



РОСБАНК

SOCIETE GENERALE GROUP

## Россия как платформа для развития рынка субфедеральных заимствований стран СНГ

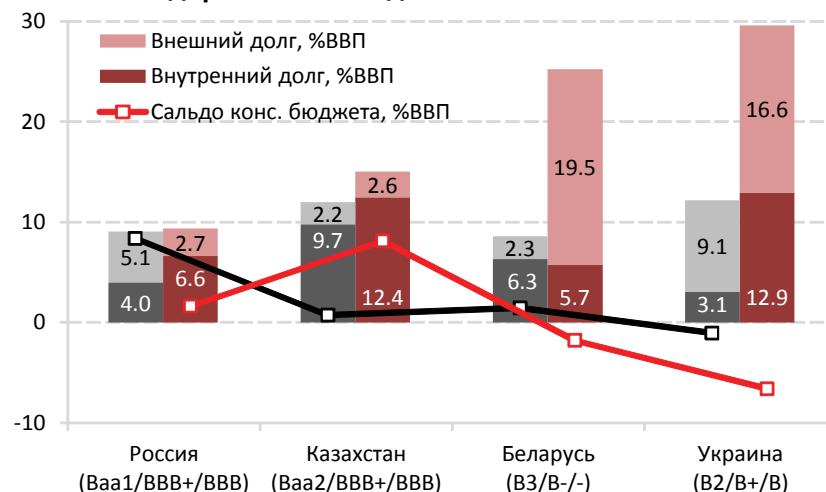
Евгений КОШЕЛЕВ, FRM  
Аналитик долгового рынка  
[ekoshelev@mx.rosbank.ru](mailto:ekoshelev@mx.rosbank.ru)  
+7 (495) 725-5637

# Экономические факторы

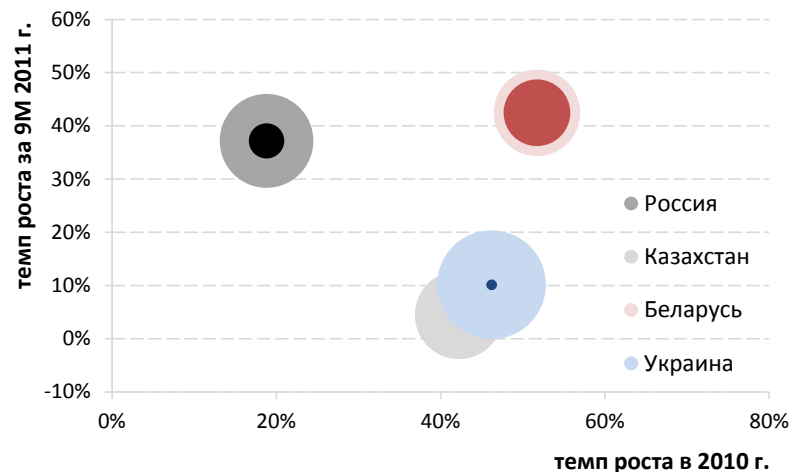
Ограниченность внутренних ресурсов фондирования многократно увеличила валютные риски соседних стран...

- Отголоском экономического кризиса 2008-2009 гг. для стран с развивающейся экономикой стало **серьезное сокращение доходной базы бюджетов всех уровней**.
- На этом фоне **укоренилась роль рынков заемного капитала** в качестве источников финансирования государственных расходных программ.
- Однако, на локальных рынках капитала стран СНГ, особенно отчетливо это видно на примере Беларуси и Украины, **возникла проблема ограниченности внутренних ресурсов**.
- Почти трехкратный рост объемов внешних заимствований в этих странах с 2006 по 2010 гг. обусловил **необходимость диверсификации валютного риска**. Рубль мог бы выступить в качестве балансирующего инструмента.
- Внутренний рынок государственных и муниципальных заимствований отличает **сбалансированность темпов роста**.
- Кроме того, **сегмент квазисуверенного долга России обладает достаточной емкостью**, чтобы абсорбировать эмитентов соседних стран.

Структура долговых обязательств и сальдо консолидированного бюджета в 2006 и 2010 гг.



Размеры рынков государственных и муниципальных заимствований в % к ВВП, 2010 год



Источники: Росстат, Cbonds, Росбанк

# Рейтинги муниципальных образований стран СНГ

	Moody's	S&P	Fitch
<b>Украина</b>	<b>B2 / Стабильный</b>	<b>B+ / Стабильный</b>	<b>B / Стабильный</b>
АР Крым		B- / Позитивный	
Бердянск	B2 / Стабильный		
Днепропетровск		B / Стабильный	
Донецкая область			B / Стабильный
Ивано-Франковск		B- / Позитивный	
Киев	B2 / Стабильный	B- / Стабильный	B- / Стабильный
Харьков	B2 / Стабильный		B / Стабильный
<b>Беларусь</b>	<b>B3 / Негативный</b>	<b>B- / Негативный</b>	
Минск			B- / Негативный
<b>Казахстан</b>	<b>Baa2 / Стабильный</b>	<b>BBB+ / Стабильный</b>	<b>BBB / Позитивный</b>
Астана			BBB- / Стабильный
Мангистаусская область			BB+ / Стабильный

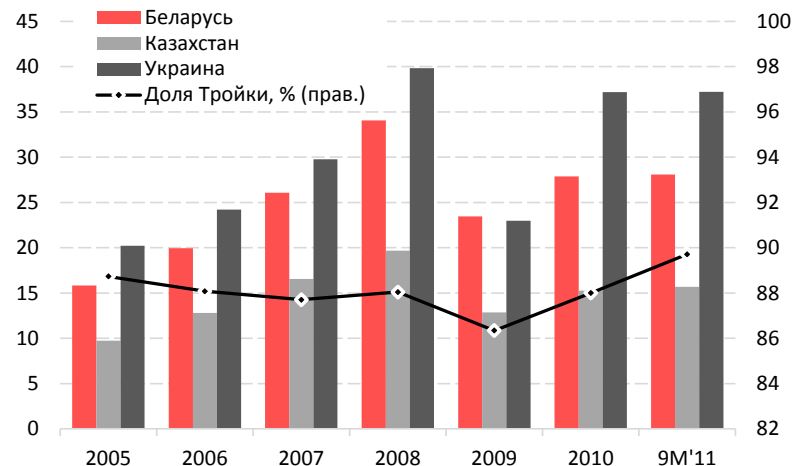
- Кредитное качество потенциальных заемщиков из стран СНГ значительно ограничивает круг инвесторов на западных рынках.
- Однако его сопоставимость с рядом российских субъектов, а также наличие спроса на риск такого уровня со стороны российских игроков позволяют рассуждать о наличии возможностей на локальном рынке заемного капитала.

# Развитие инфраструктуры российского рынка

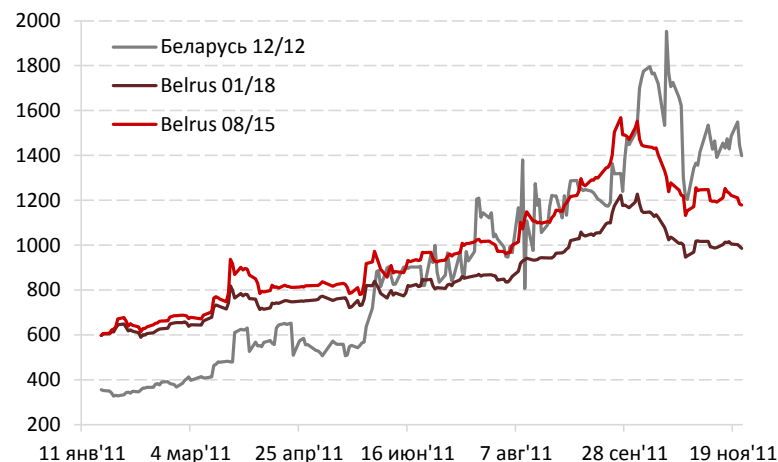
Беларусь уже воспользовалась новыми возможностями по выходу иностранных эмитентов на российский рынок...

- В процессе интеграции ряда стран СНГ в единое финансово-экономическое пространство в 2005-2010 гг. был **реализован пакет мер по снижению барьеров трансграничного обращения товаров и капитала**.
- С июня 2010 Россия, Беларусь и Казахстан, образующие Таможенный союз, перешли к **единому Таможенному кодексу**. Украина, игнорируя очевидные преимущества, пока воздерживается от вступления в ТС.
- Активными темпами начала развиваться финансовая инфраструктура. На ММББ была создана **платформа для торговли валютными парами BYRRUB, KZTRUB, UANRUB**.
- Прорывом вперед стало **принятие в 2009-2010 гг. ФСРФ приказов, регламентирующих размещение и обращение ценных бумаг иностранных эмитентов на внутреннем рынке**.
- Урегулирование сложностей, связанных с применимым правом, судебным иммунитетом эмитента, а также стандартами раскрытия информации де-юре **открыли российский рынок для государственных ценных бумаг союзных государств**.
- В рамках новых правил в конце 2010 года **Беларусь успешно разместила облигационный заем в объеме 7 млрд руб.**

Статистика внешней торговли РФ со странами ближнего зарубежья 2005-2011 гг.



Спреды облигаций Беларуси (B3/B-/-) к валютным свопам, бп



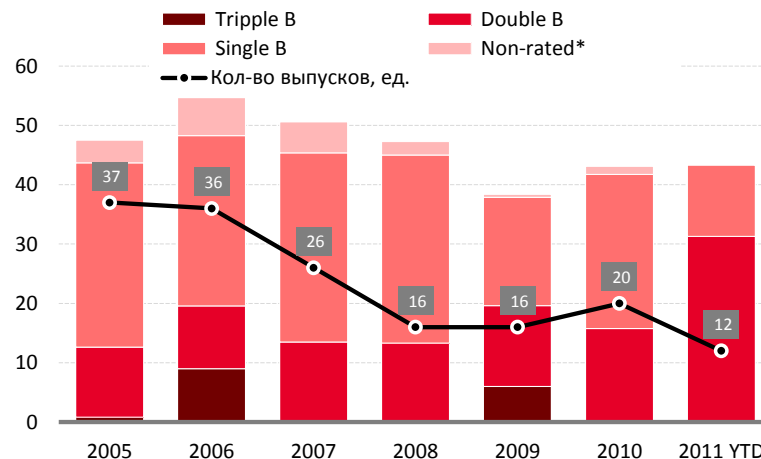
Источники: Росстат, Bloomberg, Росбанк

# Ситуация на российском рынке

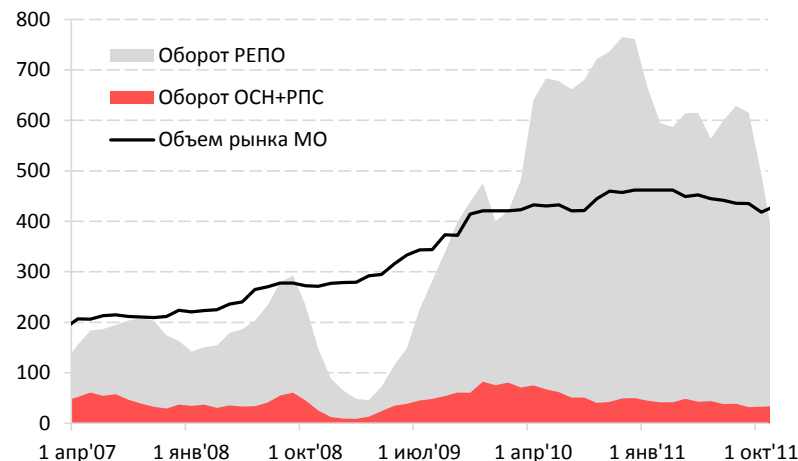
Наличие преимуществ альтернативных источников фондирования не позволили облигациям занять доминирующее положение...

- Основным стимулом развития локального рынка субфедеральных облигаций стал **переход субъектов к дефицитному исполнению бюджетов** в кризисный период.
- Однако облигациям так и не удалось в полной мере вытеснить другие источники фондирования: в 2010 году их доля в общем объеме долга регионов снизилась до 35% с 42% в 2007.
- С одной стороны, сдерживающими оказались **преимущества банковского капитала** для высококачественных эмитентов и **бюджетного кредитования** для менее сильных регионов.
- С другой – доступ к публичному рынку ограничила **неоднородная рыночная конъюнктура** последних лет.
- В результате, за 11 месяцев 2011 года мы наблюдали **только 12 размещений**, большая доля которых пришлась на эмитентов с умеренно высоким кредитным качеством.
- Лицевой стороной медали стал **многократный рост ликвидности сегмента**. При относительно стабильных оборотах на вторичном рынке, оборот увеличился почти в 3 раза.
- **Переход ЦБР к таргетированию инфляции** в перспективе ближайших лет еще больше повысит значимость залогового статуса квазисуверенных инструментов.

«Качественная» структура первичного рынка, млрд руб.



Субфедеральные и муниципальные облигации, млрд руб.



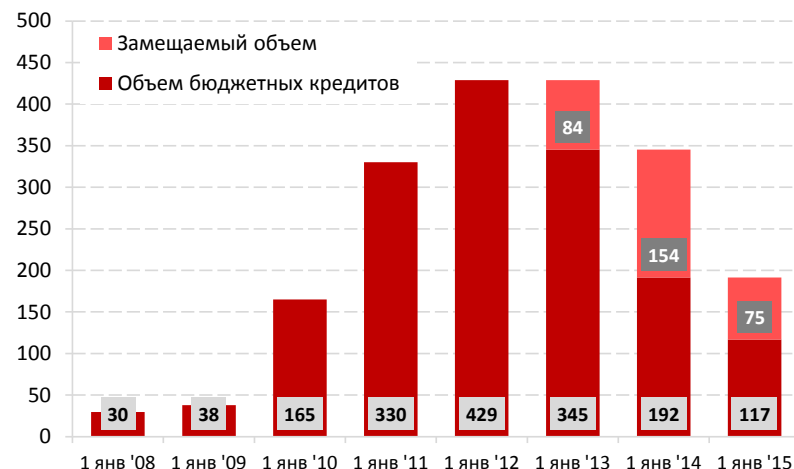
Источники: ММББ, Cbonds, Росбанк

# Перспектива развития

Решение Минфина РФ призвано повысить интерес заемщиков к рынку облигаций...

- В период с 2009 по 2011 гг. **ежегодный объем бюджетного кредитования регионов составлял 170-190 млрд руб.**, из которых 120-140 предназначалось для финансирования бюджетных дефицитов и кассовых разрывов.
- В результате, к текущему моменту **объем задолженности регионов по бюджетным кредитам вырос до 430 млрд руб.** с 40 млрд руб. в начале 2009 года.
- С целью стимулирования возврата регионов к модели публичного финансирования Министерство Финансов РФ приняло решение о **сокращении с 2012 года кризисной программы бюджетного кредитования.**
- Уже в 2012 году лимит на покрытие региональных дефицитов и кассовых разрывов установлен в размере 105 млрд руб. С учетом срочности выданных кредитов, **в 2012 году потребуется 80-90 млрд руб. сверх выделенных средств.**
- Пик потребности рефинансирования, по нашим прогнозам, придется на **2013 год и составит 140-160 млрд руб.** Из них как минимум половина будет привлечена с публичного рынка.
- Для рынка это означает возврат не так давно забытых и появление новых имен. Интерес могут вызвать такие регионы как Кемеровская, Оренбургская и Архангельская области.

Динамика объема задолженности по бюджетным кредитам, млрд руб.



Крупнейшие должники перед федеральным бюджетом, млн руб., прогноз на 1 января 2012 года.

Московская область	53 966
Республика Татарстан	59 863
г. Москва	40 520
Краснодарский край	21 120
Республика Мордовия	11 947
Кемеровская область	11 705
Оренбургская область	8 808
Архангельская область	8 797
Воронежская область	8 139
Республика Башкортостан	7 151

Источники: МинФин, Росказна, Росбанк