



СЕРГЕЙ ГЛАЗКОВ

директор проекта «Финансы городов и регионов»,
консультант председателя Комитета государственных
заимствований города Москвы, канд. тех. наук

РЫНОК СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ РФ: ИТОГИ 2007 Г.

В СТАТЬЕ АНАЛИЗИРУЮТСЯ ИТОГИ РАЗВИТИЯ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (СМО) РФ ЗА 2007 Г. ОБЪЕМ РЫНКА ВЫРОС НА 13%. ЗА ПРОШЕДШИЙ ГОД ПРОИЗОШЛИ НЕКОТОРЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ ОСНОВНЫХ ПАРАМЕТРОВ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА СМО, КОТОРЫЕ СВИДЕТЕЛЬСТВУЮТ ОБ УХУДШЕНИИ СОСТОЯНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В ЦЕЛОМ И РЫНКА СМО В ЧАСТНОСТИ. В СТАТЬЕ ИСПОЛЬЗОВАЛИСЬ ДАННЫЕ КОМПАНИИ RusBonds и Москомзайма.

ОБЪЕМ РЫНКА СМО

Рынок СМО продолжает расти. На начало 2008 г. он представлял собой 120 эмиссий 56 эмитентов общим объемом по номиналу 214 млрд руб. В 2007 г. было 112 эмиссий 53 эмитентов общим объемом по номиналу 190 млрд руб. Таким образом, общий объем всего рынка СМО повысился на 24 млрд руб., т. е. на 12,6% (по данным RusBonds). Необходимо отметить, что прирост СМО в 2007 г. произошел не за счет облигаций Москвы, объем которых даже уменьшился на 2,1 млрд руб.

Общий объем первичного рынка по номинальной стоимости выпущенных за 2007 г. СМО — 57,32 млрд руб. против 62 млрд руб. в 2006 г.¹

По состоянию на 31 декабря 2007 г. доля рынка СМО составила менее 8%

рынка внутренних облигаций РФ, включающего федеральные, корпоративные, субфедеральные и муниципальные облигации (всего 2 689 млрд руб.) (рис. 1). Его доля в общем объеме рублевых облигаций РФ в последние годы продолжает сокращаться, в 2007 г. она снизилась с 8,95 до 7,96 % (по данным RusBonds).

ДОХОДНОСТЬ СМО

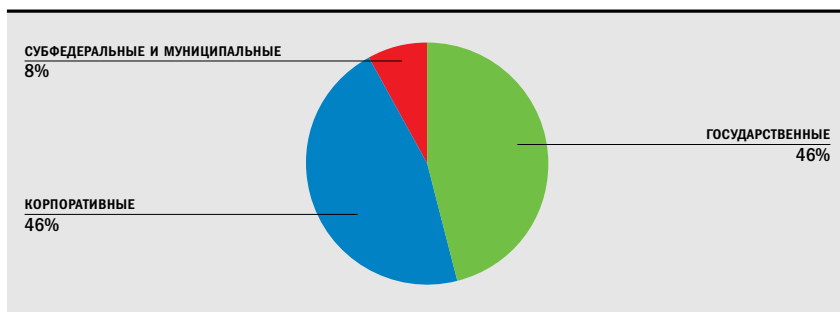
В начале августа 2007 г. произошло радикальное изменение в ценообразовании на рынке СМО: продолжавшееся первую половину года снижение спредов доходностей эмитентов остановилось. В результате действий внешних и внутренних факторов спреда большинства СМО расширились.

С одной стороны, рост экономики РФ в 2007 г. продолжился и оказался выше, чем предполагали, составив 7,7% ВВП по данным МЭРТ. Также отмечался рост доходов бюджетов муниципальных образований (МО) и субъектов РФ (СРФ). Рейтинги кредитоспособности некоторых эмитентов рынка СМО были повышены. Показательной выборкой могут служить 27 эмитентов СМО, имеющих рейтинг *Standard & Poor's*, среднее значение рейтинга которых в 2007 г. повысилось: 6 рейтингов — по международной шкале и 8 — по национальной шкале, 10 прогнозов по рейтингам улучшены на «Позитивный». Не было ни одного случая понижения рейтингов *Standard & Poor's* или ухудшения прогнозов российских эмитентов СМО.

Таким образом, внутренний экономический рост, повышение доходов бюджета

¹ Глазков С. Рынок субфедеральных и муниципальных облигаций РФ: состояние, проблемы, перспективы // Муниципальная власть. 2007. № 5. С. 81 — 97.

Рисунок 1. СТРУКТУРА ОБЪЕМА ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ РФ



Источник: RusBond.

Рисунок 2. СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ДОХОДНОСТЬ К ПОГАЩЕНИЮ ПО ИНДЕКСУ CBONDS – MUNI



Рисунок 3. ДИНАМИКА УРОВНЕЙ ДОХОДНОСТИ 39- И 44-ГО ВЫПУСКОВ МОСКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ



и кредитоспособности муниципальных образований и субъектов РФ способствовали снижению доходности СМО в первой половине 2007 г.

С другой стороны, в 2007 г. закончилась благоприятная ситуация на мировых финансовых рынках. Глобальный кризис ликвидности, порожденный кризисом ипотеки *subprime* в США, повлиял на российский финансовый рынок и вызвал дефицит ликвидности, который привел к росту процентных ставок по займам во второй половине 2007 г. Для эмитентов облигаций проблема риска ликвидности вышла на первое место.

Дополнительной причиной снижения банковской ликвидности в РФ в конце го-

да стала избыточная стерилизация денег на бюджетных счетах из-за отставания финансирования государственных расходов, которое по сравнению с прошлым годом увеличилось.

Удорожание заемных средств на рынке внутренних облигаций вследствие мирового кризиса ликвидности сопровождалось ростом инфляции в конце года. В 2007 г. в РФ стартовал инфляционный ралли, начало которого превысило самые пессимистические прогнозы: по данным Росстата, инфляция возросла почти до 12%. Можно назвать, по крайней мере, две ее основные причины.

Россия превратилась из чистого нетто-донора капитала в нетто-импортера капитала, что сделало ее очень уязвимой от волатильности мирового финансового рынка. Рекордный приток капитала из-за рубежа в 2007 г. составил почти 70 млрд долл., что способствовало увеличению денежного предложения. Положительное влияние на приток капитала оказали конвертируемость рубля и принятие его в качестве инструмента в системе *Euroclear*. Возросло влияние внешнего мира на внутренний финансовый рынок России.

Увеличение мировых цен на продукты питания послужило дополнительной причиной инфляции. В целом рост инфляции способствовал повышению процентных ставок на долговом рынке.

Средневзвешенная доходность (простая) СМО, соответствующая индексу *Cbonds – Muni*, монотонно снижалась первую половину 2007 г. с 6,85 в феврале до 6,51% в июне–июле, затем резко повысилась с 6,55% в начале августа до 7,23% в сентябре. В октябре она снизилась до 6,67% и вновь продолжила рост в ноябре–декабре до 6,95% (рис. 2). В итоге максимальное изменение составило 68 б. п.

На рис. 3 показаны изменения уровней доходности (от 6,3 до 6,8%) наиболее ликвидных 39- и 44-го выпусков московских облигаций в течение года. При сравнении кривых на рис. 2 и 3 можно заметить расширение спрэдов СМО в августе–декабре 2007 г., несмотря на то, что вес 39- и 44-го выпусков в составе индекса значителен.

Несмотря на реальное снижение кредитного риска эмитентов (за счет повышения кредитоспособности эмитентов), расширение спрэдов СМО в 2007 г. произошло по внешним причинам и вызвано в основном снижением ликвидности финансового рынка.

Тенденция увеличения процентных ставок коснулась прежде всего эмитентов небольших по объему займов СМО с относительно низкой кредитоспособностью. Баланс размещений на первичном рынке изменился в сторону преобладания займов с высокой доходностью и короткими сроками заимствования. Рост волатильности финансового рынка способствовал повышению значения процентного риска на рынке СМО и осложнил размещение и рефинансирование облигаций.

В итоге заметно усилилась дифференциация СМО по кредитному качеству эмитентов: возросла степень влияния рейтинга на доходность СМО.

К концу 2007 г. диапазон доходностей большинства муниципальных облигаций составил 7–10 %, доходность отдель-

ных бумаг достигала 12% (рис. 4). Доходность субфедеральных облигаций составила 7–9%, отдельных эмитентов – до 14% (рис. 5).

Размещения СМО в декабре 2007 г. в условиях низкой ликвидности носили нерыночный характер. Тем не менее доходность большинства ликвидных выпусков СМО находилась существенно ниже инфляции. Таким образом, реальные процентные ставки большинства региональных и муниципальных облигационных займов остаются отрицательными и составляют 1–3%, а некоторых эмитентов – 5% (см. рис. 4 и 5). Многим администрациям МО и СРФ по-прежнему выгодно занимать.

В условиях инфляции становится выгодно занимать деньги под фиксированный процент! Для этого необходимо оперативно действовать, чтобы обеспечить высокий уровень оборачиваемости средств.

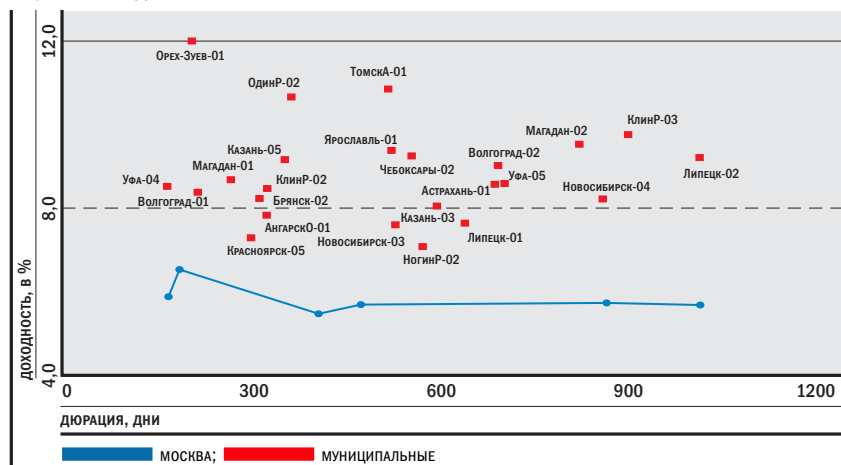
СОСТАВ ЭМИТЕНТОВ

В минувшем году общее количество выпусков СМО в обращении выросло на 7% и достигло 120. Состоялось или началось размещение 32 выпусков СМО 31 эмитента (10 муниципальных образований и 21 субъекта РФ) (см. таблицу). Для сравнения: в 2006 г. было размещено 38 выпусков СМО.

В течение последних 4 лет рост субфедеральных облигаций практически стабилизировался на уровне 90 выпусков, при этом их объем продолжает расти в среднем на 20 млрд руб. в год (рис. 6). Количество выпусков муниципальных облигаций за прошедший год повысилось с 22 до 28, объем облигаций рос в среднем на 3,3 млрд руб. в год (рис. 7).

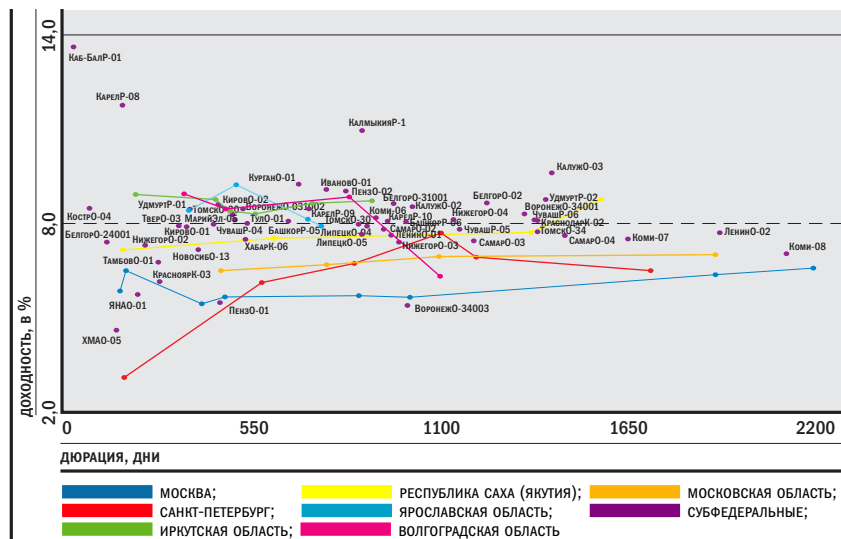
Размещение СМО в течение года происходило неравномерно (рис. 8). В августе 2007 г. в связи с дефицитом ликвидности произошла переоценка рисков, выросла волатильность, резко увеличилась доходность облигаций, что привело к приостановке размещений СМО в сентябре–октябре. Планы выхода на рынок СМО многих эмитентов были скорректированы, сроки перенесены. Так, в декабре состоялось или началось размещение 13 эмитентов, что соответствует 40% от годового количества размещений. По сравнению с 2006 г. **первичный рынок СМО в 2007 г. сократился и по количеству выпусков, и по объему размещений.** Над рынком внутренних облигаций образовался «навес» отложенных размещений объемом свыше 300 млрд руб. Размещения полного объема выпусков некоторых эмитентов, например Карелии, Магадана, Ярославской области и др., были растянуты на несколько месяцев.

Рисунок 4. КРИВЫЕ (КАРТА) ДОХОДНОСТИ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО СОСТОЯНИЮ НА 31 ЯНВАРЯ 2007 Г.



Источник: RusBonds.

Рисунок 5. КРИВЫЕ (КАРТА) ДОХОДНОСТИ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО СОСТОЯНИЮ НА 31 ЯНВАРЯ 2007 Г.



Источник: RusBonds.

На ФБ ММВБ состоялось 19 аукционов по размещению и доразмещению СМО (3 – муниципальных образований и 15 субъектов РФ). Внебиржевое размещение провели 14 эмитентов: 7 – МО и 7 – СРФ.

Общее количество эмитентов СМО в 2007 г. увеличилось незначительно – с 53 до 56 (в 2006 г. – на 7). В основном на рынок СМО выходили известные эмитенты, уже размещавшие свои облигации. Кроме того, на рынок вышли 5 новых эмитентов: 3 – муниципальных образований (городские округа: Благовещенск Амурской области; Балашиха и Электросталь Московской области) и 2 – СРФ (Калмыкия и Ивановская обл.). В 2006 г. появилось 3 новых эмитента.

В последние годы сложилось относительно устойчивое соотношение количества выпусков и числа эмитентов: на 1 эмитента в среднем приходится 2,1 выпуска.

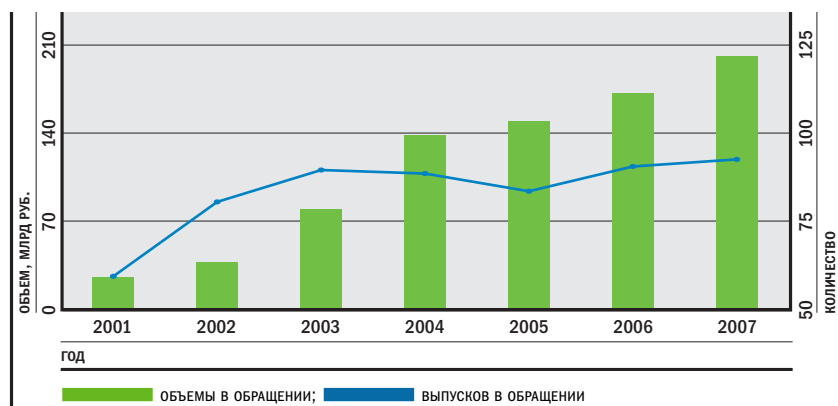
Среди эмитентов в 2007 г. минимальный объем займа был у Электростали и Благовещенска – 150 млн руб., максимальный – у Московской области – 16 млрд руб. (в 107 раз больше). Средний объем 1 выпуска равен 1,8 млрд руб., без учета Московской области – 1,3 млрд руб.

Структура рынка рублевых СМО по объему изменилась всего лишь на 1%: субфедеральные облигации – 93% (199,1 млрд руб.), муниципальные – 7% (14,7 млрд руб.).

Структура рынка рублевых СМО по количеству выпусков в 2007 г. изменилась чуть больше: доля муниципальных выпусков увеличилась с 20 до 23%. При этом количество выпусков муниципальных облигаций, обращающихся на рынке, выросло с 22 до 28 (на 27%), а количество выпусков СРФ – с 90 до 92.

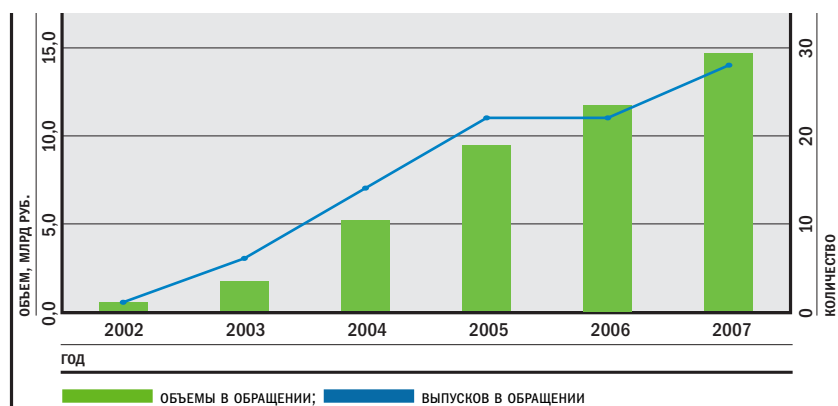
Сформировался состав лидеров: облигации Москвы и Московской области

Рисунок 6. ДИНАМИКА ОБЪЕМА РЫНКА И КОЛИЧЕСТВА ВЫПУСКОВ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



Источники: Данные RusBonds на конец года.

Рисунок 7. ДИНАМИКА ОБЪЕМА РЫНКА И КОЛИЧЕСТВА ВЫПУСКОВ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



Источники: Данные RusBonds на конец года.

составляют 46% объема рынка СМО (рис. 9).

Главной причиной, определившей скромные итоги рынка СМО 2007 г., явилось то, что **Москва** не разместила, как ранее планировалось, внутренние облигации на 78 млрд руб. Объем долга города в рублевых облигациях, находящихся в обращении, снизился с 57,32 млрд до 55,21 млрд руб. В прошлом году было выкуплено облигаций Москвы на 21,23 млрд руб., размещено на 20,48 млрд руб., погашено по номиналу на 1,36 млрд руб. (по данным Москомзайма). Размещения состоялись в рамках обмена облигаций, осуществленного Москомзаймом в феврале-марте 2007 г. В результате обмена были частично выкуплены выпуски № 29, 31, 36, 40, 42, 43 и размещены № 39, 41, 44, 47. Доля рублевых облигаций Москвы в общем объеме СМО снизилась с 30 до 26% (см. рис. 9).

По состоянию на 31 декабря 2007 г. вторым по общему объему субфедеральных облигаций стала **Московская область** — 43,6 млрд руб. (4 выпуска). Эмитент ежегодно размещает свои облигации в апреле. Размещение 25 апреля 2007 г. 7-летнего облигационного займа Мособласти объемом 16 млрд руб. стало рекордным

по величине на рынке СМО. Мособласть стала шестым по счету эмитентом, разместившим 7-летние облигации на рынке СМО. Кроме того, Московская область состоит из 378 муниципальных образований, которые, в отличие от Москвы, имеют возможность выпускать муниципальные облигации; 6 из них сегодня присутствуют на рынке муниципальных облигаций.

Следующее место по объему выпущенных в 2007 г. облигаций заняла Иркутская область: 6 млрд руб. по номиналу, разместив один выпуск на аукционе 8 ноября 2007 г. объемом 2,2 млрд руб. и второй — внебиржевым способом с 12 декабря 2007 г. — 3,8 млрд руб.

На 3-м месте — Самарская область, разместившая облигаций на 5 млрд руб. на аукционе 27 июня 2007 г.

В 2007 г. на рынке СМО организаторы размещений в 2 раза чаще отдавали предпочтение аукционам по ставке 1-го купона. Из 19 аукционов, проведенных на ММВБ, 13 было проведено по ставке 1-го купона и 6 — по цене размещения.

ДЮРАЦИЯ

Облигации, размещенные в 2007 г., имели сроки обращения от 1 до 7 лет. Де-

фицит ликвидности во второй половине 2007 г. привел к сокращению сроков обращения СМО. Лидером этого процесса стал заем Казани объемом 1,5 млрд руб., размещенный 21 декабря 2007 г. на аукционе сроком на 1 год. Это самое короткое и единственное 1-летнее заимствование на рынке СМО. В 2006 г. был осуществлен 3-летний выпуск Казани объемом 2,3 млрд руб.

На 2-м месте — городской округ Электросталь Московской области, выпустивший 1,5-летние обязательства на 150 млн руб., внебиржевое размещение которых началось 20 декабря 2007 г. Его предшественником на рынке СМО был заем г. Орехово-Зуево Московской области, осуществленный 22 декабря 2006 г.

На 3-м месте — 2-летний выпуск г. Чебоксары на 250 млн руб., внебиржевое размещение которого состоялось 23 июля 2007 г., в начале кризиса ликвидности. На рынке обращаются еще 2-летние выпуски Магадана, Тамбовской области, Брянска, Клинского и Одинцовского районов Московской области.

В целом облигации муниципальных образований по сравнению с СРФ обладают более короткими сроками обращения на рынке СМО — от 1 до 4 лет. Максимальный срок обращения — 4 года — имеет выпуск г. Новосибирска (с 11 июля 2005 г.).

Величина средней дюрации субфедеральных облигаций (рассчитанная без учета объема выпуска) практически стабилизировалась в последние 2 года: в 2007 г. она колебалась в диапазоне от 700 до 800 дней (рис. 10). Средняя дюрация муниципальных облигаций характеризуется значительной волатильностью, за год она снизилась с 650 до 500 дней.

В отличие от муниципалитетов, СРФ воспользовались другим способом снижения дюрации. Почти все субфедеральные облигации, размещенные в декабре, были амортизационными. Всего за год 17 выпусков из 32 были с амортизацией. Обычно она использовалась при сроке обращения от 3 лет и более с объемом от 1 млрд руб. Примером служат амортизационные облигации пятого выпуска Иркутской области объемом 2,2 млрд руб.: 4-летний период обращения разбит на 8 полугодовых интервалов, каждые полгода выплачивается по 12,5% от полной стоимости выпуска начиная через 6 мес. с момента обращения — 8 ноября 2007 г. Полугодовые пут-опционы снизили дюрацию выпуска до 754 дней, т. е. почти в 2 раза по сравнению со сроком обращения в 1448 дней.

Срок обращения некоторых выпусков субфедеральных эмитентов в конце года снизился по сравнению с первой половиной года с 5 лет до 3 лет. Липецкая об-

ласть по сравнению с прошлым годом снизила объем своего облигационного выпуска с 1,5 до 0,5 млрд руб., а срок обращения — с 5 до 3 лет, разместив заем еще в июле (19 июля 2007 г.) в условиях резко возросшей волатильности на рынке СМО.

Общий диапазон сроков обращения **субфедеральных** облигаций составляет от 2 до 10 лет. На рынке СМО обращается всего 5 10-летних облигационных выпусков 4 субфедеральных эмитентов (Москвы, Санкт-Петербурга, Ленинградской области, Республики Коми). Единственный 9-летний выпуск Республики Коми объемом 1 млрд руб., размещенный 23 ноября 2004 г., занимает 2-е место по продолжительности обращения.

На 3-м месте находятся 7-летние выпуски Санкт-Петербурга, Республики Коми, Ленинградской области, Москвы, Республики Саха—Якутия, Московской области. Бум 7-летних выпусков пришелся на 2003 г.

Далее идут субфедеральные выпуски со сроками обращения от 6 до 2 лет. Самый короткий срок — 2 года — имеют облигации Тамбовской области.

С 2005 г., когда был выпущен последний из 5 обращающихся на рынке СМО 10-летних займов — облигации Республики Коми, максимальный срок обращения не превышал 7 лет.

ПРОГНОЗ НА 2008 Г.

В 2008 г. рынок СМО будет подвержен влияниям внешних и внутренних факторов. Преобладавшая в 2007 г. негативная роль внешних факторов будет по-прежнему противостоять возрастающей неоднозначной роли внутренних факторов².

В этом году, скорее всего, следует ожидать новую фазу глобального кризиса ликвидности. Кроме того, вероятное замедление темпов роста экономики США может отразиться на экономическом росте РФ и усилить проблемы на внутреннем финансовом рынке. Не приходится ожидать и существенного замедления инфляции.

В 2008 г. к двум внешним факторам инфляции, перечисленным в статье, добавится внутренний: правительство планирует наращивать государственные расходы. Это может смягчить проявления глобального кризиса ликвидности в РФ.

Сможет ли в этих условиях ЦБ РФ эффективно «таргетировать инфляцию»?

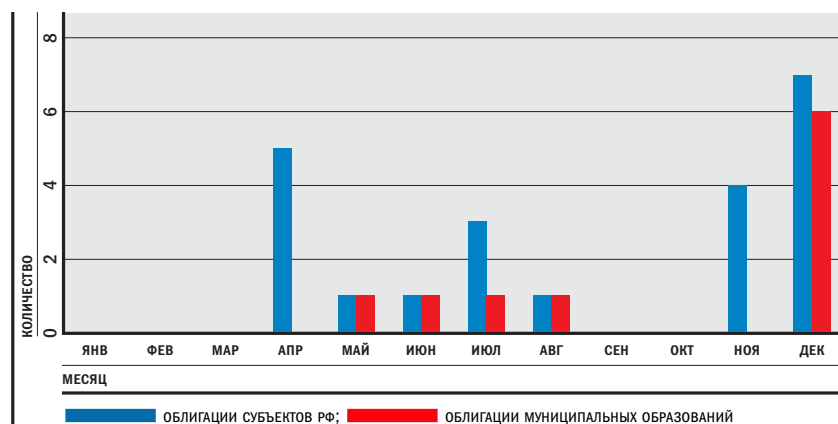
Дальнейшее усиление дефицита ликвидности и волатильности рынка, рост инфляции повлекут за собой повышение процентных ставок по займам, снижение

ЭМИТЕНТЫ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ 2007 Г.

Название	Объем в обращении, тыс. руб.	Начало размещения	Тип эмитента	Размещение
Ярославская Обл-34007	3 500 000	03.04.07	СРФ	Биржевое
Карелия Респ-34010	1 000 000	19.04.07	СРФ	Биржевое
Чувашия Респ-31006	1 000 000	24.04.07	СРФ	Биржевое
Московская Обл-26007	16 000 000	25.04.07	СРФ	Биржевое
Саха Респ-35002	2 500 000	26.04.07	СРФ	Биржевое
ВолгоградОбл-34001	1 000 000	22.05.07	СРФ	Биржевое
ТомскАдм-34001-1	500 000	24.05.07	МО	Биржевое
Магадан-31002	360 000	04.06.07	МО	Внебиржевое
Самарская Обл-25004	5 000 000	27.06.07	СРФ	Биржевое
Воронежская Обл-34001	1 000 000	02.07.07	СРФ	Внебиржевое
Удмуртия Респ-25002	1 500 000	17.07.07	СРФ	Внебиржевое
Липецкая Обл-25005	500 000	19.07.07	СРФ	Биржевое
Чебоксары-25002	250 000	23.07.07	МО	Внебиржевое
Калмыкия Респ-31001	300 000	28.08.07	СРФ	Внебиржевое
Клинский Район-25003	300 000	29.08.07	МО	Внебиржевое
Иркутская Обл-31005	2 200 000	08.11.07	СРФ	Биржевое
Ивановская Обл-34001	1 000 000	13.11.07	СРФ	Внебиржевое
Калужская Обл-34003	1 000 000	20.11.07	СРФ	Биржевое
Пензенская Обл-34002	1 000 000	27.11.07	СРФ	Внебиржевое
БашкортостанРесп-25006	1 500 000	04.12.07	СРФ	Биржевое
НижегородОбл-34004	2 509 400	04.12.07	СРФ	Биржевое
Иркутская Обл-31006	3 800 000	12.12.07	СРФ	Внебиржевое
Липецк-25002	300 000	12.12.07	МО	Биржевое
Томская Обл-34034	400 000	17.12.07	СРФ	Биржевое
Электросталь-25001	150 000	20.12.07	МО	Внебиржевое
Казань-34005	1 500 000	21.12.07	МО	Биржевое
КраснодарКрай-34002	1 500 000	21.12.07	СРФ	Биржевое
Благовещенск-25002	150 000	24.12.07	МО	Внебиржевое
Ногинский Район-25003	200 000	25.12.07	МО	Внебиржевое
Костромская Обл-34005	3 000 000	27.12.07	СРФ	Внебиржевое
Балашиха-25001	400 000	28.12.07	МО	Внебиржевое
НовосибирскаяОбл-34014	2 000 000	28.12.07	СРФ	Биржевое

Источники: RusBonds.

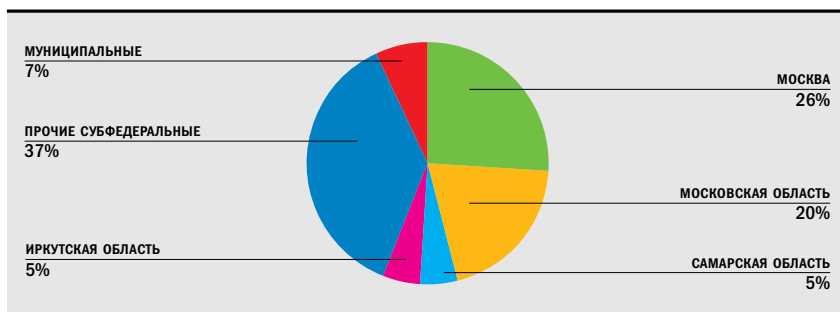
Рисунок 8. КОЛИЧЕСТВО ЕЖЕМЕСЯЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ СМО В 2007 Г.



Источники: RusBonds.

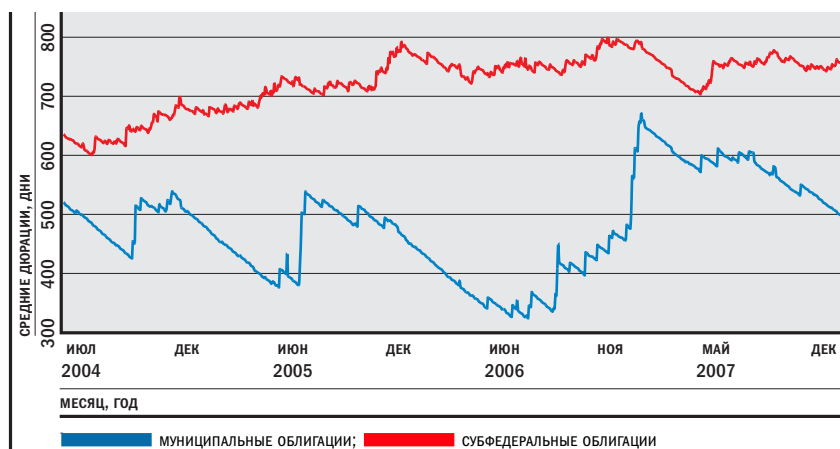
² Глазков С. Рынок субфедеральных и муниципальных облигаций РФ: время перемен // РЦБ. 2007. № 13. С. 59–70.

Рисунок 9. СТРУКТУРА ОБЪЕМА ВНУТРЕННЕГО РЫНКА СМО ПО СОСТОЯНИЮ НА 31 ДЕКАБРЯ 2007 Г.



Источник: RusBond.

Рисунок 10. ДИНАМИКА СРЕДНЕЙ ДЮРАЦИИ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



Источник: RusBond.

темпа роста рынка СМО и сокращение сроков заимствования. Наибольшие трудности с рефинансированием будут испытывать эмитенты с низкой кредитоспособностью, ограниченными бюджетами и объемами займов.

Вероятны уход с рынка СМО небольших и частично средних по величине бюджетов эмитентов, а также возврат к активной эмиссионной деятельности Москвы и, может быть, Санкт-Петербурга. В этих условиях может повыситься на рынке СМО доля крупных эмитентов. Наметившийся в 2006–2007 гг. рост сегмента муниципальных займов будет приостановлен, выход на рынок СМО эмитентов со средними и малыми доходами бюджетов, с низкой кредитоспособностью или небольшими займами замедлится.

Скорость этого процесса будет определяться степенью влияния спада темпов экономического роста в США на мировую экономику, и следовательно, на экономику РФ посредством снижения спроса на экспорт ресурсов из России.

С точки зрения внутренних факторов год 2008-й — пора Большого перехода, начало нового политического цикла. К каким изменениям приведет смена президента? Как это отразится на властной

вертикали? Как изменится кадровая политика? Удастся ли региональным лидерам продемонстрировать лояльность по отношению к новому президенту? Все это может отразиться на структуре рынка СМО. Выпуски этих долговых заимствований в РФ являются добровольными, не образуют адекватной административному устройству РФ системы, зависят от политической воли глав регионов. Рынок СМО при наличии объективных предпосылок существенно зависит от субъективного фактора. Тем не менее кардинальные перемены не ожидаются, основные тенденции должны сохраниться.

Возрастет роль государственного ресурса. Усилится значимость госбанков как организаторов и инвесторов рынка СМО, так как в 2007 г. к ним перешла роль поставщиков финансовых ресурсов, которые раньше коммерческие банки привлекали за рубежом.

Большое значение в развитии регионов приобретут государственные программы на условиях софинансирования с региональной властью, которое должно стать стимулом для эмиссии облигаций. СМО станут «входным билетом» для получения права на реализацию национального проекта в регионе и МО. Роль рынка СМО, как источника ресурсов для

софинансирования государственных программ и национальных проектов, должна повыситься. В противном случае государственные программы приведут к сокращению объема рынка СМО как источника финансирования капитальных расходов в регионах и муниципальных образованиях.

В случае преобладания внешних негативных факторов темп экономического роста РФ, который будет неодинаковым для различных регионов и секторов экономики России, может снизиться. Это усилит дифференциацию регионов по уровню экономического развития и еще больше увеличит разрыв между лидерами и отстающими. Вместе с тем это может вернуть Москву и Санкт-Петербург на рынок СМО и стимулировать рост рынка, на котором сегодня активность перешла к крупным по величине бюджетных доходов регионам: Самарской области, Краснодарскому краю, Нижегородской области и т. д.

ВЫВОДЫ

- В 2007 г. объем рынка субфедеральных и муниципальных облигаций (СМО) вырос на 13%, темп роста снизился более чем в 2 раза (в 2006 г. — рост 29%).
- Сегмент муниципальных облигаций рос быстрее субфедеральных: доля муниципальных облигаций выросла по объему с 6 до 7%, а по количеству выпусков — с 20 до 23%.
- Объем первичного рынка СМО снизился по сравнению с прошлым годом с 62 до 57 млрд руб., а количество выпусков — с 38 до 32.
- Доходность вторичного рынка СМО повысилась: максимальный рост средневзвешенной доходности *Cbonds — Muni* составил 68 б. п.
- Величина средней дюрации муниципальных облигаций за год снизилась на 23%, субфедеральных — практически не изменилась. Минимальный срок обращения СМО сократился с 1,5 до 1 года.
- Минимальный объем муниципального облигационного займа снизился за год со 160 до 150 млн руб.
- В целом в 2007 г. по сравнению с годом ранее основные параметры **первичного рынка СМО** — объем, средняя дюрация, количество выпусков, минимальный объем выпуска — снизились, а спреды доходности расширились. ■

Автор выражает благодарность Сергею Кошелеву (проект *RusBonds* — облигации в России) за предоставленные данные и помощь в построении графиков.