



Антон ТАБАХ,

старший аналитик по долговым инструментам, ИК «УРАЛСИБ Кэпитал»

2012 ГОД БЫЛ ИНТЕРЕСНЫМ И УДАЧНЫМ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ В РОССИЙСКИЕ СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ ВСЕХ РАНГОВ, ВИДОВ И МАСТЕЙ. БОЛЕЕ ЧЕМ В ДВА РАЗА (С 54 ДО 118 МЛРД РУБ.) УВЕЛИЧИЛИСЬ ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩЕНИЙ В СУБФЕДЕРАЛЬНОМ СЕКТОРЕ. ПОМИМО РЕГИОНОВ НА РЫНОК АКТИВНО ВЫХОДИЛИ ГОРОДА, ВЕРНУЛИСЬ МНОГИЕ ЗАЕМЩИКИ, ГОДАМИ ОТСУТСТВОВАВШИЕ НА РЫНКЕ, В ТОМ ЧИСЛЕ САНКТ-ПЕТЕРБУРГ. СТАГНАЦИЯ СЕКТОРА К 2012 ГОДУ ПРЕКРАТИЛАСЬ — РЫНОК ОКОНЧАТЕЛЬНО ОЖИЛ ПОСЛЕ ЗАТИШЬЯ И СИЛЬНОГО СОКРАЩЕНИЯ В ОБЪЕМАХ.

Регионы построятся

Хотя Москва и Московская область — два крупнейших эмитента — покинули первичный рынок в 2010 и 2008 годах соответственно, большие выпуски качественных заемщиков и новые имена привели к росту рынка. Размещение Красноярского края объемом в 16,9 млрд руб. стало рекордным с 2008 года (исключая Москву), кроме того, состоялись еще два крупных выпуска — объемом 10 млрд руб. и более.

Одной из новых тенденций стало доразмещение займов прошлых лет (Коми и Костромская область) и частичные размещения облигаций с прицелом на заимствования в последующие годы. Такие действия позволяют эмитентам управлять долгом и предоставлять рынку более ликвидные и крупные выпуски вместо серии мелких. Вообще, ликвидность субфедеральных займов существенно выросла — облигации Нижегородской области, Красноярского и Краснодарского краев, Самарской области в отличие от прошлых лет активно торгуются, а не просто оседают в портфелях пенсионных фондов или идут в РЕПО. Долг еще и удлинился — Санкт-Петербург, Республика Саха и Нижегородская область разместились с дюрацией более трех лет, а Санкт-Петербург предложил бумагу с почти четырехлетней дюрацией и без амортизации, что нетипично для данного сегмента рынка.

Главным вопросом 2013 года является возврат Москвы на рынок заимствований и его масштабы. Хотя в бюджете

запланировано размещение облигаций на 156 млрд руб. преимущественно для покрытия запланированного дефицита, вопрос о необходимости реализации этих планов не очевиден и (согласно заявлениям представителей города) вопрос о размещениях будет решен во втором квартале. На наш взгляд, наиболее реалистичен вариант с выходом Москвы на рынок, но со значительно меньшими объемами заимствований — как это сделала в 2012 году администрация Санкт-Петербурга, резко сократив программу и разместив один выпуск объемом 7 млрд руб. Недавняя смена администрации Московской области также может привести к переходу от политики максимального сокращения долга к его поддержке на комфортном уровне. Долг региона в

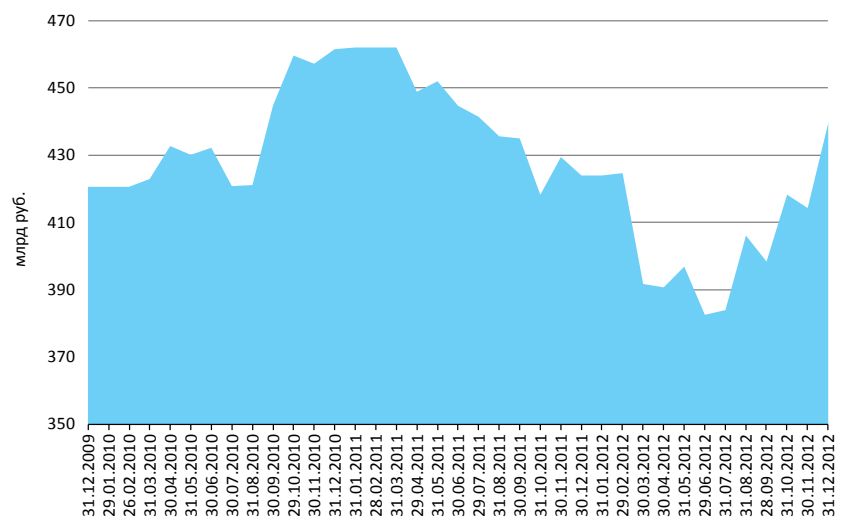


Рисунок 1
Объем рынка
субфедеральных
и муниципальных
облигаций в России

Облигационный выпуск	Рейтинг эмитента (S&P / Moody's / Fitch)	Начало размещения	Объем эмиссии, млн рублей	Частота выплата купона, раз в год	Амортизация номинала	Срок обращения, лет	Дюрация выпуска, лет	Ставка 1-го купона	Доходность размещения	Формат размещения
Волгоградская область, 35002	- / - / BB-	04.05.2012	5 000	4	+	5.0	2.7	8.99%	8.98%	по купону
Якутия, 35004	BB / - / BB+	17.05.2012	2 500	4	+	5.0	3.2	8.77%	8.99%	букбилдинг
Липецкая область, 34007	BB / - / -	01.06.2012	2 500	2	+	5.0	2.6	9.00%	9.20%	букбилдинг
Самарская область, 35008 ^[1]	BB+ / Ba1 / -	20.06.2012	15 000	4	+	5.5	2.0	9.00%	9.31%	букбилдинг
Чувашия, 34009	- / Ba2 / -	18.07.2012	1 500	4	+	3.0	1.8	9.25%	8.88%	по цене
Хакасия, 34002	- / - / BB-	09.08.2012	2 000	4	+	3.0	2.1	9.20%	9.52%	по купону
Белгородская область, 34006	- / Ba1 / -	14.08.2012	5 000	4	+	5.0	2.5	8.00%	9.19%	букбилдинг
Ярославская область, 34011	- / - / BB	24.08.2012	3 000	4	+	3.0	2.4	9.10%	9.20%	букбилдинг
Волгоград, 34006	- / Ba3 / -	29.08.2012	1 000	4	+	5.0	2.5	9.67%	9.97%	букбилдинг
Нижегородская область, 34008	- / - / BB-	29.08.2012	8 000	2	+	5.0	3.5	9.85%	10.03%	букбилдинг
Новосибирск, 34005	BB / - / -	07.09.2012	2 000	4	+	5.0	2.4	8.44%	9.42%	букбилдинг
Тульская область, 34002	- / - / BB-	25.09.2012	5 000	4	+	3.0	1.9	8.60%	8.88%	букбилдинг
Марий Эл, 34006	- / - / BB	04.10.2012	1 500	4	+	3.0	2.0	9.21%	9.35%	букбилдинг
Карелия, 34015	- / - / BB-	23.10.2012	1 500	4	+	5.0	2.4	9.15%	9.36%	букбилдинг
Красноярский край, 34006	BB+ / - / BB+	25.10.2012	16 910	2	+	5.0	2.9	9.00%	8.89%	по купону
Краснодарский край, 34004	- / Ba1 / BB+	15.11.2012	12 000	4	+	5.0	2.4	8.95%	9.25%	букбилдинг
Томск, 34004 ^[2]	- / - / -	04.12.2012	1 000	4	+	4.0	2.7	10.00%	9.81%	по купону
Башкортостан, 34007	BB+ / Ba1 / -	04.12.2012	3 000	4	+	4.0	2.3	8.75%	9.04%	букбилдинг
Свердловская область, 34002	BB+ / - / -	05.12.2012	3 000	4	+	5.0	2.5	8.95%	9.33%	букбилдинг
Санкт-Петербург, 25039	BBB / Baa1 / BBB	06.12.2012	7 000	2	-	4.5	3.9	7.94%	8.10%	по купону
Вологодская область, 34003	- / Ba3 / -	11.12.2012	4 600	4	+	5.0	2.6	9.75%	10.11%	букбилдинг
Удмуртия, 34006	- / Ba1 / BB+	11.12.2012	2 500	2	+	5.0	3.0	9.10%	9.85%	по купону
Воронежская область, 34005 ^[3]	- / - / BB	18.12.2012	5 000	4	+	5.0	2.5	7.85%	9.03%	букбилдинг
Ставропольский край, 34001	B+ / - / BB	18.12.2012	5 000	4	+	5.0	2.5	9.20%	10.20%	букбилдинг
Томская область, 35045 ^[4]	BB / - / -	20.12.2012	5 000	4	+	5.5	2.9	8.60%	8.88%	по купону
Рязанская область, 34002 ^[5]	- / - / B+	20.12.2012	2 500	4	+	5.0	3.1	9.50%	9.84%	букбилдинг
Оренбургская область, 34001	- / - / BB	20.12.2012	4 000	4	+	5.0	3.1	9.20%	10.11%	букбилдинг
Тверская область, 34008	B+ / - / -	24.12.2012	3 000	4	+	5.0	2.8	9.70%	10.06%	по купону
Среднее значение за 2012 г.			4 600			4.6	2.6			

^[1] объем в обращении — 10 000 млн руб.

^[2] объем в обращении — 800 млн руб.

^[3] объем в обращении — 225 млн руб.

^[4] объем в обращении — 3 000 млн руб.

^[5] объем в обращении — 30 млн руб.

* рейтинги приведены на момент размещения бумаг и могут не совпадать с текущими

Таблица 1

**Размещения
субфедеральных
и муниципальных
облигаций в 2012 году**

отношении собственных доходов за четыре года уменьшился почти втрое, и сокращать его дальше нет необходимости.

Выход новых эмитентов на рынки в первую очередь зависит от состояния их бюджетов и готовности федерального центра предоставлять им субсидии и бюджетные кредиты. Бюджеты регионов крайне цикличны, поэтому ухудшение экономической ситуации немедленно приводит к снижению доходов и росту социальных расходов. Исполнение бюджетов за 10 месяцев 2012 года показывает смешанную картину — хотя растут сборы от НДФЛ, динамика налога на прибыль крайне неравномерна. Москва, Санкт-Петербург и «металлургические» регионы пострадали от нового порядка его сбора. При этом расходы растут опережающими темпами, а трансферты из федерального бюджета стагнируют или сокращаются. Инвесторам крайне важно не концентрироваться на

федеральной поддержке, а обращать внимание на налоговую базу и зависимость регионов от тех или иных рынков. В четвертом квартале 2008–2009 годов дефолтов в субфедеральном сегменте хоть и не случилось, инвесторы чувствовали себя очень неудобно.

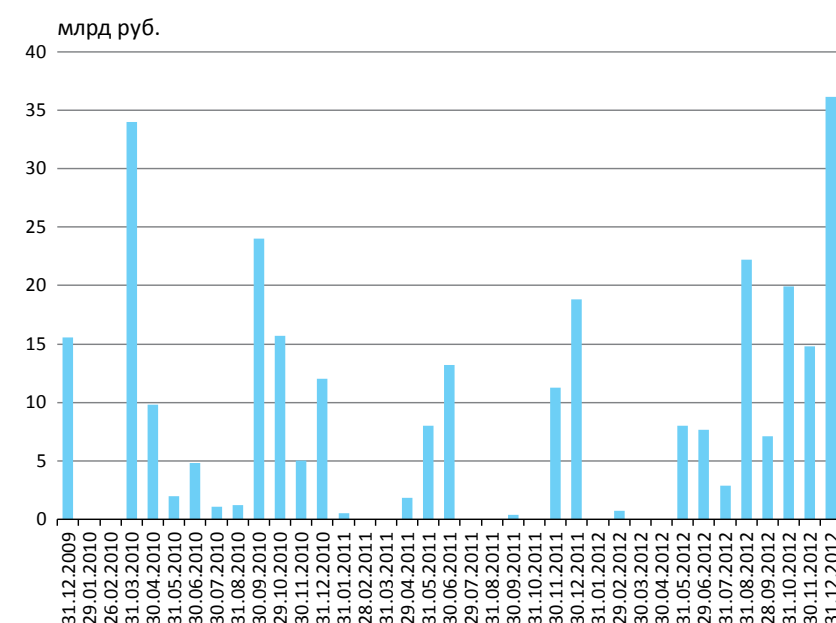
В 2013 году количество заемщиков (и регионов, и крупных городов) будет расти прежде всего из-за расширяющихся бюджетных «дыр» у многих средних и крупных регионов России, которые будут вынуждены идти за деньгами не в Минфин, а на рынок. Облигации субфедеральных эмитентов как инструмент интересны не только самим заемщикам, но и банкам — в силу более льготного резервирования под вложения в субфедеральные облигации в рамках изменений правил рефинансирования в ЦБ РФ, — и, скорее всего, финансовым институтам будет выгодно замещать кредиты облигациями. Регионы-заемщики также получат преимущества в удлинении

долга и упрощении управления долговой нагрузкой.

Структура рынка, скорее всего, останется «клубной» в отношении организации займов. В условиях дефицита качественных бумаг существенные премии к ОФЗ при наличии опыта федеральной поддержки могут привлечь субфедеральным заемщикам новых инвесторов. Не стоит ждать от этого рынка и экзотических инструментов, таких как региональные евробонды, — на рынке будут присутствовать исключительно рублевые облигации с амортизацией (для всех регионов, кроме тех, что имеют рейтинг на уровне суверенного).

Основной рост, скорее всего, будет у заемщиков с рейтингами ВВ–/ВВ/ВВ+. В целом мы можем ожидать меньшего числа позитивных рейтинговых действий со стороны международных агентств — в связи с неочевидными перспективами исполнения бюджетов на 2013 год.

Можно рассчитывать на увеличение объемов выпуска инфраструктурных облигаций с региональной гарантией. Пока этот рынок невелик — но в рамках политики федерального центра по стимулированию рыночного финанси-



рования инфраструктуры можно ожидать бурного роста таких облигаций. С высокой вероятностью они будут ориентированы на средства пенсионных накоплений и в обмен на гарантии возвратности потребуют от инвесторов готовности к длинной дюрации и низким спредам. Поэтому эти бумаги будут иметь нишевой спрос. ©

Рисунок 2
Новые выпуски субфедеральных и муниципальных облигаций

Рынок капитала Республики Беларусь

III Международный Форум

**Ваша возможность
быть на шаг впереди!**

**Минск, отель Crowne Plaza Minsk
28 февраля 2013 г.**

www.cbonds-congress.com
www.capital-times.com

Организаторы:



**Cbonds
congress**



При поддержке:



Министерство экономики
Республики Беларусь