



Тарас Бондарь  
Deutsche Bank

## История и перспективы российского рынка региональных и муниципальных облигаций

**В статье излагается история российского рынка региональных и муниципальных облигаций, а также рассматриваются его перспективы развития и потенциальные ограничения с учетом основных направлений реформирования финансовой системы страны и особенностей данного сегмента рынка.**

### ПРЕДЫСТОРИЯ

В этом году российскому рынку региональных и муниципальных облигаций исполняется 11 лет — срок достаточно большой для становления основных институтов. Уже в 1995 г., с выходом на рынок облигационных займов администрации Санкт-Петербурга, началось строительство инфраструктуры рынка. И все же до сих пор этот сегмент остается, пожалуй, наименее развитым (за исключением, может быть, срочного рынка<sup>1</sup>) в отношении как ликвидности, так и инфраструктуры, что связано в том числе с разрушительным действием кризиса 1998 г.

Историю российского рынка региональных и муниципальных облигаций вплоть до настоящего момента с некоторой степенью условности можно разделить на **четыре основных этапа**: становление, бурное развитие, кризис и восстановление.

**Становление рынка** началось с эмиссией первых региональных облигаций Хабаровского края в марте 1992 г. Активность эмитентов в первые годы существования рынка была сравнительно низкой: за период с 1992 по 1994 г. была выпу-

щена всего 41 эмиссия ценных бумаг. Облигации в этот период выпускались эпизодически, а размещались в основном на локальных рынках среди местных предприятий и финансовых учреждений.

Одна из приоритетных целей выпуска ценных бумаг в этот период — формирование региональной платежной системы, а выпускаемые инструменты в первую очередь служили заменителями денег и предназначались для расшивки неплатежей.

Специфические цели эмиссии и отсутствие адекватного законодательства привели к тому, что основными инструментами, выпускавшимися в этот период региональными и местными администрациями, были векселя. Удобство и простота вексельного финансирования привели к тому, что количество эмиссий облигаций было очень небольшим.

С другой стороны, отсутствие централизованного учета выпущенных векселей сделало долговую нагрузку региональных администраций и муниципалитетов непрозрачной даже для них самих. Ситуация усугублялась и тем, что векселя могли выпускаться не только уполномоченным

подразделением администрации, но и отдельными комитетами и департаментами, ведущими самостоятельную коммерческую деятельность. Кроме того, администрации несли ответственность по гарантиям, неявно предоставляемым государственным и муниципальным предприятиям, что также увеличивало непрозрачную часть долговой нагрузки.

**Второй этап — активное развитие рынка** — пришелся на 1995—1997 гг. Именно в этот период на рынке появились крупнейшие эмитенты, и к началу 1998 г. большинство региональных администраций уже выпустили свои облигации. Небольшая активность наблюдалась и на рынке муниципальных облигаций. Свои облигации в 1997 г. выпустила даже администрация Ленского района Республики Саха, не имеющая, по сути, ни статуса региона, ни статуса муниципалитета.

В этот период был принят целый ряд законопроектов и подзаконных документов (законы «Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации», «О бюджетной классификации Российской Федерации», «О финансовых основах местного самоуправления в Российской Федерации», ряд постановлений ФКЦБ России), сформулировавших статус региональных и муниципальных облигаций, решивших коллизии в налогообложении доходов, полученных от инвестирования в эти инструменты.

<sup>1</sup> Фьючерсного и особенно опционного рынков.

Именно тогда на рынок вышел «образцовый» эмитент — город Санкт-Петербург, первая эмиссия облигаций которого была размещена в марте 1995 г. С этого момента началось формирование до недавнего времени крупнейшей российской торговой площадки по размещению и организации вторичного рынка региональных и муниципальных облигаций — Санкт-Петербургской валютной биржи и Фондовой биржи «Санкт-Петербург». Те регионы, которые решались выйти на общероссийский рынок со своими облигациями в 1996—1998 гг., размещали их именно в единой торговой системе этих двух бирж (в частности, Оренбургская и Омская области).

Чрезвычайно важный шаг для развития рынка региональных займов в 1997 г. сделал Минфин, форсировавший вывод на рынок **агрооблигаций** — облигации регионов, выпускаемые в счет реструктуризации задолженности по гарантиям региональных администраций предприятиям АПК перед федеральным бюджетом. Однако последствия этого шага оказались негативными. С одной стороны, в 1997 г. в России действительно был создан массовый рынок субфедеральных ценных бумаг, с другой — в 1998 г. этот же самый рынок был полностью дискредитирован, в первую очередь неплатежами по агрооблигациям.

Важнейшим событием в развитии рынка стало размещение **евроблигаций** в конце 1997 — начале 1998 г. тремя российскими регионами — Москвой, С.-Петербургом и Нижегородской областью. Последние размещения региональных евробондов проходили на фоне все более отчетливых признаков наступавшего кризиса российской финансовой системы (облигации Москвы, номинированные в итальянских лирах, были размещены 5 мая 1998 г.).

Третий этап истории рынка — **кризис** — начался летом 1998 г. Первые дефолты по агрооблигаци-

ям произошли уже в июне, а в июле они стали массовым явлением. Справедливости ради стоит отметить, что некоторые выпуски агрооблигаций все же были погашены в срок, в частности, в 1998 г. погасили свои «сельские» облигации Томская и Оренбургская области.

Еще до дефолта федерального правительства был объявлен **первый дефолт по облигациям**, выпущенным добровольно, а не в принудительном порядке, как в случае с агрооблигациями. Первым регионом, не исполнившим собственные обязательства, стала Республика Саха.

После дефолта федерального правительства отказ от погашения субфедеральных и муниципальных бумаг стал фактически нормой: заемщиков, продолживших обслуживать свои обязательства, можно было пересчитать по пальцам. И если дефолта явно несостоятельных регионов рынок ожидал — часть портфеля агрооблигаций Минфина так и осталась нераспроданной, то отказ от платежей крупнейших и финансово устойчивых регионов, таких как Татарстан, Ленинградская область, Московская область, стал для инвесторов неприятным сюрпризом.

На период кризиса пришлось появление двух важных законодательных актов — Бюджетного кодекса РФ и Закона об особенностях эмиссии субфедеральных и муниципальных облигаций. Первый из них, в частности, разделил полномочия бюджетов различных уровней и ввел серьезные ограничения на объемы заимствований и размеры дефицита бюджетов.

**Кризисный период продлился до середины 1999 г.** И хотя дефолты региональных администраций продолжались, а иски о взыскании средств по обязательствам региональных бюджетов, в первую очередь по агрооблигациям, уже стали привычными, часть регионов, допустивших дефолт, начала добровольное<sup>2</sup> урегулирование своих обязательств.

К началу 2000 г. добросовестно обслуживавшие свои обязательства в период кризиса регионы получили возможность рефинансировать свой долг на внутреннем рынке. В частности, Москва и Санкт-Петербург начали досрочное погашение своих внешних обязательств, обслуживание которых стало очень дорогим после девальвации рубля.

**Восстановление рынка** региональных и муниципальных займов началось лишь в 2000—2001 гг., а о достижении активности, сопоставимой с предкризисной, стало возможным говорить лишь в 2002 г.

На фоне растущих активов финансовой системы страны и довольно консервативной политики федерального правительства на рынке внутренних заимствований уже в 2000 г. стала ощущаться нехватка инструментов с фиксированной доходностью. Однако кредитная история региональных и муниципальных облигаций не позволила субфедеральным и местным бюджетам снова стать активными заемщиками.

Впрочем, ни региональные администрации, ни муниципалитеты и не стремились к активным заимствованиям. Экономический рост и умеренная инфляция обеспечивали наполнение бюджетов и исполнение расходной их части без привлечения заемных средств. Многим регионам приходилось также погашать ранее выпущенные обязательства.

**Лишь в 2002 г. стало возможным возрождение массового рынка региональных и муниципальных облигаций.** По итогам года количество новых эмиссий, зарегистрированных в Минфине, достигло 49, что вполне сопоставимо с предкризисными показателями (если не включать в рассмотрение выпускавшиеся в тот период агрооблигации).

Рынок субфедеральных и муниципальных займов заметно выиграл от наличия развитой инфраструктуры рынка корпоративных облигаций: все региональные и муниципальные эмитенты, за исклю-

<sup>2</sup> Обычно урегулирование происходило через схему, включающую налоговую задолженность местных предприятий, а погашение облигаций — по цене, не превышающей номинал. Впрочем, многие инвесторы были готовы получить назад хотя бы часть вложенных средств.

чением Москвы, воспользовались услугами внешних организаторов займов.

### ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ

Развитие рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, на наш взгляд, будет идти достаточно быстрыми темпами. Уже к концу 2003 г. объем этого рынка без учета внешних заимствований может достичь 40—50 млрд руб. (в том числе на Москву и Санкт-Петербург — до 30,5 млрд руб.), причем основной прирост придется на эмитентов, впервые выходящих на рынок.

Основным фактором развития рынка, с точки зрения эмитентов, является **макроэкономическая стабилизация**. Более прогнозируемые, но, что особенно важно, замедляющие свой рост доходы региональных и муниципальных бюджетов привели к тому, что даже консервативные регионы стали использовать в качестве источников финансирования бюджета заемные средства. **Сложившаяся инфраструктура**, позволяющая осуществлять облигационные займы достаточно быстро и с умеренными издержками, подталкивает администрации именно к этой форме заимствований.

Важным шагом в диверсификации муниципальных бумаг должна стать **административная реформа**, увеличивающая полномочия местных органов власти. В частности, фиксирование доли региональных и местных администраций в доходах консолидированного бюджета страны повышает прогнозируемость их доходов и тем самым способствует росту их кредитоспособности. Рост кредитоспособности, в свою очередь, снижает стоимость заимствований.

С другой стороны, **показатель предложения средств на финансовом рынке** тоже растет — финансовая система страны развивается темпами, превышающими темпы экономического роста. Скажем, банковские вклады населения в рублевом выражении выросли на 44% за 11 месяцев прошлого года, а объем собранных страховых премий за год вырос на 8%, при том что

клиенты страховых компаний постепенно отказывались от «серых» зарплатных схем.

Немаловажную роль в развитии рынка облигаций играет Пенсионный фонд РФ, фактически вытеснивший всех остальных участников с рынка ГКО/ОФЗ. В поисках более приемлемой доходности он вынужден обращаться к более рискованному, но и более доходным инструментам — корпоративным, субфедеральным и муниципальным бумагам. **Льготное налогообложение** двух последних категорий ценных бумаг создает определенные дополнительные ценовые преимущества по сравнению с корпоративными облигациями.

Все большую роль играет и наличие у субфедеральных и муниципальных бондов спреда к федеральным облигациям, т.е. диверсифицированный портфель муниципальных и региональных облигаций будет более доходным, чем портфель из бумаг Минфина РФ при практически сопоставимом риске (при условии, естественно, что такой портфель можно создать).

Таким образом, создаются предпосылки для развития рынка субфедеральных заимствований, по крайней мере, близкие к темпам роста финансовой системы страны. Однако наиболее интересные перспективы у этого рынка возникают в отдаленной перспективе, и связаны они с **начатыми реформами в финансовой сфере**.

Первой из них стоит считать пенсионную реформу — именно субфедеральные и муниципальные облигации могут стать основой портфелей части этих пенсионных фондов при условии достаточного предложения ценных бумаг со стороны эмитентов.

*Вторым источником* спроса на облигации должны стать **страховые компании**. Отказ от краткосрочных по своей природе зарплатных схем и рост традиционных форм страхования позволят им создать долгосрочный капитал, который также будет необходимо куда-то инвестировать. Положительным фактором в данном случае выгя-

дит и **введение обязательного страхования автогражданской ответственности**: по предварительным оценкам, страховщики будут получать не менее 40 млрд руб. ежегодно по этому виду страхования, что увеличит совокупный размер рынка страховых услуг более чем на 10%.

*Третий источник* спроса на облигации — **коммерческие банки**. Введение **системы страхования вкладов** должно стимулировать приток средств населения на депозиты банков, что в свою очередь приведет к росту предложения кредитных ресурсов в экономике со стороны банковской системы.

### ОГРАНИЧИТЕЛИ РОСТА

Для того чтобы радужные ожидания совпали с суровой реальностью, российскому рынку субфедеральных и муниципальных займов придется преодолеть серьезные проблемы.

*Центральной проблемой* для рынка остается **высокая концентрация доходов региональных бюджетов**, основная часть которых приходится на крупнейшие города и нефтедобывающие регионы. Доля доходов бюджета Москвы в суммарных доходах консолидированных бюджетов регионов составляет 17,5%, а доля пяти крупнейших регионов (Москвы, Ханты-Мансийского АО, Санкт-Петербурга, Московской области и Татарстана) — уже 34%.

С учетом того что предельный размер заимствований привязан к собственным, а не к суммарным доходам, ситуация оказывается еще более печальной. Фактически субфедеральный долговой рынок может формироваться лишь 10—20 крупнейшими регионами, в первую очередь нефтедобывающими и обладающими крупной промышленностью.

Ситуация на муниципальном рынке оказывается еще более сложной: из 13 российских городов с более чем миллионным населением 2 крупнейших являются субъектами Федерации и поэтому не могут выпускать муниципальные бумаги.

## Собственные доходы федерального и региональных бюджетов

| Бюджеты разного уровня                 | Объем, млрд руб. |         |         | Доля доходов, % |         |         |
|--|------------------|---------|---------|-----------------|---------|---------|
|  | 2000 г.          | 2001 г. | 2002 г. | 2000 г.         | 2001 г. | 2002 г. |
| Федеральный бюджет                     | 1131             | 1594    | 2198    | 58,8            | 62,7    | 64,5    |
| Консолидированные региональные бюджеты | 791              | 948     | 1212    | 41,2            | 37,3    | 35,5    |
| Региональные бюджеты                   | 467              | 580     | 792     | 24,3            | 22,8    | 23,2    |
| Местные бюджеты                        | 324              | 368     | 420     | 16,9            | 14,5    | 12,3    |
| Всего                                  | 1922             | 2542    | 3410    | 100             | 100     | 100     |

Источник: Минфин РФ, расчеты автора.

Из 11 оставшихся городов — Уфа и Нижний Новгород уже выпустили свои бумаги (хотя и в сравнительно небольшом объеме).

Фактически новых крупных эмитентов ни на рынке муниципальных, ни на рынке региональных ценных бумаг уже не будет, и дальнейший экстенсивный рост объема рынка возможен лишь за счет вывода на рынок эмитентов «второго», а то и «третьего эшелона» — регионов с населением менее 1 млн человек и городов с населением в несколько сотен тысяч человек. Объемы эмиссии ценных бумаг этих участников рынка вряд ли будут большими, наиболее вероятный их диапазон — от 50 до 500 млн руб. Потенциальный объем эмиссий таких облигаций может составить до 20—30 млрд руб. уже в ближайшие несколько лет.

Инвесторы же пока не готовы к большому количеству новых имен с небольшими объемами. Таким образом, **необходимо изменение инфраструктуры рынка, которая бы ориентировалась на массовый выход на него мелких заемщиков.**

Другая серьезная проблема, стоящая уже не только перед рынком, — это **падение роли муниципалитетов.** Перераспределение доходных полномочий от регионов к Центру вызвало последующее и вполне предсказуемое перераспределение доходов от местных органов власти к региональным администрациям. В результате на протяжении последних лет доля доходов муниципалитетов в консолидированном бюджете РФ снижалась, сокращая потенциальный размер заимствований местных администраций.

С одной стороны, такое перераспределение доходов снижает риско-

ванность регионального бюджета за счет местных, а федерального — за счет региональных. Эта же политика позволяет выравнивать уровень бюджетных расходов между регионами и муниципалитетами за счет передачи доходов от более экономически развитых территорий к менее развитым.

С другой стороны, лишение муниципалитетов самостоятельности (в данном случае финансовой) приводит к снижению экономической эффективности принятия решений, по крайней мере в теории. Обратим внимание на то, что **перераспределение доходных полномочий ударило именно по муниципальным, а не по региональным бюджетам,** так как вторые перераспределили в свою пользу доходы первых.

Снижение доли собственных доходов для муниципалитетов означает еще и снижение их заинтересованности в развитии налоговой базы и в улучшении налоговой дисциплины. Предоставление необоснованных налоговых льгот в этой ситуации также оказывается весьма привлекательным для коррумпированных чиновников.

Для рынка такое **перераспределение доходов означает повышение рисков ценных бумаг муниципалитетов и снижение объемов их выпуска.** Кроме того, само достаточно произвольное перераспределение доходов от муниципалитетов к субъектам Федерации создает значительные правовые риски для инвесторов, так как ставит их в зависимость не только от федерального, но и гораздо менее предсказуемого регионального законодательства.

Именно **финансовая несамостоятельность и зависимость от законодательства регионального**

**уровня представляется наиболее серьезной проблемой для рынка муниципальных облигаций.**

Наконец, рынок мог бы развиваться за счет уже активно работающих эмитентов. Однако объемы их заимствований ограничены не только формальными критериями Бюджетного кодекса, но и экономической целесообразностью — рост текущих расходов чреват долговой «пирамидой», а привлекательность и эффективность инвестиционных проектов российских регионов с заведомой регулярностью ставится под сомнение.

## РЕЗЮМЕ

**Рынок региональных и муниципальных облигаций в настоящее время находится на подъеме,** и существуют серьезные предпосылки для его роста как в краткосрочной, так и в среднесрочной перспективе. Среди положительных факторов, способствующих развитию рынка, — макроэкономическая стабилизация, сложившаяся инфраструктура и реформы финансового сектора, способствующие росту предложения долгосрочных кредитных средств.

С другой стороны, дальнейшее развитие рынка требует вывода на него новых эмитентов, с массовыми, но сравнительно небольшими по объемам займами. Возможность массового выхода субфедеральных и муниципальных эмитентов на рынок связана с законодательными аспектами, в частности с ратифицированием доходных полномочий этих двух уровней власти на средне- или долгосрочную перспективу. Развитие рынка муниципальных займов связано также с более ясным определением роли муниципалитетов не только в финансовой сфере, но и в политической. ■