



Проблемы привлечения городских займов

(на примере Санкт-Петербурга)



Владимир Малиновский
Вэб-инвест Банк

В последнее время все больший объем средств регионы привлекают за счет облигационных займов. Что касается Санкт-Петербурга, то город уже давно не является новичком на этом рынке, однако в текущей ситуации на фондовом рынке страны властям города приходится предпринимать шаги для увеличения привлекательности своих займов, изменяя стратегию управления собственным долгом.

ОСОБЕННОСТИ САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОЙ ВАЛЮТНОЙ БИРЖИ

Исторически сложилось так, что петербургские облигации можно было купить только на торговых площадках именно Санкт-Петербурга, а основной биржей, на которой проходил наибольший объем сделок с бумагами этого эмитента, стала Санкт-Петербургская валютная биржа (далее — СПВБ).

Впрочем, стоит отметить, что в начале становления рынка субфедеральных займов именно СПВБ была ведущей площадкой, где обращались облигации регионов. Так в 1997—1998 гг. на СПВБ, кроме питерских бумаг, торговались облигации Оренбургской, Омской и Ленинградской областей, Республики Саха (Якутия), в то время как на ММВБ практически единственным ликвидным инструментом являлись московские облигации.

В настоящее время петербургские займы сохранили статус лидера среди инструментов, торгующих-

ся на СПВБ, занимая значительную долю совокупного оборота на данной площадке (см. таблицу).

Объем сделок с облигациями городов и регионов, представленных на СПВБ	
Эмитент	Объем сделок, %
Санкт-Петербург	93,8
Ленинградская обл.	0,1
Республика Коми	0,8
Мурманская обл.	0,2
Волгоградская обл.	4,1
Республика Карелия	0,6
Нижний Новгород	0,2
Тверская обл.	0,1

Обращение облигаций на СПВБ всегда имело определенные особенности. *Во-первых*, это существование института дилеров, в обязанности которых входило обязательное приобретение бумаг на аукционах в соответствии с установленными квотами. Это служило, с одной стороны, гарантией для эмитента по размещению части бумаг, с другой стороны, обязывало дилеров покупать бумаги даже при неблагоприятной рыночной ситуации.

Во-вторых, отличительной особенностью петербургской площадки является большое количество инвесторов — физических лиц. Причина этого — большая клиентская база генерального агента петербургских займов — компании «АВК», в дальнейшем услуги по брокерскому обслуживанию успешно стал развивать Санкт-Петербургский банк Сбербанка РФ (ныне Северо-Западный). В совокупности это привело к тому, что среди владельцев облигаций максимальное

количество физических лиц — именно в Санкт-Петербурге.

Подтверждением могут служить итоги практически любого аукциона по размещению петербургских бумаг, на которые единовременно подается, как правило, от 500 до 1 тыс. заявок. Так, на последний аукцион по размещению выпуска 26005 было подано 624 заявки общим объемом 1,264 млрд руб.

Данный фактор во многом предопределяет особенности вторичного обращения бумаг, а также политику управления долгом администрации Санкт-Петербурга.

Во многом желания именно физических лиц становятся движущей силой, оказывающей сильное давление на рынок. Все дело в том, что психология инвесторов — физических лиц, обладающих, как правило, сравнительно небольшим капиталом, кардинально отличается от тактики профессиональных участников.

Обычно физические лица или все покупают, или продают, что опять-таки обусловлено **сосредоточением клиентской базы физических лиц у двух крупных брокеров** — Сбербанка и АВК, а большинство частных лиц действуют по рекомендациям своих брокеров.

Исходя из небольшого объема заявок, но значительного их количества, инвесторы не пытаются «бороться за цену», выставляя свои поручения в очередь. Наиболее распространена практика, когда небольшие по объему заявки удовлетворяются лучшей котировкой противоположного поручения.

Пул небольших заявок при достаточном их количестве создает целую волну покупок (или продаж), которая сметает любые появляющиеся предложения на продажу (или соответственно покупку). Таким образом, при определенных обстоятельствах одни только операции частных лиц могут создать почву для возникновения/смены тенденции на рынке.

Например, проведение аукциона по петербургским бумагам хорошо иллюстрирует описанную выше волну клиентского спроса. Обычно определенное количество заявок эмитент отсекает при размещении, не реализованные средства направляются в тот же выпуск сразу после начала вторичных торгов. При этом котировки этого выпуска уже в течение ближайших нескольких дней могут подняться сразу на несколько процентных пунктов (рис. 1, 2).

Вторым примером массированного спроса могут служить купонные выплаты по выпускам — пусть небольшие средства, но у очень широкого круга инвесторов они оказываются свободными и, как правило, вновь реинвестируются в рынок.

РЫНОК ОДНОГО ЭМИТЕНТА

Тот факт, что в период становления сектора региональных займов Петербург являлся, по сути, одним из немногих эмитентов — субъек-

тов РФ, привлекающих денежные средства посредством выпуска облигаций, привел к тому, что администрация Санкт-Петербурга выбрала такой способ формирования рынка, благодаря которому был представлен достаточно **широкий набор инструментов различной срочности**. Это было необходимо, чтобы удовлетворить потребность местных инвесторов как в краткосрочных, так и среднесрочных и долгосрочных инструментах. В итоге администрация Санкт-Петербурга стремилась создать некое подобие рынка ОФЗ, только в гораздо меньших масштабах, что обуславливалось меньшей потребностью в денежных средствах.

До определенного момента такая структура вполне устраивала инвесторов, а нововведения эмитента крайне положительно воспринимались рынком. Так, можно констатировать, что Петербург первый ввел на российском облигационном рынке понятие «**колл-опцион**», облигации с правом досрочного погашения эмитентом, а также наиболее востребованные рынком долгосрочные серии, аналогов которым на субфедеральном рынке нет и поныне.

Однако с учетом большого интереса к рынку региональных облигаций существующая схема имеет свои недостатки. Новые операторы,

потенциально заинтересованные в покупке петербургских облигаций, сталкиваются с проблемой **недостаточной ликвидности**. Более или менее приличный объем, как правило, можно купить только при первичном размещении. Тот факт, что долг эмитента распылен среди большого количества серий, в значительной степени ограничивает объем совершаемых с выпусками сделок. Среднедневной оборот около 30 млн руб. вполне можно было бы считать приемлемым, если бы он проходил по 2—3 выпускам.

Для некоторых операторов дополнительным ограничением служит **отсутствие возможности проведения внебиржевых операций**.

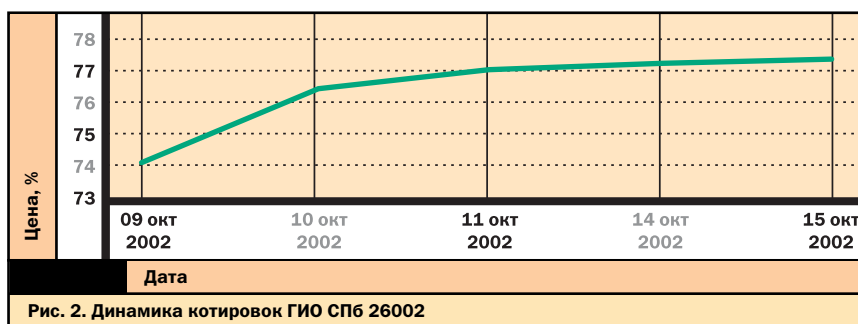
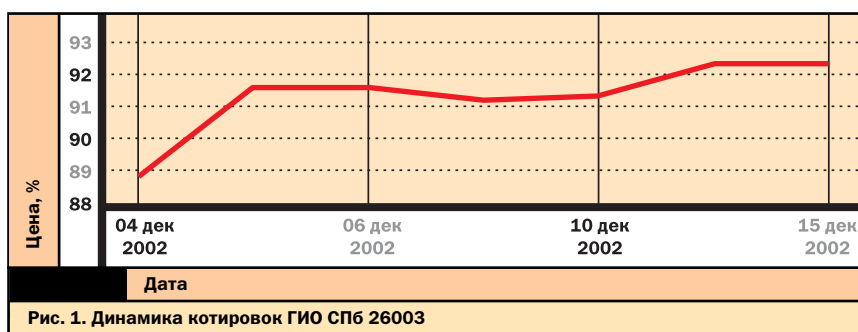
В последнее время администрация Санкт-Петербурга идет навстречу инвесторам: были проведены аукционы по досрочному погашению некоторых обращающихся облигаций, на которых эмитент предлагал инвесторам выкупить у них бумаги по рыночным котировкам. Одновременно был произведен аукцион по достаточно крупному для Петербурга займу — в объеме 2 млрд руб.

Согласно озвученной позиции представителей администрации Санкт-Петербурга в отношении организации внебиржевого обращения, а также параллельного хождения облигаций на ММВБ никаких шагов в данный момент не предпринимается и не планируется.

Ограниченная ликвидность, которая возникла из-за недостатка крупных активных участников рынка, привела к тому, что облигации Санкт-Петербурга торгуются сегодня с определенной премией к выпускам облигаций Москвы, хотя кредитное качество обоих эмитентов практически одинаковое, что подтверждают отчеты нескольких рейтинговых агентств.

КОГДА «МИНУСЫ» ПРЕВРАЩАЮТСЯ В «ПЛЮСЫ»

Впрочем, возможные «минусы» иногда оборачиваются и «плюсами» для держателей петербургских бумаг. Такую ситуацию можно было наблюдать в середине июня — тогда



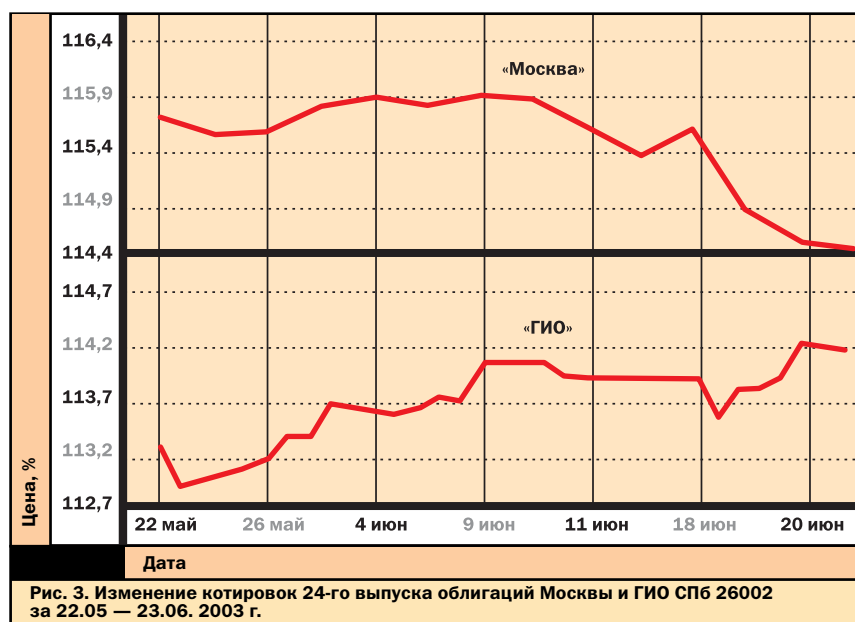
цены на субфедеральные облигации, обращающиеся на ММВБ, стремительно падали, петербургские бумаги даже показывали положительную переоценку. Спекулятивные движения вниз в корпоративных облигациях, которые спонтанно переросли в полномасштабную коррекцию практически по всем долговым инструментам, обращающимся на ММВБ, не нашли практически никакого отражения на СПВБ (рис. 3).

Этому способствует тот факт, что большинство инвесторов данного рынка предпочитают работать только на одной торговой площадке — доля операторов, которые одновременно вкладывают средства и в субфедеральные бумаги на ММВБ, невелика. К факторам, оказывающим негативное влияние на операторов московского рынка, можно отнести большой объем предстоящих размещений, ввиду их обособленности и того факта, что они не относятся к держателям петербургских бумаг. И факторы, оказывающие негативные влияния на операторов московского рынка, такие как большой объем предстоящих размещений, именно ввиду их обособленности, не относятся к держателям петербургских бумаг. На СПВБ Петербург является главным эмитентом, а размещаемые на СПВБ региональные займы других эмитентов, как правило, не характеризуются большим объемом.

Таким образом, **петербургские облигации оказываются** в такой момент **«защитными» инструментами**, которые позволяют инвесторам, осуществляющим параллельные инвестиции на двух торговых площадках, сохранить и приумножить собственные средства в период роста доходности на облигационном рынке в целом.

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА

Облигации Петербурга в течение долгого времени привлекали инвесторов тем, что либо ставка доходности по его бумагам оказывалась вы-



ше банковских вкладов, либо прибыль от повышения котировок обеспечивала гораздо больший доход.

Практически сразу после кризиса 1998 г., когда Санкт-Петербург, в отличие от многих субъектов РФ, не отказался от обслуживания собственных обязательств, доходность петербургских облигаций начала неуклонно снижаться, обеспечивая инвесторам дополнительный доход.

Сейчас же на рынке складывается несколько иная ситуация. На конец июня доходность торгуемых выпусков к погашению не превышала 9,4% годовых по сериям с погашением через 8 лет, а годовые бумаги торговались на уровне 7,3% годовых. Перспективы дальнейшего снижения доходности по облигациям, что и обеспечивало значительную часть прибыли держателям петербургских облигаций, достаточно неопределенны.

В то же время кредитные организации привлекают деньги у населения под гораздо больший процент. Ставки по годовым вкладам в Санкт-Петербурге колеблются в зависимости от банка и условий размещения в диапазоне 10—14% годовых. Снижение 21 июня ставки рефинансирования ЦБР до 16% годовых, на мой взгляд, может, конечно, сказаться на ставках по вкладам, однако они, скорее всего, окажутся выше доходности петербургских облигаций. Таким образом,

при условии того, что на рынке продолжится стагнация — а это в значительной степени снизит доходность вложений инвесторов — частных лиц, **вероятен отток средств из облигационных займов с последующим размещением их на банковских депозитах.**

Если ситуация будет развиваться в таком русле, то это может привести к началу продаж и на рынке петербургских облигаций, которые могут сформировать достаточно мощную коррекцию, пока доходность бумаг не дойдет до приемлемых для инвесторов уровней.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Постепенная переориентация эмитента на инвесторов — юридических лиц в момент снижения доходностей до исторических минимумов является первостепенной задачей для администрации Санкт-Петербурга в рамках управления собственным внутренним долгом. Эмитент должен в самом ближайшем будущем активизировать шаги в этом направлении, используя, например, успешный опыт Москвы по размещению собственных займов посредством андеррайтеров. ■