тогда как в муниципальном — всего 0.24%. Разница не просто в разы — на порядки, хотя значение, разумеется, все равно ненулевое (на ум сразу приходит длящееся с 2014 года банкротство Пуэрто-Рико, территории США).

Согласно законодательству Соединенных Штатов, существует два основных вида муниципальных облигаций: general obligation bonds и revenue bonds. Первые представляют из себя стандартные, привычные бумаги, выплаты по которым обеспечены налоговыми поступлениями и прочими доходами эмитента. Revenue bonds — зверь похитрее. По сути своей такие облигации являются проектными: привлеченные

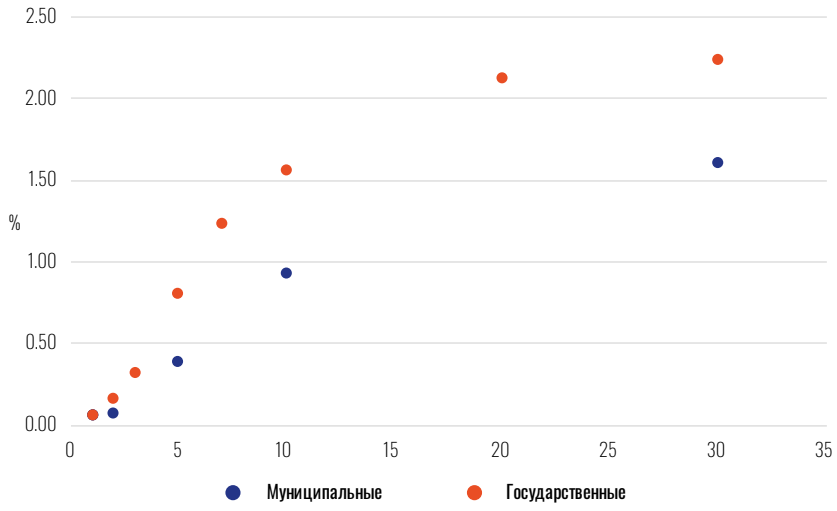


Рисунок 1
Доходность муниципальных и государственных облигаций США по срокам обращения

Источник: Bloomberg

средства направляются на финансирование конкретной цели (например, строительство стадиона или платной автодороги). Соответственно, выплаты по ним обеспечены конкретным источником дохода эмитента, и в случае несостоятельности финансируемого проекта инвестор рискует недополучить прибыль, а то и вовсе понести убытки.

Кроме того, вне зависимости от типа бумаги купонный доход по муниципальным бондам в общем случае не облагается федеральным налогом на прибыль, но может облагаться местными налогами или налогами штата. Прибыль, полученная за счет продажи облигации, при этом облагается налогами в обычном режиме. Не распространяются налоговые льготы и на иностранных инвесторов, что несколько умаляет привлекательность сектора в глазах мировой общественности.

Как следствие низкого дефолтного риска, доходности по этим бумагам невысоки: 0.06% по однолетним, 0.08% по двухлетним, 0.39, 0.93 и 1.61% — по 5-, 10- и 30-летним соответственно. А за счет льготного налогообложения эти доходности будут даже ниже доходностей по трежерис США практически на любом интервале времени.

Последнее, что стоит отметить, — процесс размещения муниципальных бондов. В США он структурно схож с корпоративными облигациями, однако и здесь есть немаловажное отличие. Предположим, корпоративному эмитенту необходим заемный капитал, который будет возвращаться инвестору ежегодно в течение 10 лет по частям. Очевидный способ достичь подобной структуры — выпустить амортизационную облигацию с погашениями номинала раз в год. Эмитент муниципальных облигаций же поступит иначе: выпустит десять облигаций с разными ставками и сроками погашения, от года до декады. Совокупность подобных эмис-

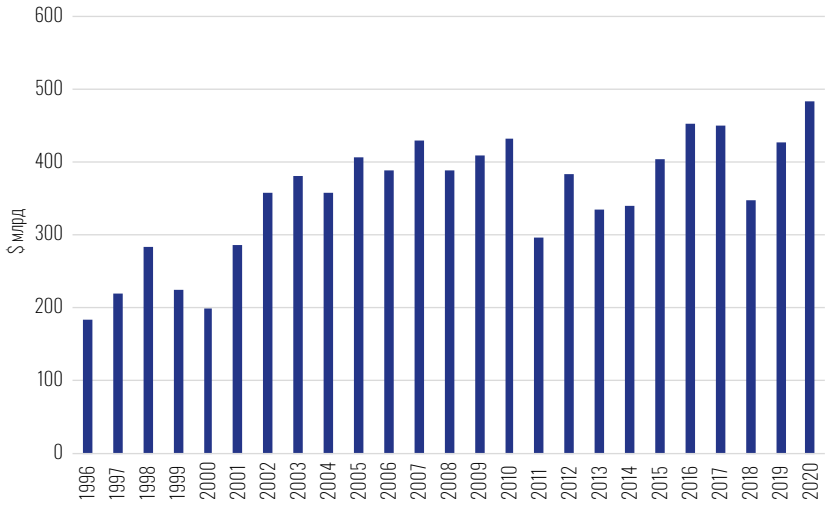


Рисунок 2
Объем размещения муниципальных облигаций США по годам

Источник: SIFMA

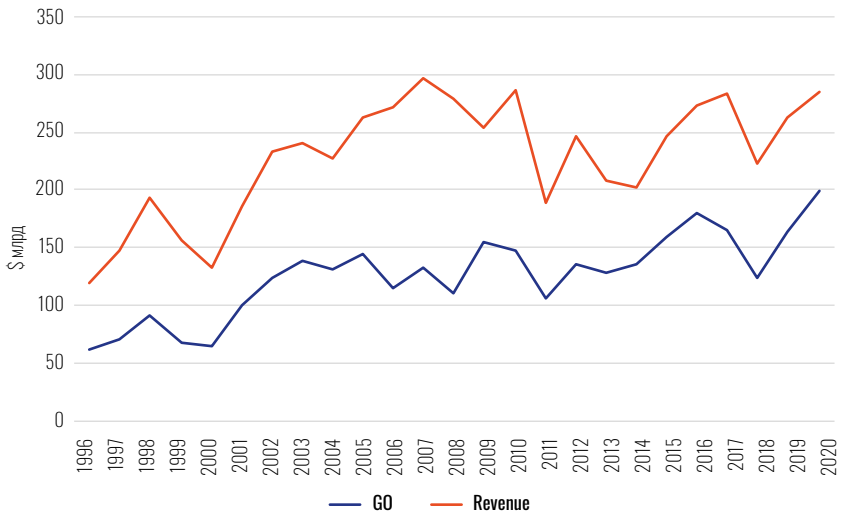


Рисунок 3
Объем размещения general obligation bonds и revenue bonds по годам

Источник: SIFMA

сий называется серией, и это классическая практика на рынке муниципалов США.

«...И ЕЩЕ МИЛЛИОН НА ПОДХОДЕ»

Теперь становится ясно, для чего была нужна долгая методологическая прелюдия. Из-за разницы в определениях, рыночных практиках и развитости рынка облигаций США в целом объем и разнообразие рынка муниципалов могут застать врасплох неподготовленного читателя.

На конец I квартала 2021 года в обращении находилось больше 950 тыс. муниципальных облигаций — почти миллион эмиссий. Для сравнения: сектор корпоративных облигаций США (не считая секьюритизационные бумаги) на тот момент насчитывал примерно 50 тыс. эмиссий в обращении; российский рынок в целом — не более 3 тыс. эмиссий.

Муниципальный сектор силен не только числом бумаг — динамично растут и объемы. За четверть века ежегодный объем размещения увеличился в два с половиной раза, с $183 млрд в 1996 году до $484 млрд по итогам 2020-го. Более того: в октябре прошлого года был зафиксирован рекордный месячный объем размещения за последние 35 лет.

При этом динамика роста объемов бумаг general obligation за 2020 год заметно опережает аналогичный показатель для revenue-облигаций: прирост составил $36 млрд против $22 млрд, то есть 22% против 8% относительно значений 2019 года.

Впрочем, что характерно, объем новых размещений с льготным режимом налогообложения, напротив, сократился, допустим, в сравнении с объемами 2008 года.

ПИР ВО ВРЕМЯ

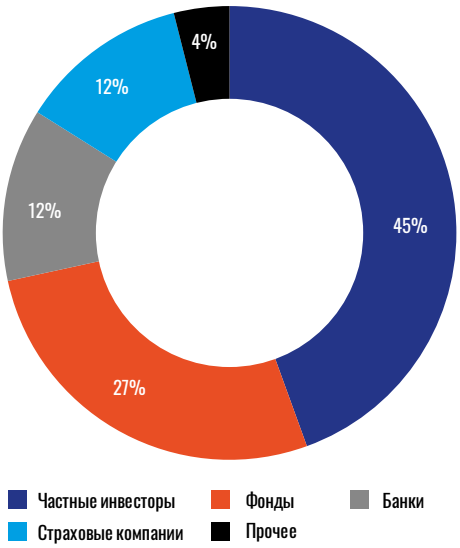
Пандемия вынуждает муниципальных эмитентов привлекать заемный капитал любой ценой — или по крайней мере ценой более высокой, нежели они привыкли.

Объемы объемами, но борьба с коронавирусом далась городам и штатам нелегко. В феврале — марте 2021 года муниципальные облигации США, согласно индексу S&P Municipal Bond Index, продемонстрировали наихудшие результаты с начала пандемии — падение со значения 277.54 до 272.4, то есть на 1.9%. Подобное снижение цен обусловлено ростом процентных ставок на рынке в целом: участники рынка рассчитывают на сохранение дешевизны денег наряду с дополнительным налоговым стимулированием со стороны государства, в то время как, судя по росту метрик, назревает очередная волна коронавируса. Играет свою роль и общий рыночный оптимизм относительно американской экономики.

Доля частных инвесторов в структуре держателей муниципалов США за 2020 год сократилась на 5.2%. Схожая динамика — снижение доли на 2.9% — прослеживается и среди банковских институтов, а вот ин-

Рисунок 4
Структура держателей муниципальных облигаций США (IV квартал 2020 года)

Источник: Refinitiv



вестиционные фонды, наоборот, активно перекладываются в субфедеральные бумаги: за прошлый год их доля в структуре увеличилась почти на 10%.

Ведущими андеррайтерами муниципальных облигаций по итогам I квартала 2021 года стали Bank of America, Citi, Morgan Stanley, JP Morgan, Royal Bank of Canada и Stifel: на их доли пришлось 15.9, 10.8, 7.7, 7.4, 5.6 и 5.3% суммарного объема размещений за квартал. Так, несколько организаторов покрывают более половины рынка — что является нормальной, привычной степенью концентрации для данного сектора, и здесь пандемии ничего кардинально изменить не удалось.

Сейчас среди экспертов установился шаткий консенсус, в соответствии с которым хоть весна и является исторически слабым периодом для муниципалов США, в этот раз сектор может оказаться недооцененным из-за зимней распродажи, а значит, стоит ожидать, что бумаги отыграют свои позиции — тем более что предыдущее, гораздо более крупное падение в марте 2020-го муниципальные облигации компенсировали менее чем за полгода.

Cbonds начал покрывать сектор муниципальных облигаций США. На текущий момент на сайте доступно более 17 тыс. бумаг. Кроме того, по ряду облигаций доступны котировки небиржевых торговых площадок и участников рынка, а также индикативные котировки Cbonds Estimation.

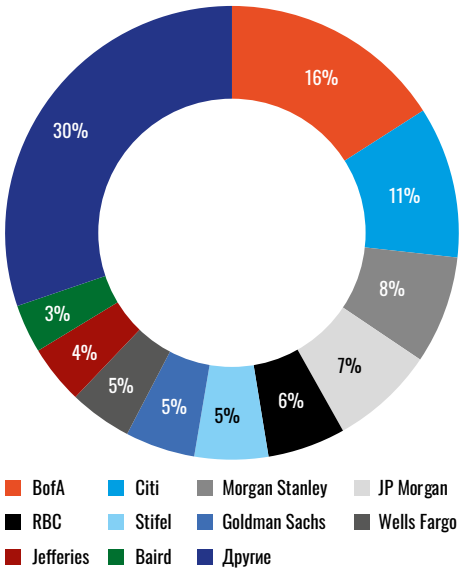


Рисунок 5
Структура андеррайтеров размещений муниципальных облигаций США (I квартал 2021 года)

Источник: SIFMA

От облигаций до IPO

Инструменты финансового рынка для корпораций и компаний МСП: Екатеринбургская сессия

4 июня 2021

Екатеринбург

Организатор:

Cbonds congress

Реклама