**Принципы формирования доходности по субфедеральным займам**

Илья Кубарь, аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств Вэб-инвест Банка

Пытаясь определить тенденции развития современного долгового рынка и объяснить наиболее значимые изменения рыночной конъюнктуры, нельзя обойти вниманием довольно интересную ситуацию, сложившуюся на сегодняшний день в субфедеральном сегменте. Существенно возросший интерес игроков долгового рынка к субфедеральным займам, нашедший свое выражение в значительном росте оборотов и общем снижении доходности по большинству торгуемых бумаг, особенно «второго эшелона», требует, на наш взгляд, серьезного рассмотрения, так как является результатом не только спекулятивной игры, но и глобальных изменений в восприятии этих бумаг широким кругом инвесторов. Увеличению привлекательности региональных выпусков спосбоствовали не только благоприятная рыночная конъюнктура, но и значительные сдвиги в понимании кредитных рисков, ассоциирующихся на сегодняшний день с субфедеральными эмитентами.

**Изменения в подходе оценки кредитного качества российских регионов**

На наш взгляд, сегодня уже можно говорить о том, что практика рассмотрения кредитоспособности субфедеральных заемщиков претерпела изменения по сравнению с опытом предыдущих лет и на текущий момент осуществляется в несколько иной плоскости и с учетом ряда новых немаловажных обстоятельств.

Прежде всего необходимо учитывать значительный срок, прошедший с момента дефолтов, и отсутствие серьезных потрясений на долговом рынке за последние 5 лет (как минимум). Опыт показал, что общий риск неисполнения субфедеральным эмитентом своих обязательств значительно уменьшился, а кредитное качество большинства регионов только возросло.

Кроме того, наличие на сегодняшний день в федеральном бюджете больших дополнительных поступлений, обусловленных благоприятной конъюнктурой мировых сырьевых рынков, и большое внимание федеральных властей к обслуживанию, а иногда и досрочному исполнению всех государственных обязательств, в том числе и готовность расходовать эти средства на покрытие выпадающих за счет проводимых реформ доходов региональных бюджетов, позволяют практически исключить из рассмотрения риск дефолта субфедерального эмитента, который всегда занимал особое место среди всех кредитных рисков.

Свой вклад в укрепление «имиджа» субфедеральных облигаций вносит и ход реформ, проводимых в рамках курса по усилению вертикали власти. Принятые механизмы назначения глав регионов, несомненно, будут способствовать упрощению контроля и формированию активных обратных связей между администрациями регионов и федеральным центром, обеспечивая более эффективную работу всего управленческого механизма и уменьшая риски неисполнения субъектами своих бюджетных планов.

В сложившейся ситуации, когда именно бумаги субфедеральных эмитентов представляются наиболее перспективными в 2005 г. с точки зрения вложения средств и использования возможности дальнейшего сужения спрэдов, понимание того, что в общем-то только предлагаемая доходность инструмента лежит в основе принятия каждого инвестиционного решения, побудило нас к подробному рассмотрению факторов, определяющих эту доходность. Вышеизложенные рассуждения не только стали основой данной статьи, но и инициировали модификацию методик оценки кредитного качества, разработку обновленной системы рейтингов.

Пытаясь определить справедливый уровень доходности по предлагаемому займу, каждый из участников рынка рассматривает ряд факторов или показателей, формирующих с его точки зрения «внутреннюю» стоимость выпуска. Хочется подчеркнуть субъективизм расстановки приоритетов, объединения факторов, определяющих доходность в группах, а также выделить 3 наиболее значимые категории, влияние которых играет решающую роль при формировании доходности по каждому субфедеральному выпуску: кредитное качество региона, ликвидность и дюрация займа.

Естественно, положение каждого выпуска на кривой доходности определяется с учетом рыночной конъюнктуры, но мы оставляем рассмотрение рыночного влияния за рамками нашего исследования.

**Ликвидность**

Говоря о ликвидности того или иного выпуска, следует прежде всего уделить внимание рассмотрению параметров, закладываемых еще на этапе принятия решения о размещении облигационного займа и отчасти предопределяющих уровень процентных ставок, который сложится по данной бумаге после ее выхода на рынок. К таким априорным и ключевым характеристикам каждого выпуска относят его размер и выбор синдиката организаторов. Объем выпуска определяет, насколько широк круг инвесторов, которые смогут исполнить заявки на приобретение облигаций этого займа и сформировать, таким образом, рынок по бумаге.

Размер рынка имеет непосредственное влияние на то, как активно будет торговаться этот выпуск.

Не менее значима квалифицированная аналитическая поддержка размещения, позволяющая на самом раннем этапе привлечь внимание игроков внутреннего рынка и обеспечить наличие открытых лимитов у инвесторов-резидентов.

Мы выделяем возможность организатора поддерживать вторичное обращение займа, а также размер его клиентской базы, которые будут способствовать поддержанию активности вторичного рынка в выпуске на высоком уровне. А усилия администрации субъекта РФ, направленные на привлечение к работе над размещением западных рейтинговых агентств, и получение выпуском международного рейтинга во многом гарантируют поддержку со стороны мировых рынков капитала, чей интерес к качественным выпускам будет подтвержден открытыми лимитами.

**Кредитное качество**

Тем не менее факторы, определяющие ликвидность, в значительной степени являются вторичными по отношению к группе факторов, характеризующих кредитное качество эмитента. Именно кредитное качество субъекта РФ служит, на наш взгляд, основой при формировании уровня доходности на рынке, а наличие у инвестора адекватных методик его оценки гарантирует конкурентные преимущества при формировании торговых идей и сулит дополнительные прибыли клиентам банка при их реализации.

Прежде чем перейти к раскрытию категории кредитного качества региона, хочется подчеркнуть актуальность использования в современных условиях стандартизованного подхода к оценке кредитоспособности субъектов РФ, подразумевающего применение единых методик и коэффициентов ко всем рассматриваемым эмитентам, а также регулярный мониторинг рынка и пересмотр полученных результатов. Соблюдение этих принципов в единой методике присвоения кредитных рейтингов позволяет не только провести комплексный анализ кредитоспособности всех субфедеральных заемщиков и выстроить их по относительному кредитному качеству, но и во многом способствует пониманию справедливого уровня доходности по каждому из выпусков, как уже находящихся в обращении, так и новых займов.

Однако реализация подобных проектов предполагает доступ к полным и регулярно обновляемым первичным данным по всем субъектам, что невозможно без понимания со стороны региональных властей и последовательной политики в области раскрытия информации. Важно подчеркнуть системный характер мер, направленных на улучшение информационной прозрачности регионов. На сегодняшний день можно отметить некоторую стихийность подобных мероприятий, приуроченных, как правило, к подготовке очередного выпуска, и недостаток внимания со стороны администраций субъектов РФ к проблеме раскрытия информации в течение всего оставшегося времени.

При оценке кредитного качества региона по нашей методике в основу присваиваемых рейтингов были положены результаты анализа бюджетных показателей и уровня долговой нагрузки как ключевых характеристик работы субъекта РФ. Также учитывался уровень социально-экономического развития региона и потенциальное влияние на налоговые доходы результатов осуществления реформы межбюджетных отношений.

В результате была получена система рейтингов субъектов РФ, которая позволила классифицировать эмитентов по их относительной кредитоспособности (региону, получившему наивысший рейтинг, было присвоено значение 100). На рисунке представлена оценка относительной кредитоспособности эмитентов «второго эшелона», выпуски которых на сегодняшний день находятся в обращении.

Описанная аналитическая процедура дает справедливую оценку торгуемого актива с учетом кредитного качества эмитента, ликвидности и дюрации займа. Принимая во внимание полученные соотношения между справедливыми и рыночными доходностями, эксперты банка выносят рекомендации к покупке/продаже активов.

**Заключение**

На данный момент мы располагаем предварительными результатами рейтингов. Тем не менее даже предварительные результаты весьма интересны для анализа и позволяют сделать ряд ценных выводов. Прежде всего хотелось бы отметить общую позитивную динамику развития большинства регионов.

Субфедеральные облигации - один из наиболее привлекательных на сегодняшний день инструментов с точки зрения соотношения «цена-кредитное качество», и, следовательно, преодоление разрывов между справедливыми и текущими доходностями может стать хорошей торговой идеей облигационного рынка в краткосрочной перспективе.

**Список литературы**

Журнал «Рынок ценных бумаг» № 16, 2005 год.