

Рынок облигаций Санкт-Петербурга: 2002-й — год рекордов



Дмитрий Корнеев, Дилара Шарифуллина
Инвестиционная компания «АВК», Санкт-Петербург

Прошедший год был весьма успешным для развития российского долгового рынка — рынок муниципальных и особенно корпоративных облигаций испытал настоящий эмиссионный бум. Значительные изменения произошли и на рынке облигационных займов Санкт-Петербурга.

К числу наиболее значимых событий и фактов 2002 г. на рынке государственных именных облигаций (ГИО) Санкт-Петербурга можно отнести:

- **создание фонда развития инфраструктуры Санкт-Петербурга** и начало функционирования инвестиционно-заемной системы (ИЗС);
- **изменение структуры облигационных займов и значительный рост сроков заимствований:** в 2002 г. город эмитировал большие по объему выпуски облигаций со сроком обращения свыше 5 лет; максимальный срок до погашения — 9 лет;
- **замечное увеличение активности на вторичных торгах:** оборот сделок с ГИО составил 13,1 млрд руб., оборот сделок репо — 8,1 млрд руб., число действующих на рынке дилеров достигло 58;
- **значительное снижение процентных ставок:** за год уровень доходности снизился на 5 п.п., спред по отношению к ОФЗ уменьшился с 3—4 до 1% и менее;
- **исполнение опциона на досрочное погашение:** прецедент в истории не только петербургского, но и всего российского долгового рынка;
- **повышение кредитных рейтингов.**

ПОЧЕМУ ГОРОД ПЕРЕШЕЛ К ВЫПУСКУ ДОЛГОСРОЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

В августе 2002 г. Минфин РФ зарегистрировал Условия эмиссии долгосрочных (сроком обращения от 5 до 30 лет) петербургских облигаций двух типов: *первый* — с фиксированным купонным доходом и *второй* — с фиксированным купонным доходом и правом досрочного погашения эмитентом. Необходимость таких инструментов для эмитента была обусловлена созданием в 2002 г. **Фонда развития инфраструктуры С.-Петербурга**. Финансирование этого целевого бюджетного фонда, средства которого направляются на реализацию инвестиционных проектов в общественном секто-

ре экономики города, планируется в основном осуществлять за счет заемных средств.

Появление ИЗС стимулировало переход к **новой структуре облигационных выпусков** (большие по объему выпуски с большими сроками до погашения). Уже в сентябре город начал эмиссию долгосрочных облигаций в рамках ИЗС: все новые купонные выпуски ГИО имели срок больше 5 лет. Это сразу отразилось на средневзвешенном сроке до погашения обращающихся ГИО: он увеличился с 824 дней до 942 дней, а в октябре достиг 1152 дней (рис. 1).

Созданная и отрегулированная система облигационных займов стала неотъемлемой частью кредитной истории и финансового имиджа Санкт-Петербурга, спрос на петербургские облигации как на ликвидный и надежный инструмент вложения средств постоянно возрастал. В 2002 г. количество дилеров петербургского облигационного займа возросло до 58, причем увеличение происходило большей частью за счет инвесткомпаний и банков из других регионов, а также нерезидентов. На рынке ГИО появились институциональные инвесторы, заинтересованные в «длинных» и ликвидных инструментах, поэтому новые выпуски пользовались на рынке повышенным спросом и сразу стали лидерами по обороту вторичных торгов.

Аукцион по размещению 9-летнего выпуска (RU26002GSP), состоявшийся 9 октября 2002 г., оказался рекордным для рынка ГИО. *Во-первых*, эмитент впервые выставил на продажу столь крупный объем бумаг — 800 млн руб. по номиналу. *Во-вторых*, объем спроса на этом аукционе, несмотря на сравнительно большой для Петербурга объем эмиссии и длительный срок обращения, был максимальным за всю историю займа — 1,3 млрд руб. Следует отметить, что торговая активность на рынке была высокой в течение всего прошедшего года, так что 2002 г. вошел в историю петербургского займа еще несколькими достижениями (рис. 2, 3):

- оборот вторичных торгов за год составил 13,1 млрд руб., в том числе оборот за декабрь — 1,6 млрд руб.;
- объем сделок репо за год — 8,1 млрд руб., в том числе за декабрь — 1,9 млрд руб.

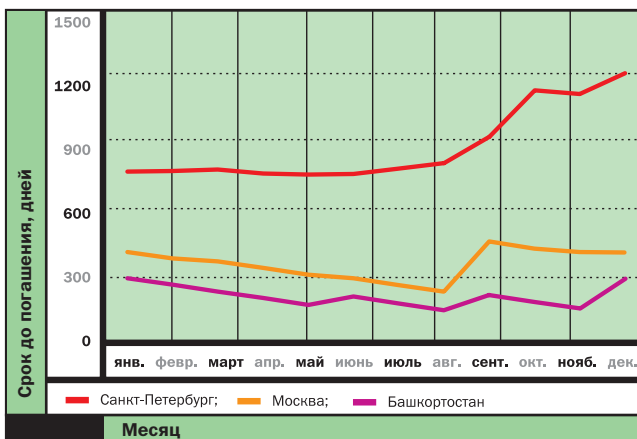


Рис. 1. Динамика средневзвешенного срока до погашения облигаций разных эмитентов в 2002 г.

СНИЖЕНИЕ ДОХОДНОСТИ

На фоне общего снижения процентных ставок на российском рынке государственных ценных бумаг понижение уровня доходности ГИО Санкт-Петербурга оказалось более значительным, особенно если учитывать тот факт, что средняя дюрация инструментов рынка ГИО заметно превышает дюрацию инструментов на рынках ГКО/ОФЗ и ОГО/В/З Москвы. Снижение ставок на рынке Санкт-Петербурга за год составило около 5 п.п., ОГО/В/З Москвы — 3—4 п.п., ГКО/ОФЗ — 2 п.п. (рис. 4).

Учитывая, что по схеме размещения и обращения петербургских ГИО эмитент занимает активную позицию на рынке, падение ставок на вторичном рынке напрямую отразилось на стоимости обслуживания долга: снизилась не только ставка заимствования для вновь размещаемых облигаций, но и затраты на обслуживание обращающихся бумаг. С учетом операций на вторичном рынке, когда бумаги могут доразмещаться по ценам выше аукционных и досрочно выкупаться по ценам ниже номинала, фактическая ставка заимствования для эмитента оказывается ниже ставки размещения на аукционе.

ОБЛИГАЦИИ СО ВСТРОЕННЫМ ОПЦИОНОМ

В 2001 г. Санкт-Петербург впервые в России выпустил новый тип облигаций — облигации с фиксированным купоном и правом досрочного погашения эмитентом (ГИО ФК-ПДП) — инструмент со встроенным колл-опционом. К настоящему моменту было эмитировано 5 таких выпусков облигаций: RU25016GSP, RU25018GSP, RU25028GSP, RU25032GSP, RU26003GSP (табл. 1). Условия, при которых эмитенту стало выгодно реализовать эту возможность, появились в 2002 г. — раньше планового срока были погашены выпуски RU25016GSP и RU25018GSP.

В качестве примера эффективности работы встроенного опциона можно привести ситуацию, сложившуюся с выпуском RU25018GSP, досрочно погашенным 21 августа 2002 г. В середине года фактическая ставка заимствований на рынке (доходность аналогичных облигаций, погашаемых во второй половине 2005 г.) стала

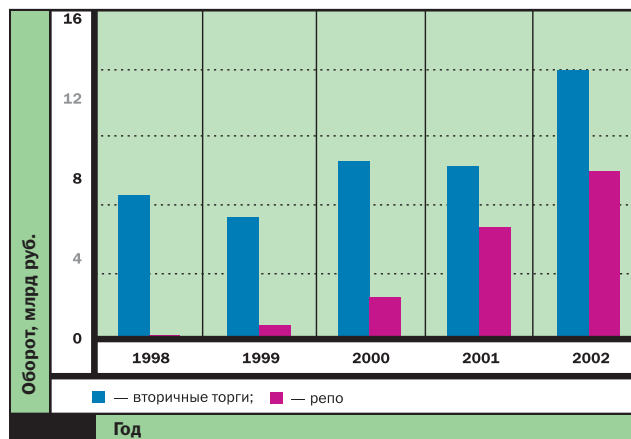


Рис. 2. Обороты на рынке ГИО Санкт-Петербурга по годам

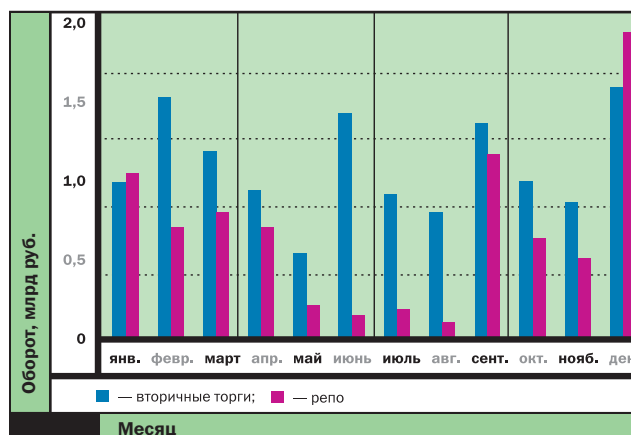


Рис. 3. Обороты на рынке ГИО Санкт-Петербурга в 2002 г.

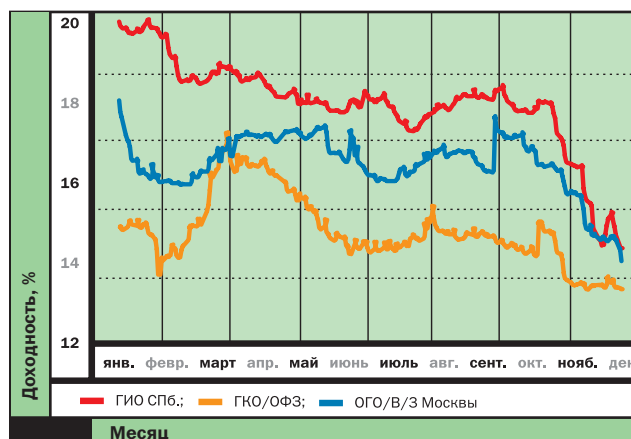


Рис. 4. Динамика доходности индексных портфелей отдельных эмитентов в 2002 г.

меньше, чем ставка, выплачиваемая по купонам облигаций RU25018GSP. В этих условиях эмитенту выгоднее заменить в сопоставимых объемах выпуск с большими купонами на аналогичные ему по характеристикам, но имеющие меньшие купонные ставки выпуски, что и было сделано.

Для понимания возможностей использования инструментов ФК-ПДП необходимо затронуть **вопрос стоимости включения в условия эмиссии встроенных опционов**. На мировых развитых рынках инвесторам

Таблица 1. Характеристики ГИО ФК-ПДП

Показатель	Выпуски				
	RU25016GSP	RU25018GSP	RU25028GSP	RU25032GSP	RU26003GSP
Дата аукциона	13.06.2001	25.07.2001	19.12.2001	15.05.2002	04.12.2002
Дата возможного погашения	В каждую из дат выплаты купонного дохода				31.05.2006
Дата планового погашения	09.06.2004	17.08.2005	01.02.2006	10.05.2006	26.11.2008
Дата фактического погашения	11.12.2002	21.08.2002	—	—	—
Купонный период	182 дня				
Купонная ставка, % годовых	17,51	17,51	16,51–14,50	14,50–12,49	14,50–10,99

Примечание: Диапазон купонной ставки выпусков RU25028GSP, RU25032GSP, RU26003GSP указывает на фиксированную ставку, понижающуюся в течение периода обращения.

Таблица 2. Изменение кредитного рейтинга Санкт-Петербурга в 2002 г.

Период	S&P	Moody's	Fitch	Interfax
Начало 2002 г.	B+/Стабильный	Ba3/Стабильный	B/Стабильный	
Январь 2002 г.			B/Позитивный	
Февраль 2002 г.	B+/Позитивный			
Май 2002 г.			BB-/Стабильный	
Июль 2002 г.	BB-/Стабильный			
Декабрь 2002 г.	BB/Стабильный	Ba2/Стабильный		
Конец 2002 г.	BB/Стабильный	Ba2/Стабильный	BB-/Стабильный	
Январь 2003 г.				Aa2 (rus)

требуется дополнительная премия за каждый дополнительный опцион, включенный в условия эмиссии облигации. До последнего времени на рынке ГИО возможность получения такой премии не учитывалась инвесторами при оценке справедливой цены (доходности) выпусков ФК-ПДП, что могло быть связано с недостаточно широкой распространенностью этих инструментов на российском рынке. Однако после создания прецедента досрочного погашения ситуация начала меняться, и сегодня инвесторы стали критичнее оценивать выпуски ФК-ПДП. Как следствие, и эмитент более аккуратно относится к включению опционов в облигационные выпуски (выпуск RU26003GSP имеет только один опцион).

ПОВЫШЕНИЕ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ

Динамичное развитие экономики города, неукоснительное выполнение своих обязательств, снижение валютных рисков (Санкт-Петербург в 2002 г. погасил еврооблигационный заем 1997 г.) нашли свое отражение в высоких оценках рейтинговых агентств. Рейтинг кредитоспособности Санкт-Петербурга, присваиваемый международными агентствами, ограничен только позицией суверенного рейтинга России и меняется вслед за ним. В 2002 г. все агентства повысили рейтинг города, а *Standard & Poor's* и *Fitch Rating* делали это дважды (см. табл. 2).

В начале 2003 г. агентство «Интерфакс» — стратегический партнер агентства *Moody's* в России присвоило Санкт-Петербургу кредитный рейтинг по национальной шкале: долгосрочный — на уровне *Aa2 (rus)*, краткосрочный — на уровне *RUS-1*.

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА В 2003 Г.

В настоящий момент доминирующее положение на рынке ГИО занимают выпуски с фиксированным купон-

ным доходом (включая ФК-ПДП), объем эмиссии которых составляет более 80% всего объема рынка. И в дальнейшем комитет финансов Администрации Санкт-Петербурга делает ставку на средне- и долгосрочные выпуски с фиксированными купонами, позволяющими просчитать нагрузку на бюджет и потенциальные риски инвестирования.

Перспективы 2003 г. определены принятым дефицитным бюджетом. Городской бюджет на 2003 г. утвержден с дефицитом в 1,5 млрд руб., или 2% от доходов. При этом **основным источником покрытия дефицита будут государственные облигации**, эмитируемые на внутреннем рынке. Сальдо привлечения по ГИО вырастет до 2,7 млрд руб. (на 1 млрд руб. больше по сравнению с 2002 г.).

По сути, дефицит бюджета образовался из-за **целевого бюджетного фонда развития инфраструктуры Санкт-Петербурга**. Можно ожидать, что в этом году город продолжит выпуск долгосрочных облигаций большими эмиссионными объемами. Помимо инвестиционных целей, укрупнение выпусков направлено на решение вопроса об **оптимальном количестве обращающихся бумаг** и на поддержание их ликвидности.

Один из вариантов вывода на рынок больших по объему выпусков облигаций **без создания пиковых выплат в момент погашения** — эмиссия облигаций с частичным погашением номинальной стоимости в даты купонных выплат (амортизационных бумаг). Опыт федерального правительства, выпустившего ОФЗ-АД в прошедшем году, доказал, что такие бумаги удобны и эмитенту, и профессиональным участникам рынка.

Главная задача 2003 г. для питерского займа — сохранить отлаженный механизм заимствования на облигационном рынке. И не просто сохранить, а повысить привлекательность ГИО Санкт-Петербурга, расширив инструментарий и поддержав ликвидность рынка. ■