



Денис Гейнц

Начальник отдела конъюнктуры финансового рынка
Информационно-аналитического управления ММВБ

ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Модернизация российской экономики невозможна без радикального совершенствования ее инфраструктуры: транспортных магистралей, жилищно-коммунального хозяйства, телекоммуникаций, аэропортов и т. д. Во многих развитых странах строительство и эксплуатация этих объектов относятся к компетенции местных органов власти и самоуправления. Для этой цели муниципалитеты и региональные власти привлекают на свободном рынке капитала крупные объемы финансовых ресурсов, в основном посредством выпуска разнообразных облигационных займов.

РЫНОК СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ: ЗАТЯЖНАЯ СТАГНАЦИЯ

Развитие внутреннего рынка субфедеральных и муниципальных облигаций в последние годы характеризуется некоторым снижением деловой активности и сокращением объемов размещаемых бумаг. По итогам 2007 г. объем субфедеральных и муниципальных облигаций, торгуемых на рынке ФБ ММВБ, увеличился всего лишь на 5%, достигнув к концу декабря 316,8 млрд руб., при этом объем размещений по сравнению с 2006 г. уменьшился на 17% до 41,6 млрд руб.

Для сравнения в секторе государственных ценных бумаг рост объемов ГКО-

ОФЗ составил 20%, а корпоративных рублевых облигаций — 51%. Объемы эмиссии корпоративных рублевых облигаций, несмотря на кризис на кредитном рынке, практически не сократились (снижение около 2%), а на рынке госдолга выросли на 19%.

Важно отметить, что незначительный 2%-й спад размещений в секторе корпоративных облигаций — это локальная реакция рынка на неблагоприятную конъюнктуру. Как только проблемы с ликвидностью потеряли остроту, объемы размещений начали постепенно восстанавливаться. За первые 2 месяца 2008 г. суммарный объем размещений корпоративных рублевых займов на рынке Фондовой биржи ММВБ составил 59,5 млрд руб., что на 10% выше уровня января–февраля 2007 г.

В то же время на рынке субфедеральных и муниципальных облигаций снижение масштабов эмиссии носит системный характер. Начиная с 2005 г., объемы размещений в секторе региональных займов неуклонно снижаются на 5–10% в год, хотя за этот же период сектор корпоративных облигаций увеличивался с темпом до 80% в год.

Сокращение использования инструментов фондового рынка субъектами федерации и муниципальными образованиями во многом обусловлено законодательными ограничениями. В условиях перераспределения налоговых доходов в пользу федерального центра возможности привлечения средств и обслуживания облигационных займов местными администрациями существенно снижаются. В на-



стоящее время, согласно Бюджетному кодексу РФ, предельный объем государственного долга субъекта РФ или муниципального долга не должен превышать объем доходов соответствующего бюджета без учета финансовой помощи из бюджетов других уровней.

В результате выйти на рынок с приличным объемом размещений, который обеспечивает высокую ликвидность и низкие ставки, могут только очень крупные эмитенты, такие как Москва, Московская область, Новосибирская область и т. д. Для субъек-

тов федерации и муниципалитетов, не имеющих существенных источников дохода, выход на рынок с небольшими займами приводит к резкому увеличению премии за риск и существенно снижает привлекательность этого источника финансирования. Причем в ряде случаев муниципалитеты вынуждены отказываться от публичного биржевого рынка в пользу малопрозрачного биржевого рынка, который позволяет немного снизить премию за риск, но при этом увеличивает зависимость от узкого круга покупателей-кредиторов.

В целом сектор субфедерального долга имеет тенденцию к постоянному сужению, что контрастирует с общемировой практикой расширения использования инструментов фондового рынка для финансирования различных инвестиционных проектов. Отметим, что в США объемы муниципальных займов постоянно растут, причем в 2007 г., несмотря на жесточайший кризис доверия и сокращение ликвидности на межбанковском рынке, муниципалитеты и правительства отдельных штатов разместили облигаций на рекордную сумму — почти 425 млрд долл., что более чем в 2 раза превышает уровень 2000 г.

Выходом из сложившейся ситуации может стать переход к практике размещения целевых облигаций субъектов РФ и муниципальных образований, выпускаемых для финансирования конкретных инфраструктурных проектов. Объем этих размещений можно было бы не ограничивать объемом доходов бюджета, но при этом для введения целевых облигаций необходимы соответствующие изменения в законодательстве, а также совершенствование механизмов контроля рисков эмитентов.

Возможность введения инфраструктурных облигаций обсуждается в настоящее время на разных уровнях. Так, Минтранс РФ предложил в конце 2007 г. применять инфраструктурные транспортные облигации для привлечения инвестиционных средств в транспортную отрасль. О необходимости развития механизма инфраструктурных облигаций на заседании президиума Госсовета по проблеме развития транспорта заявили также Э. Набиуллина и А. Кудрин.

ЗАПАДНЫЙ ПОДХОД: СВОБОДА РИСКА

Для финансирования инфраструктурных проектов представляется целесообразным введение специальных целевых (инфраструктурных) облигаций. В западных странах созданный по такому принципу рынок муниципальных ценных бумаг позволяет привлекать значительные средства для финансирования региональных инфраструктурных проектов.

В США муниципальные обязательства делятся на две группы:

- облигации общего покрытия (*general obligation bonds*);
- облигации, обеспеченные доходами от проектов (*revenue bonds*).

Особого внимания заслуживает второй тип займов. Выпускаются они в расчете на доходы от реализуемых муниципалитетами проектов: транспортных, жи-

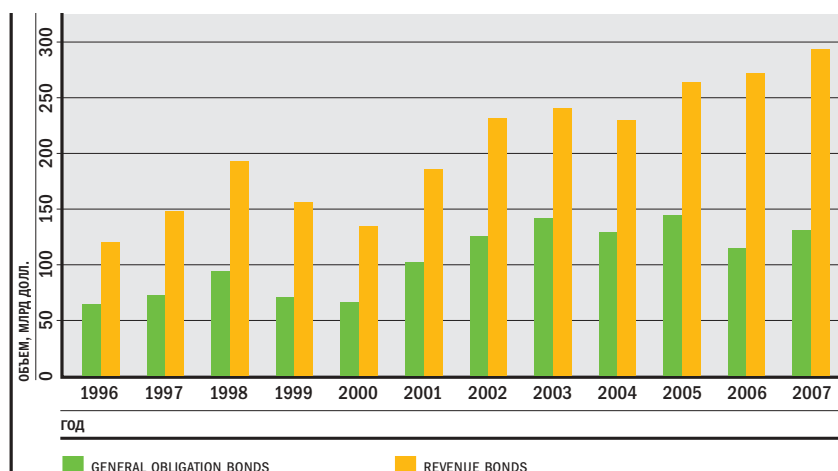
Рисунок 1. ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩЕНИЙ В СЕКТОРЕ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ЗАЙМОВ (БИРЖЕВОЙ СЕГМЕНТ)



Таблица 1. СТРУКТУРА РАЗМЕЩЕНИЙ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ЗАЙМОВ В РАЗРЕЗЕ ОТДЕЛЬНЫХ РЫНКОВ

Год	Размещения субфедеральных и муниципальных займов на биржевом рынке		Размещения субфедеральных и муниципальных займов на внебиржевом рынке	
	Число размещений, шт.	Средний размер займа (по номиналу), млн руб.	Число размещений, шт.	Средний размер займа (по номиналу), млн руб.
2005	25	2 069,1	13	701,9
2006	22	2 408,1	17	741,8
2007	18	2 311,1	14	867,9

Рисунок 2. СТРУКТУРА РАЗМЕЩЕНИЙ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В США (1996–2007 ГГ.)





листных, образовательных, инфраструктурных и т. д. Источником выплаты долга в данном случае служат платежи потребителей услуг, например за пользование коммунальными услугами, водой, электричеством (*user fees*), или же плата за пользование дорогами, автостоянками и т. д. (*tools, concessions, fees*).

Доля *revenue bonds* весьма значительна и составляет порядка 60–70% от общего объема муниципальных заимствований.

Выпускаются также облигации развития промышленности и других видов деятельности, предусматривающих льготы по налогообложению дохода по ценным бумагам.

Отметим, что для решения проблемы строительства недорогого муниципального жилья в США активно используются жилищные облигации, эмитентом которых является правительство штата или же подразделение правительства штата, отвечающее за жилищное строительство. Средства, полученные в результате эмиссии, выдаются в форме ссуды застройщику. В дальнейшем погашение осуществляется за счет арендной платы, взимаемой с жильцов. В случае если часть жилья остается нераспределенной, застройщик вправе реализовать его на открытом рынке и выплатить долг муниципалитету (или штату). Обычно такая схема применяется в отношении строительства жилья для семей с низкими и средними доходами, впервые покупающих себе собственное жилье.

Доля данного инструмента весьма значительна на рынке муниципальных облигаций США, он выпускается с середины 1980-х гг. Общая сумма задолженности по облигациям такого типа превышает 100 млрд долл. С помощью этих облигаций в США профинансировано более 1 млн кредитов для семей, покупающих частный дом впервые, и более 900 тыс. единиц доходного жилья.

Отметим также, что в большинстве штатов именно за счет *revenue bonds* осуществляется финансирование строительства большинства скоростных магистралей, ключевых мостов и развязок.

Согласно данным *Federal Highway Administration*, объем задолженности по «дорожным» облигациям отдельных штатов в начале 2005 г. составил 85,6 млрд долл., при этом объем размещений за 2004 г. достиг 13,3 млрд долл., из которых 76,8% (более 10,2 млрд долл.) пришлось на *revenue bonds*.

Похожая ситуация складывается в сфере ЖКХ и финансирования некоммерческих проектов (больниц, музеев, объектов культуры). Более того, для поддержки

отдельных видов бизнеса, важных для данного штата (или муниципалитета), используются *Industrial revenue bonds (IRBs)*: муниципалитет размещает бумаги на рынке, одновременно выдавая ссуды предприятиям. Выплата купонного дохода и погашение *IRBs* привязаны к финансовым результатам деятельности компаний.

Использование иностранного опыта позволит российским регионам в полной мере воспользоваться возможностями национального фондового рынка, с тем чтобы привлечь капитал для обновления инфраструктуры российских городов и регионов.

В целом, муниципальные займы в США относятся к числу наиболее надежных финансовых инструментов, причем

это правило распространяется на все виды муниципальных облигаций. Статистика показывает, что порядка 15% объема этих инструментов находятся в портфелях страховых компаний, еще около 10% в портфелях банков и свыше 35% в портфелях взаимных фондов. Таким образом, муниципальные облигации пользуются спросом в том числе и среди наиболее консервативных инвесторов.

Использование иностранного опыта позволит российским регионам в полной мере воспользоваться возможностями национального фондового рынка, с тем, чтобы привлечь капитал для обновления инфраструктуры российских городов и регионов. ■

Рисунок 3. СХЕМА ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ РЕГИОНАЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ

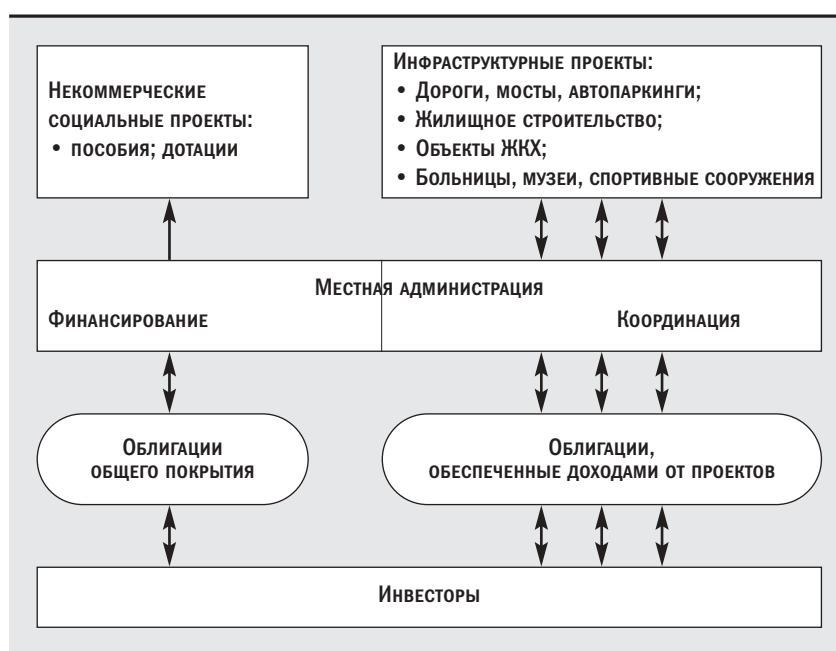


Таблица 2. ДЕРЖАТЕЛИ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В США (1996–2005 гг.), млрд долл.

Год	Индивидуальные инвесторы	Взаимные фонды	Банки	Страховые компании	Другие	Всего
1996	493,0	416,9	107,1	188,8	55,8	1 261,6
1997	497,6	446,2	112,0	208,1	54,6	1 318,5
1998	498,7	496,1	120,4	226,5	61,0	1 402,7
1999	528,1	519,5	125,7	219,1	64,7	1 457,1
2000	531,2	540,6	128,8	203,2	76,9	1 480,7
2001	581,1	604,4	143,6	192,5	81,9	1 603,5
2002	678,7	641,8	148,2	202,9	91,4	1 763,0
2003	704,1	671,6	163,9	250,3	110,8	1 900,7
2004	742,7	697,2	179,9	297,9	113,2	2 030,9
2005	821,4	737,9	209,2	345,7	111,8	2 226,0