

Обзор рынка субфедеральных и муниципальных заимствований

Конференция «Рынок субфедеральных и муниципальных заимствований. Лицом к эмитенту»

Михаил Автухов

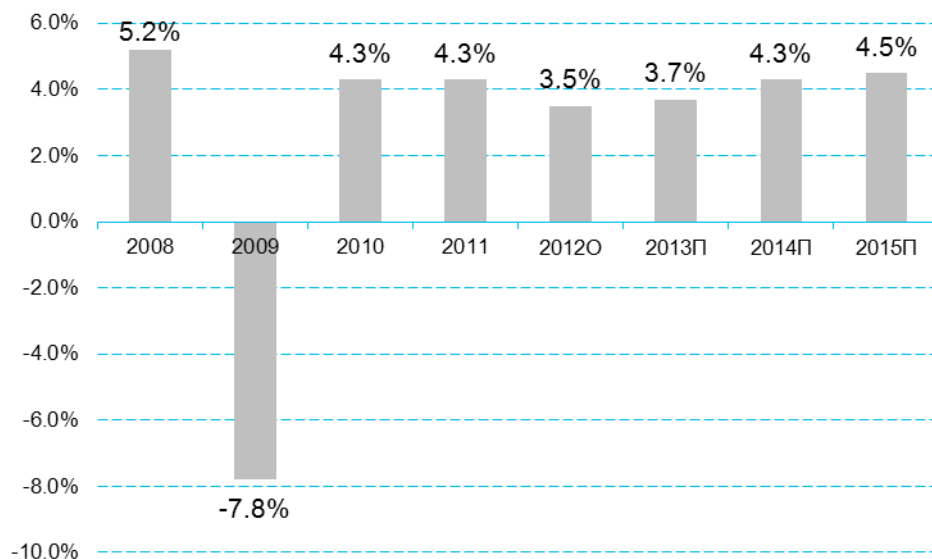
Открытие Капитал, управляющий директор

avtukhov@open.ru

Ноябрь 2012

Экономика России продолжает рост...

Динамика ВВП России, %YoY



Минфин РФ

Экономика России, как и экономики большинства регионов продолжают рост.

В перспективе это будет поддерживать региональные финансы.

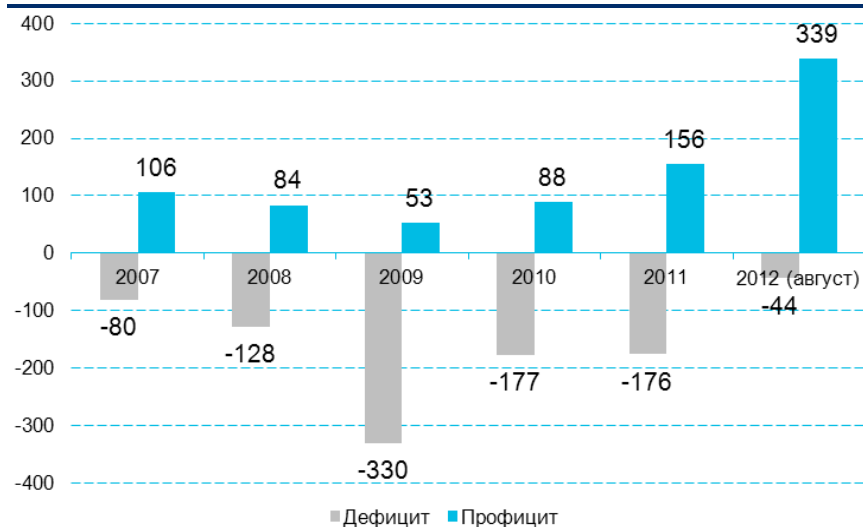
Тем не менее, сохраняется масштабный разрыв в кредитном качестве более развитых (в большинстве своем с рейтингами ВВ- и выше) и слабых регионов.

В среднесрочной перспективе мы видим риски для более слабых регионов – сокращение федеральной помощи на фоне делегирования расходных полномочий (в основном социальных) без увеличения доходов, достижение предельных уровней долговой нагрузки на фоне сохраняющихся дефицитов.

При этом сохраняется потребность в капитальных вложениях, тогда как потребность в рефинансировании увеличивается.

... а финансы регионов - восстановление

Дефициты бюджетов (млрд. руб.)

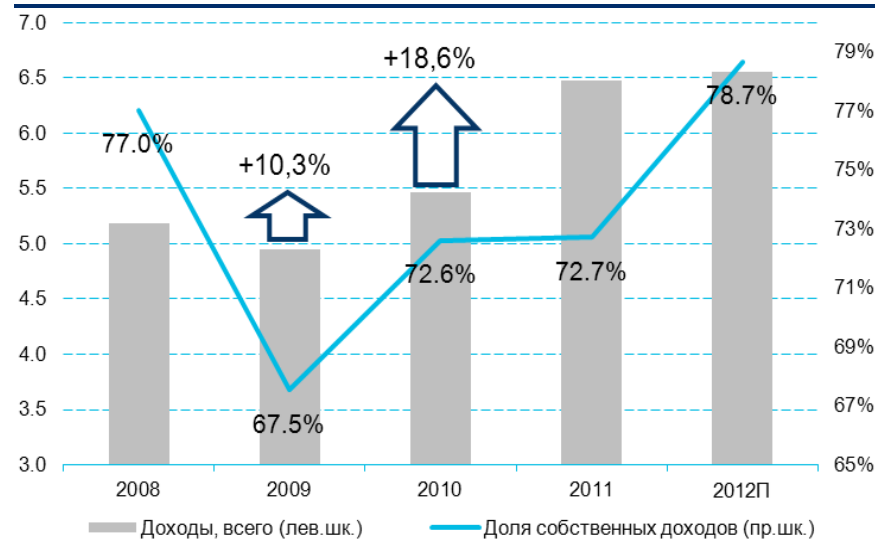


Федеральное казначейство, Министерство финансов

Ситуация со сбалансированностью бюджетов продолжает улучшаться.

Тем не менее, происходит это за счет ограниченного числа более развитых регионов. Слабые продолжают фиксировать дефициты.

Динамика доходов (трлн. руб.)



Федеральное казначейство, Министерство финансов

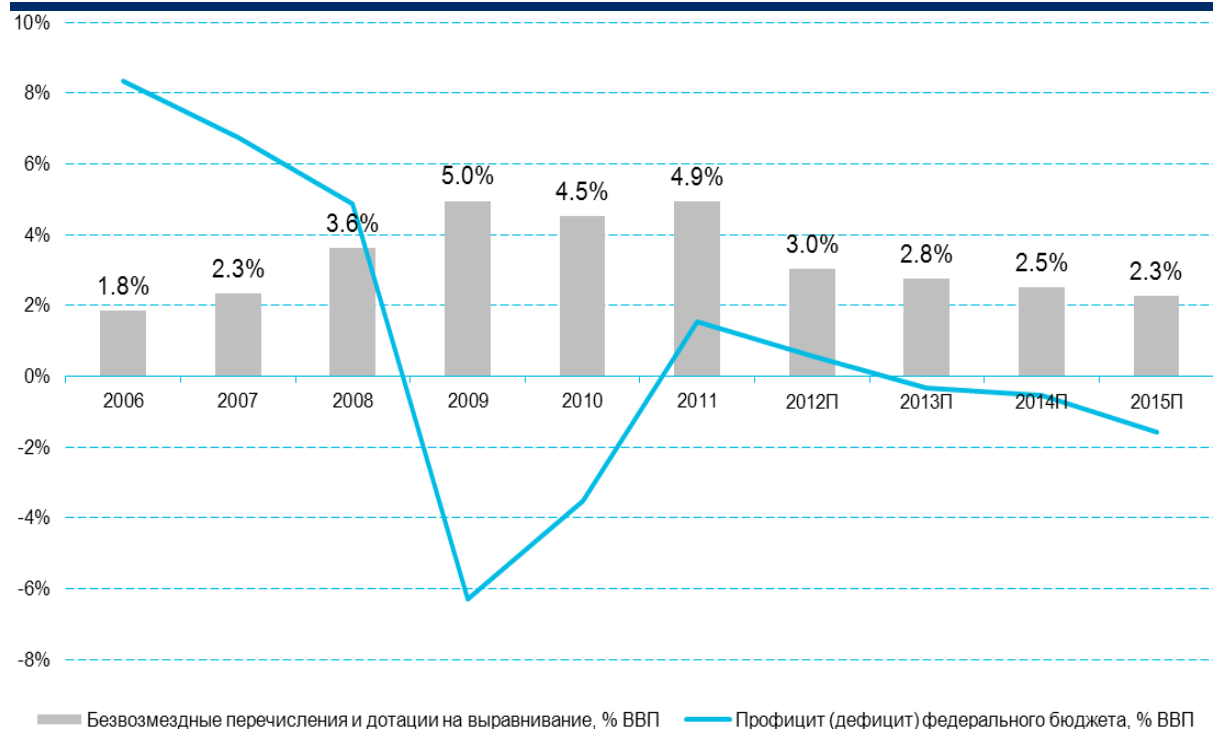
Собственные доходы регионов также увеличиваются, но темпы роста продолжают замедляться.

Превышение докризисных значений в 2012 маловероятно.

Безвозмездные перечисления сокращаются

Но на фоне делегирования новых расходных полномочий

Динамика безвозмездных поступлений



Федеральное казначейство, Министерство финансов

Зависимость регионов от безвозмездных перечислений, объем которых достиг в 2009 5% от ВВП России по-прежнему существенна.

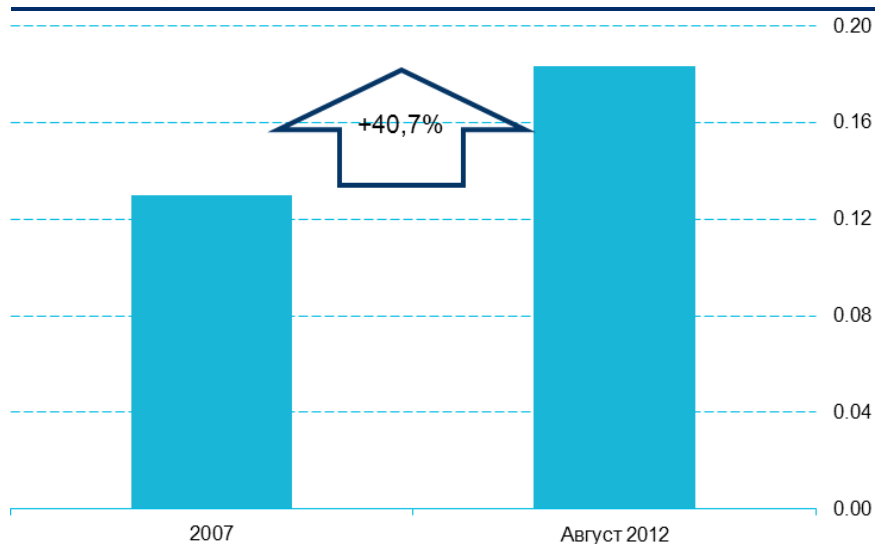
Федеральный центр планирует постепенно сокращать поддержку.

Мы не ожидаем резкого прекращения финансирования, но дополнительное давление на бюджеты это все же окажет.

Прежде всего это коснется слабых регионов, лишь немногие из которых представлены на публичном долговом рынке.

Долговая нагрузка

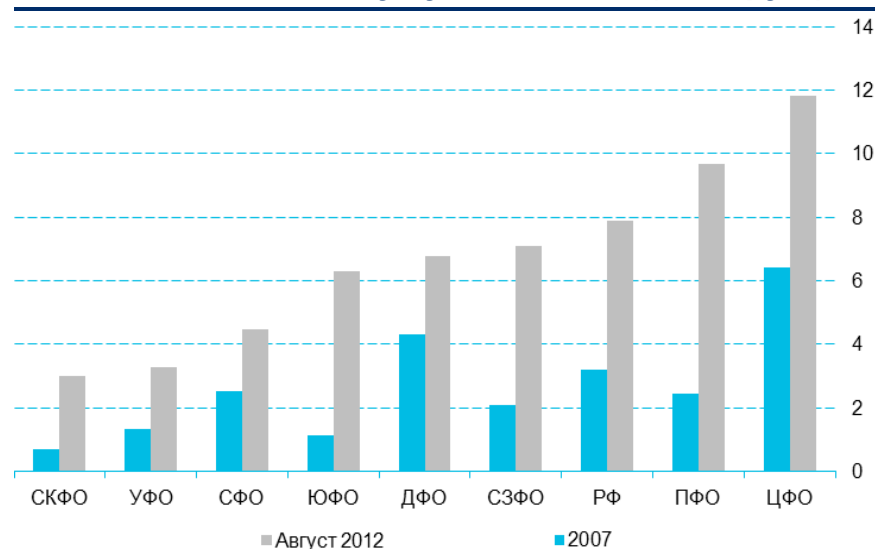
Госдолг регионов/собственные доходы



Федеральное казначейство, Министерство финансов

Средний уровень долга регионов вырос не столь существенно. Но только в терминах отношения госдолга к собственным доходам.

Объем госдолга на душу населения (тыс. руб.)



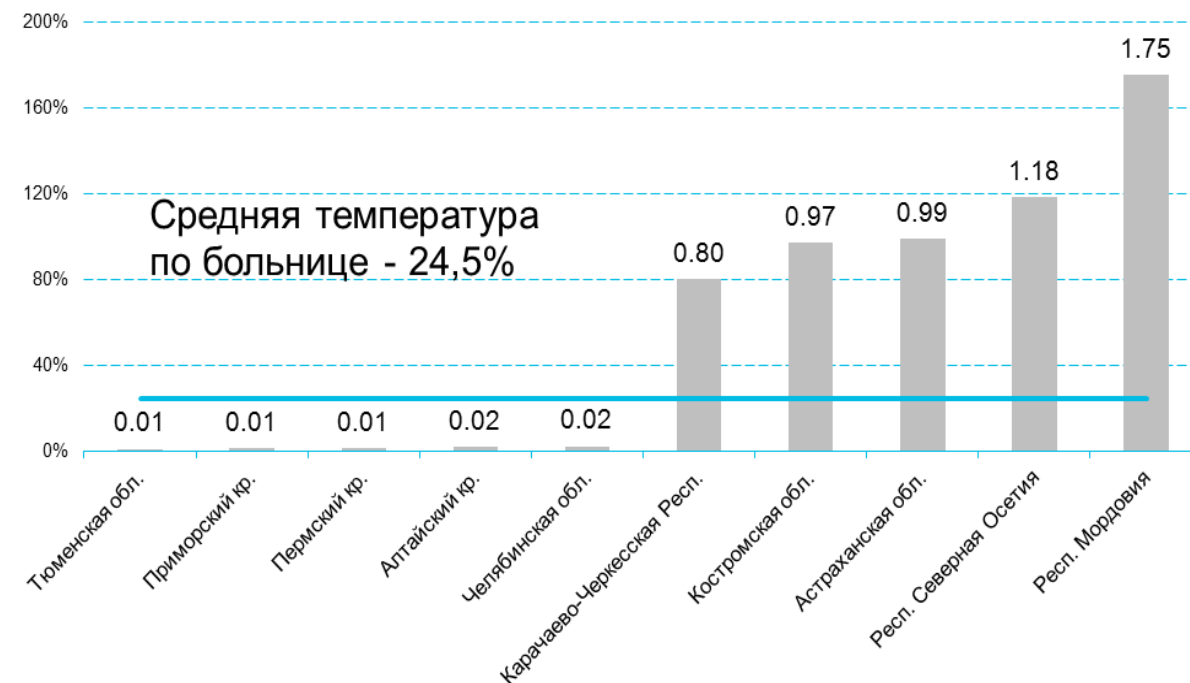
Федеральное казначейство, Министерство финансов

Нагрузка на население при этом значительно возросла за период кризиса, при этом потенциал дальнейшего роста поступлений НДФЛ весьма незначителен.

Долговая нагрузка

За невысоким средним значениями скрывается пропасть

Уровень долга – две стороны медали



Федеральное казначейство, Министерство финансов

Долговая нагрузка российских регионов существенно возросла в период кризиса и продолжает увеличиваться.

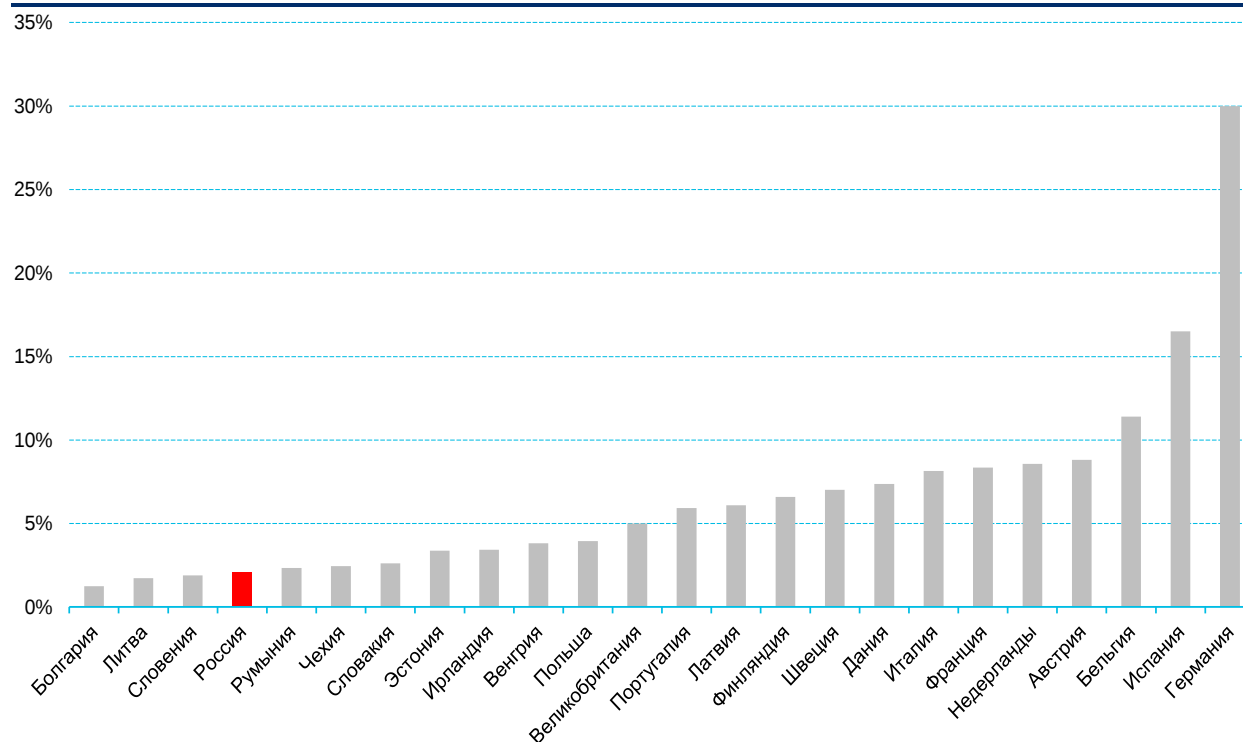
В международном сравнении долговая нагрузка невысока.

Наиболее слабые регионы нарастили долг до предельных уровней.

Сильные регионы поддерживают долг на приемлемом уровне и в значительно большей мере готовы к потенциальному спаду.

Долговая нагрузка в международном сравнении

Долг региональных и муниципальных заемщиков,
% от ВВП (2011-2012гг.)



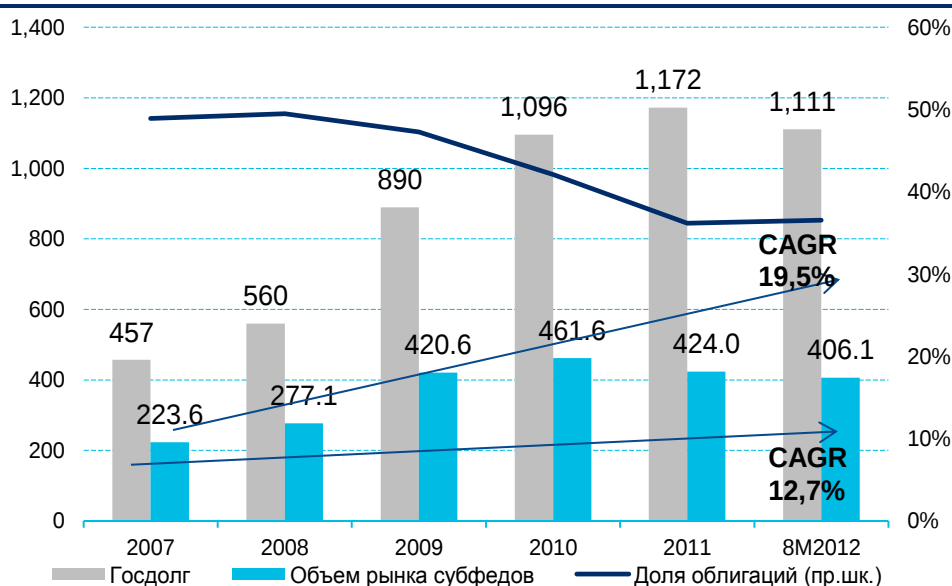
Eurostat

Долговая нагрузка России и российских регионов значительно ниже, чем у европейских стран и, зачастую, чем у стран emerging markets.

Госдолг vs. рынок облигаций

Доля облигаций в структуре долга снижается

Госдолг vs. объем рынка субфедов



Федеральное казначейство, Министерство финансов

С 2007 года госдолг увеличился почти в 2,43 раза и, на наш взгляд, ускорит темпы роста в 2013-14гг.

Рост обеспечило более дешевое финансирование – бюджетные кредиты и краткосрочные банковские кредиты. Доля облигаций сократилась до 36,6% от общего госдолга.

Рынок публичного субфедерального долга в последние два года постепенно сокращается – с рынка ушли Москва и Московская область.

Крупные размещения достаточно редки (Красноярский, Самарская), но не исключаем, что Москва может вскоре вернуться на рынок.

Давление на финансы регионов увеличивается

Дополнительные социальные расходы - предвыборные обещания Президента необходимо исполнять. Вероятнее всего это произойдет во многом за счет региональных бюджетов.

Сохраняется высокая потребность в финансировании инфраструктуры, расходы на которую существенно сократились в кризис, но в 2010-12 годах в большинстве случаев не росла темпами, соответствующими темпу роста доходов.

При этом федеральный центр постепенно сокращает объемы поддержки. Объем предоставляемых бюджетных кредитов будет уменьшаться.

С учетом растущих потребностей в рефинансировании и стагнации налоговых поступлений в большинстве регионов, риски для наиболее слабых регионов с высокой долговой нагрузкой и налоговой базой, достигшей предельного уровня, риски будут увеличиваться в 2013-14 годах.

Сильные регионы имеют пространство для маневра, но также ощутят давление на бюджет.

Кредитные риски регионов

Насколько они высоки?

«Могу сразу сказать, что таких случаев (дефолтов) быть не может, это исключено».

Министр финансов РФ Антон Силуанов о возможных дефолтах субфедеральных заемщиков

VS.

«Федеральное правительство может столкнуться дефолтом субфедеральных заемщиков в 2013 году».

Рейтинговое агентство S&P

Риски высоки, но... (часть 1)

Риски высоки, но для реализации негативного сценария необходимо серьезное ухудшение ситуации во всей мировой экономике, значительное падение цен на сырье и т.п. Такой сценарий не исключен, но мы считаем, что в перспективе ближайших 2-3 лет на фоне последних мер ФРС (фактически обещание монетизации долга в неограниченном объеме в случае необходимости) и ЕЦБ вероятность глобального кризиса относительно невелика.

В России в период кризиса создан и отработан эффективный инструментарий поддержки регионов. Поддержку регионов со стороны федерального центра мы считаем безусловной, в том числе учитывая планы дальнейших внешних заимствований на суверенном уровне.

Сейчас объем поддержки постепенно сокращается, но мы уверены, что в случае возникновения проблем в экономике государство придет на помощь регионам.

Средний уровень долга регионов невысок. Кредитное качество регионов с рейтингами выше уровня ВВ не вызывает серьезных опасений.

Риски высоки, но... (часть 2)

Основные опасения вызывают регионы, не представленные на публичном долговом рынке или обладающие рейтингами уровня В/В+. Из 35 представленных на рынке субфедеральных заемщиков только 4 обладают таким уровнем рейтинга, еще три эмитента не имеют в настоящее время обращающихся бондов.

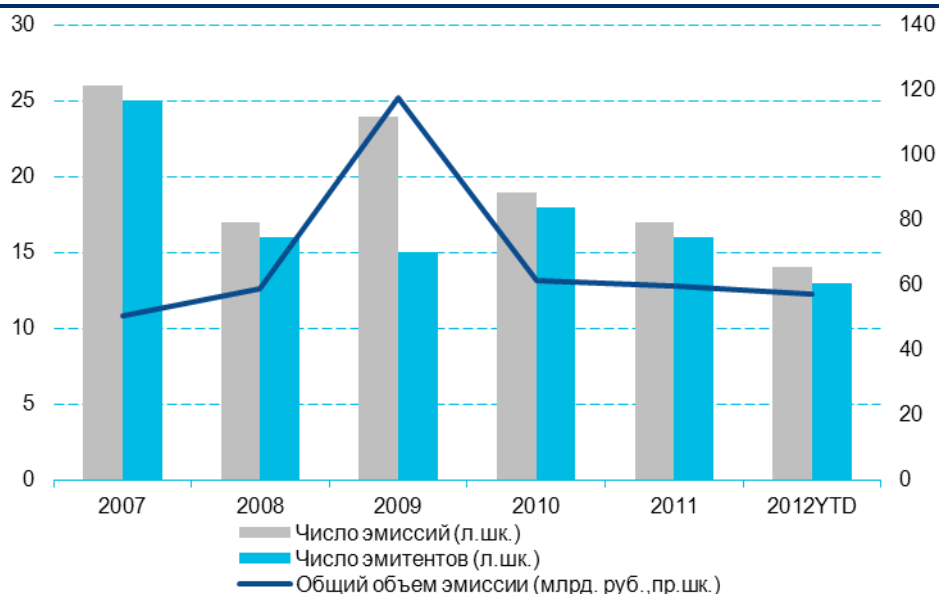
Слабая экономика, предел расширения собственной налоговой базы во много исчерпан, уровень долга близок к предельному, при этом сохраняется дефицитность бюджета. К этому можно добавить растущие риски рефинансирования и давление на расходную часть бюджета вследствие инициатив федерального центра.

В случае серьезного спада в экономике риски этих регионов действительно высоки. Но федеральный центр имеет необходимые ресурсы для оказания поддержки, и, по нашему мнению, не допустит субфедеральных дефолтов.

Активность первичного рынка

Тем временем на долговом рынке...

Активность эмитентов



Cbonds

Совокупный объем эмиссий последние годы стабильно сокращался – с рынка ушла Москва, а новые крупные выпуски (Самарская область, Красноярский край etc.) не могли компенсировать выход крупнейшего эмитента.

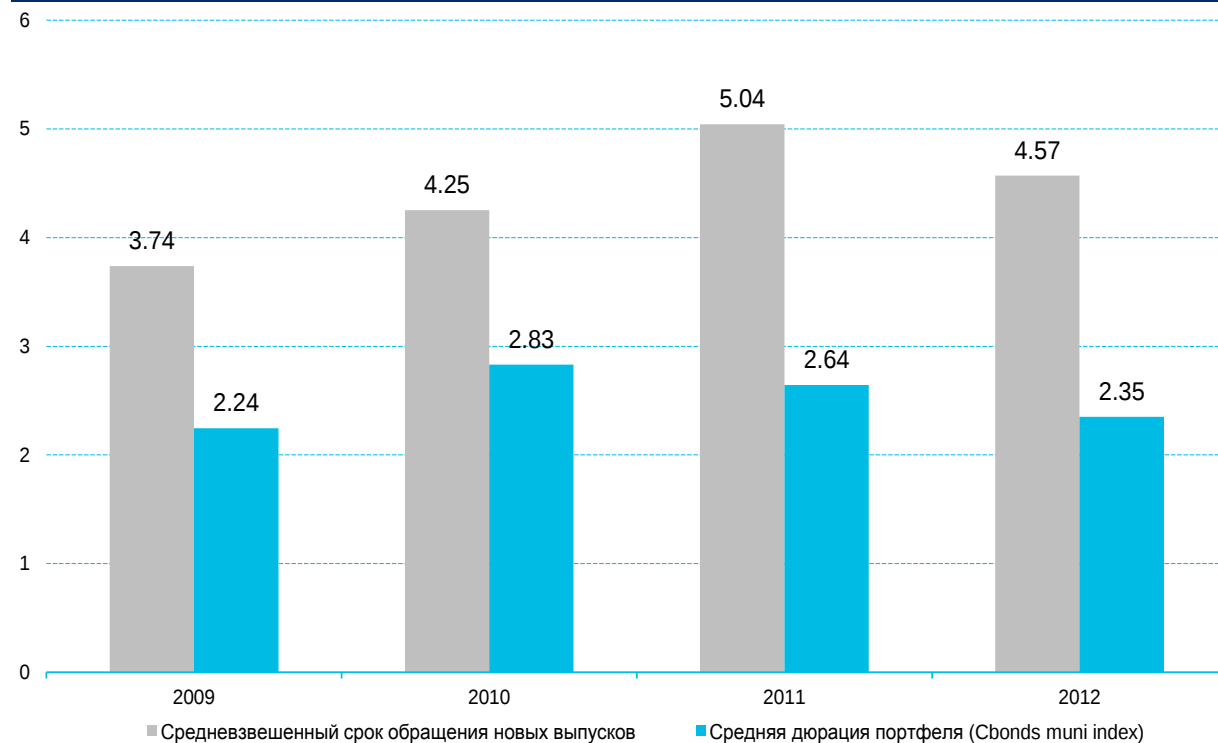
Уход с рынка Москвы был благоприятен для других крупных заемщиков, сократив стоимость заимствований.

Круг регионов, выходящих на публичный рынок постепенно увеличивается. Но новых имен достаточно мало.

Сроки обращения новых выпусков

Все зависит от рыночной конъюнктуры

Структура рынка по дюрации и срокам обращения новых выпусков (лет)



Cbonds, Открытие капитал

В 2012 году дюрация индикативного портфеля субфедеральных облигаций продолжала снижаться.

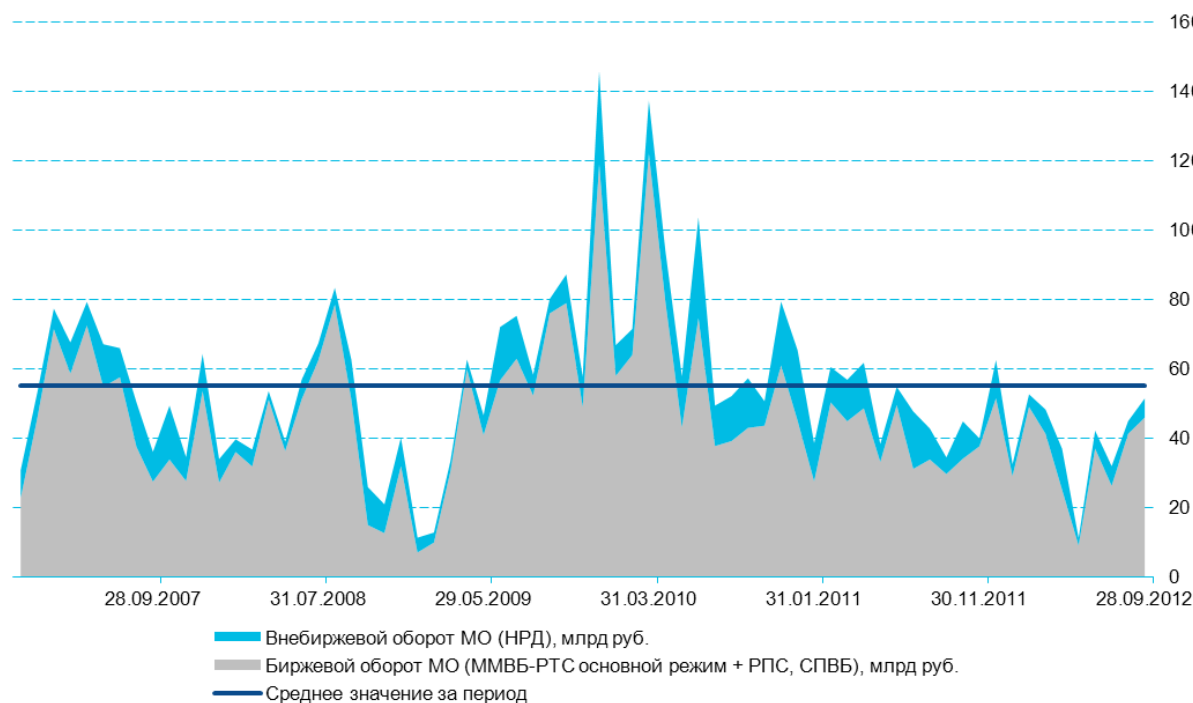
Средневзвешенный срок обращения новых выпусков существенно снизился – это было обусловлено нестабильно рыночной конъюнктурой.

В условиях неопределенности инвесторы предпочитали выпуски с более короткой дюрацией.

Активность торгов

У субфедералов своя специфика

Динамика объема торгов в сегменте субфедерального долга



Активность невысока, объемы торгов во всех секциях ниже исторического среднего значения.

Основная активность сосредоточена в более крупных выпусках, гарантирующих ликвидность.

Небольшие выпуски объемом 1-2,5 млрд. руб. теряют ликвидность, оседая в портфелях институциональных инвесторов.

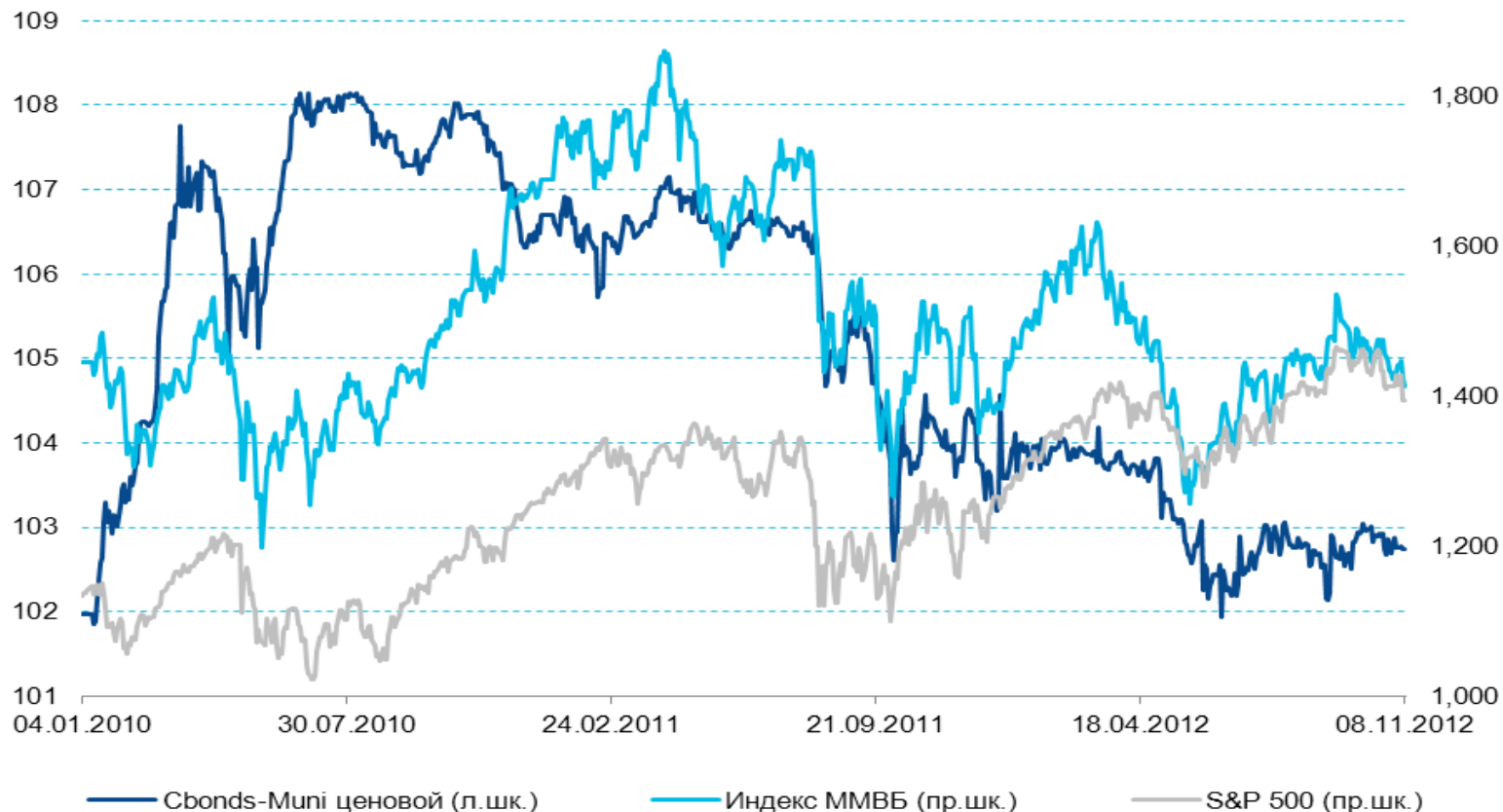
Рынок испытывает дефицит крупных, ликвидных выпусков.

Cbonds, ММВБ



Конъюнктура рынка определяется прежде всего внешними факторами

иCbonds-Muni ценовой vs. индексы ММВБ и S&P500



Cbonds, Bloomberg



Либерализация рынка

Фокус на ОФЗ, но субфедеры не менее интересная идея

В начале 2013 года Euroclear начнет операции с локальными бумагами.

По различным оценкам приток капитала на локальный рынок может составить US\$30-40 млрд.

В основном изменения коснутся рынка ОФЗ, большинство иностранных инвесторов сфокусированы именно на нем, и основной приток капитала будет прежде всего в государственные бумаги.

Внимание рынка пока не столь сосредоточено на субфедеральном секторе, прежде всего в силу более низкой ликвидности и относительно слабого понимания широким кругом иностранных инвесторов специфики рынка.

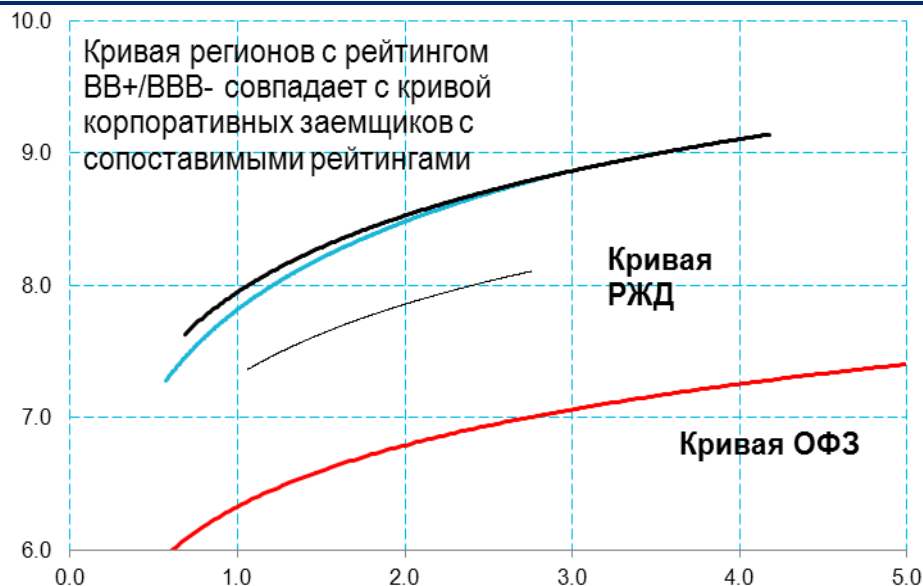
Тем не менее мы полагаем, что либерализация рынка будет позитивна для сектора, хотя эффект в первое время будет не столь явным, как в случае ОФЗ.

Мы полагаем, что иностранным инвесторам могут быть интересны наиболее качественные эмитенты (с рейтингом ВВ и выше), поскольку помимо безусловной поддержки федерального центра эти регионы предлагают приемлемый кредитный риск.

В сегменте ОФЗ либерализация уже частично отыграна, но по нашему мнению не оказала серьезного влияния на субфедеры.

Оценка рынком кредитного риска регионов

Карта рынка: субфедеры vs. корпоративные заемщики



MMBB, Bloomberg

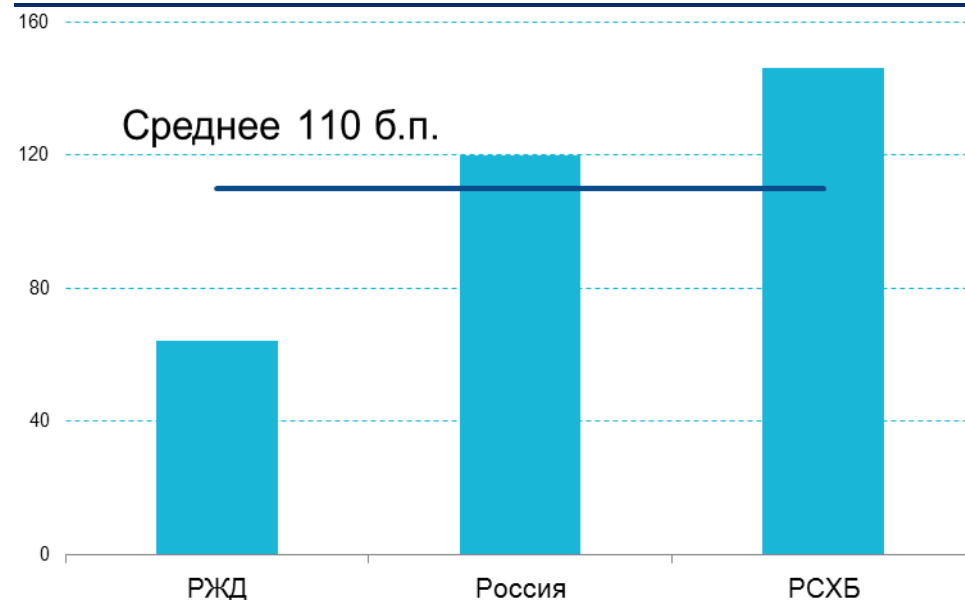
Рынок оценивает риск субфедеральных эмитентов на уровне частных корпоративных заемщиков, обладающих сопоставимым уровнем рейтингов.

С учетом наличия прямой господдержки мы ожидаем снижения доходностей вслед за кривой ОФЗ.

Жизнь после Euroclear

Потенциал рынка

Спрэды рублевых облигаций: локальный рынок vs. Евробонды



Bloomberg

Доходность рублевых облигаций на локальном рынке и рынке еврооблигаций отличается весьма существенно.

Дисконт России 18 к кривой ОФЗ превышает 100б.п.

Прямое сравнение для субфедов件 невозможно – в обращении только номинированный в EUR выпуск еврооблигаций Москвы.

Предложение пока не соответствует потенциальному спросу

В 2012 году было всего три выпуска, которые могли бы быть интересны иностранным инвесторам:

- Самарская область (Ba1/BV+) – 15 млрд. руб.;
- Красноярский край (BV+) – 16,9 млрд. руб.;
- Нижегородская область – (BV-) – 8 млрд. руб. (отчасти может советовать требованиям в плане ликвидности, кредитное качество ниже двух других регионов).

На рынок может вернуться Москва. Санкт-Петербург также планирует рыночные заимствования. В результате число интересных выпусков должно будет увеличиться.

Увеличение спроса на BV/BV+/BBB- эмитентов благоприятно скажется и на более слабых эмитентах.

Заключение

Мы считаем, что несмотря на возросшие риски рефинансирования для некоторых регионов, с учетом поддержки федерального центра дефолтов не будет.

Кредитное качество сильных регионов с рейтингами уровня ВВ+ и выше не вызывает серьезных опасений. Риски сконцентрированы в сегменте регионов с рейтингами уровня В/В+, а также регионах, не представленных на публичном долговом рынке.

Рынок облигаций открывает для регионов широкие возможности. Только он позволяет регионам длинные деньги для финансирования капитальных расходов и расширяет возможности по управлению структурой долга.

Мы рекомендуем размещение более крупных займов чуть реже, нежели чем ежегодный выпуск небольших выпусков. Это позволит увеличить его ликвидность и, как следствие, привлечь инвесторов и снизить стоимость заимствований.

Допуск Euroclear может способствовать снижению доходностей для наиболее качественных регионов.

Реализованные проекты

2012  Нижегородская область 8 000 000 000 руб облигации серии 34008  Открытие Банк Организатор	2012  Волгоградская область 5 000 000 000 руб облигации серии 35002  Открытие Банк Организатор	2012  Свердловская область 3 000 000 000 руб планируется  Открытие Банк Организатор	2012  Оренбургская область 4 000 000 000 руб планируется  Открытие Банк Организатор	2012  Рязанская область 2 500 000 000 руб планируется  Открытие Банк Организатор	2012  Ульяновская область 1 000 000 000 руб планируется  Открытие Банк Организатор
2012  Удмуртская республика 2 500 000 000 руб планируется  Открытие Банк Организатор	2011  Нижегородская область 8 000 000 000 руб облигации серии 34007  Открытие Банк Организатор	2011  Удмуртская республика 2 000 000 000 руб облигации серии 34005  Открытие Банк Организатор	2011  Костромская область 4 000 000 000 руб облигации серии 34006  Открытие Банк Ведущий со-организатор	2011  Калужская область 2 500 000 000 руб облигации серии 34005  Открытие Банк Организатор	2010  Рязанская область 2 100 000 000 руб облигации серии 34001  Открытие Банк Организатор
2010  Нижегородская область 5 000 000 000 руб облигации серии 34006  Открытие Банк Организатор	2010  Администрация города Томска 800 000 000 руб облигации серии 34003  Открытие Банк Организатор	2010  Департамент финансов Тверской области 3 000 000 000 руб облигации серии 34007  Открытие Банк Организатор	2010  Уфа 750 000 000 руб облигации серии 25006  Открытие Банк Организатор	2010  Удмуртская республика 2 000 000 000 руб облигации серии 34004  Открытие Банк Организатор	2010  Ярославская область 3 000 000 000 руб облигации серии 34009  Открытие Банк Организатор

Спасибо за внимание.

Общее ограничение ответственности

This presentation is a marketing communication as defined by MiFID Directive 2004/39/EC (the "Presentation"). The Presentation has been prepared by research analysts using information from previously published investment research available at <http://research.otkritie.com/>, and contains a summary of the subject matter. The Presentation is provided solely for general information purposes to assist recipients to make their own evaluation of issues, transactions and companies referred to herein. The Presentation has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research and is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

The Presentation is communicated by Otkritie Securities Limited ("OSL"). OSL is authorised and regulated by the Financial Services Authority ("FSA"), and is a member of the London Stock Exchange. OSL is a subsidiary of OTKRITIE Financial Corporation JSC, which together with other subsidiaries specialising in a full range of investment banking and prime services products, use the brand name Otkritie Capital.

The information herein is provided as at the date of the Presentation and is subject to change without notice. Nothing in the Presentation constitutes a representation that any investment strategy or recommendation contained herein is suitable or appropriate to a recipient's individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation. The Presentation does not constitute an advertisement and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any securities or related financial instruments in any jurisdiction. The Presentation does not form a fiduciary relationship or constitute advice. No part of the Presentation, nor the fact of its distribution, should form the basis of, or be relied on in connection with, any contract or commitment or investment decision whatsoever.

No representation or warranty, express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the Presentation, except with respect to information concerning OTKRITIE Financial Corporation JSC, its subsidiaries and affiliates. The research analysts responsible for the preparation of the Presentation may interact with trading desk personnel, sales personnel and other constituencies for the purpose of gathering, synthesising and interpreting market information. Otkritie Capital relies on information barriers to control the flow of information contained in one or more areas within Otkritie Capital, into other areas, units, groups or affiliates of OTKRITIE Financial Corporation JSC.

Investments involve risks and investors should exercise prudence in making their investment decisions. The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Past performance is not necessarily indicative of future results. The value of any investment or income may go down as well as up and you may not get back the full amount invested. Investing in emerging markets such as Russia, other CIS countries and emerging markets securities involves a high degree of risk and investors should perform their own due diligence before investing. Transactions and investments in emerging markets instruments should be made only by investors with sufficient ability to appreciate the special risks, and the resources bear any losses that may be incurred in such markets.

Neither Otkritie Capital nor any of its affiliates, nor their directors, employees or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or any part of the Presentation. Values herein are not customer valuations and should not be used in lieu of a customer valuation statement or account statement.

The Presentation is not intended for distribution to the public. Otkritie Capital specifically prohibits the redistribution of the Presentation in whole or in part without the written permission of Otkritie Capital and accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. Images may depict objects or elements that are protected by third party copyright, trademarks and other intellectual property rights.

© Otkritie Securities Limited 2012. All rights reserved.