

## Municipal Bonds Market

The average weighted yield at maturity on St. Petersburg bonds decreased by more than 10 points during the month. At the end of the month, it amounted to 33% per year. Yields on Orenburg bonds amounted to 40% per year (-13 points), while yields on Moscow bonds were nearly equal to yields on government securities.

Municipal bonds worth 1 billion rubles were sold at primary auctions in February. In addition to well-known issuers, the Republic of Sakha (Yakutia) and the Omsk region began to sell their bonds during that period.

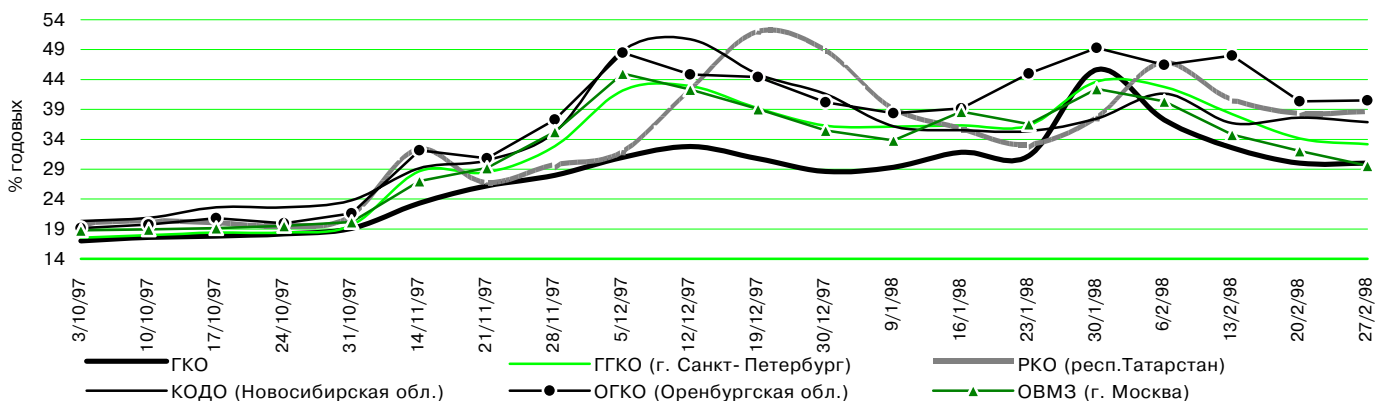
## Обзор рынка муниципальных облигаций

В феврале 1998 г. произошло значительное снижение стоимости заимствований как на федеральном, так и на региональном уровне. Улучшение конъюнктуры на мировых финансовых рынках, высокая доходность российских долговых обязательств, а также благоприятные оценки относительно перспектив экономического развития России в 1998 г., основанные на позитивных результатах прошедшего года, привели к формированию высокого спроса на названные выше финансовые инструменты.

Приток в феврале «внешнего» капитала на рынок ГКО/ОФЗ обусловил появление здесь устойчивой повышательной ценовой тенденции, и доходность гособлигаций уже к середине месяца снизилась до 30% годовых. Рынок же муниципальных облигаций, являющихся более рискованным по сравнению с ГКО/ОФЗ видом вложений, в течение первой половины рассматриваемого периода по-прежнему был подвержен колебательной ценовой динамике с незначительным повышательным трендом. Для долгосрочных инвестиций доходность ГКО/ОФЗ была в этот период довольно привлекательной, спекулятивный капитал также был ориентирован на рынок госбумаг в расчете на прибыль от существенного ценового роста. Данные обстоятельства традиционно играют на рынке региональных бумаг роль сдерживающих факторов на этапе формирования тенденции к снижению ставок по ценным бумагам с фиксированным доходом, определяя большую по сравнению с сегментом госбумаг инертность рынка муниципальных облигаций.

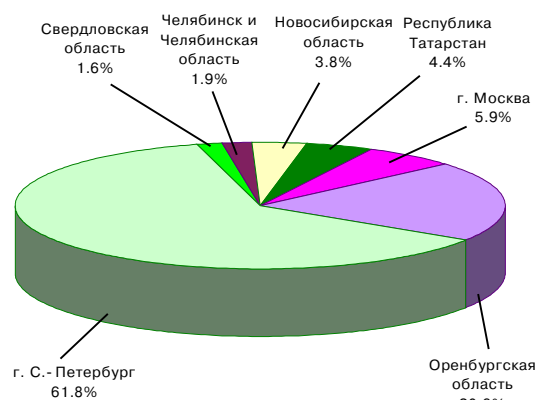
В результате снижения ставок по субфедеральным ценным бумагам в первые две недели февраля оказалось менее значительным, чем по госбумагам: при уменьшении средневзвешенной доходности к погашению ГКО на 13 пунктов (с 46 до 33% годовых) изменение аналогичного показателя по облигациям С.-Петербурга (ГГКО) составило 6 пунктов, по оренбургским бумагам (ОГКО) - чуть менее 2 пунктов. Таким образом, доходность муниципальных облигаций оставалась выше 40% годовых, а «премия» по доходности последних относительно ГКО/ОФЗ достигала в ряде случаев 10–15 пунктов.

### Динамика средневзвешенных доходностей к погашению ГКО и муниципальных облигаций



## РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

### Структура оборота по муниципальным облигациям (февраль 1998 г.)



Однако к середине февраля, когда доходность ГКО/ОФЗ стабилизировалась на уровне 30% годовых, спрос на муниципальные облигации существенно возрос. Это проявилось как в опережающем по сравнению с ГКО/ОФЗ ценовом росте региональных бумаг, так и в увеличении объема заявок, выставяемых на аукционы по их размещению. В итоге средневзвешенная доходность к погашению облигаций С.-Петербурга снизилась за месяц более чем на 10 пунктов и составила к его концу 33% годовых, по оренбургским бумагам доходность определилась на уровне 40% годовых (-13 пунктов), московские облигации по доходности практически не отличались от госбумаг.

Объем эмиссии облигаций на первичных аукционах в феврале достиг 1 млрд. руб. При этом, кроме уже известных региональных эмитентов, к размещению бумаг на биржевом рынке приступили новые субъекты РФ - Республика Саха (Якутия) и Омская область.

### Результаты аукционов по муниципальным облигациям (февраль 1998 г.)

Регион-эмитент	Дата аукциона	Срок обращения, дней	Объем выпуска, млн. руб.	Спрос по номиналу, млн. руб.
Санкт-Петербург	04/02/98	238	100.00	67.61
	11/02/98	182	180.00	100.95
	25/02/98	245	130.00	142.37
Оренбургская область	12/02/98	378	40.00	23.97
	19/02/98	245	50.00	58.79
Москва	04/02/98	261	30.00	4.93
	11/02/98	254	30.00	6.32
	18/02/98	247	30.00	18.31
	25/02/98	140	30.00	5.01
Республика Татарстан	26/02/98	182	45.00	н.д.
Ленинградская область	26/02/98	182	60.00	69.20
Республика Саха (Якутия)	12/02/98	182	110.00	107.84
Омская область	26/02/98	273	30.00	71.72
Новосибирская область	04/02/98	308	7.00	2.67
	18/02/98	182	10.00	5.47
	25/02/98	182	15.00	н.д.
Челябинск	11/02/98	365	5.00	0.10
	11/02/98	182	10.00	5.40
Челябинская область	18/02/98	182	10.00	5.20
	04/02/98	91	259.05	н.д.
Иркутская область	04/02/98	182	110.17	н.д.
	11/02/98	91	245.10	н.д.
	11/02/98	182	30.85	н.д.
	18/02/98	91	215.37	н.д.
	18/02/98	182	29.11	н.д.
	25/02/98	182	27.51	н.д.
	25/02/98	91	211.19	н.д.

## РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Данные эмитенты уже имеют опыт выпуска облигационных займов, однако с размещением лишь на внебиржевом рынке и преимущественно в пределах своего региона. Обращение этих облигаций в торговой системе крупнейшего центра муниципальной биржевой торговли - на петербургских биржевых площадках - позволит эмитентам более эффективно использовать уже отработанную схему привлечения финансовых ресурсов с помощью облигационных займов, а создание максимально приближенной к рынку ГКО (успешно функционирующему уже несколько лет) инфраструктуры даст возможность избежать лишних затрат, связанных с организацией займа, и облегчить инвесторам работу с новыми инструментами.

Напомним, что в С.-Петербурге на сегодняшний день осуществляется торговля облигациями самого С.-Петербурга, а также Оренбургской области, Москвы, Ленинградской области, Республики Саха (Якутия) и Омской области.

### Результаты аукционов по муниципальным облигациям (февраль 1998 г.) (продолжение)

Цена, % от номинала		Доходность к погашению, % годовых		Размещенный объем по номиналу, млн. руб.	Выручка, млн. руб.
средневзвешенная	отсечения	по средневзвешенной цене	по цене отсечения		
77.31	77.30	45.01	45.04	58.54	45.26
83.21	82.85	40.47	41.51	96.49	80.29
80.31	80.21	36.53	36.76	78.50	63.05
65.88	65.80	50.01	50.19	21.15	13.94
79.25	79.01	39.01	39.58	33.80	26.79
77.13	75.60	41.47	45.14	3.94	3.04
78.16	78.00	40.15	40.53	4.37	н.д.
80.12	79.76	36.67	37.50	9.77	н.д.
88.45	88.40	34.04	34.21	0.48	0.48
83.52	83.35	39.58	40.06	30.65	25.59
83.15	83.05	40.64	40.93	67.78	н.д.
79.79	79.73	50.79	50.99	106.16	84.70
75.76	75.01	42.78	44.54	27.21	20.62
78.02	78.00	н.д.	н.д.	6.33	4.49
83.50	83.37	39.63	40.00	3.67	3.06
83.35	83.01	40.06	41.05	13.15	10.96
71.86	71.42	39.16	40.02	0.10	0.07
83.12	83.03	40.73	40.99	4.70	3.90
85.35	85.30	34.42	34.56	2.61	2.20
89.49	89.31	47.11	48.01	12.95	11.59
80.87	80.68	47.44	48.02	22.66	18.32
89.90	89.62	45.06	46.46	21.55	19.37
81.51	81.51	45.49	45.49	1.60	1.30
92.19	92.19	33.98	33.98	3.46	3.19
85.50	85.50	34.01	34.01	1.34	1.15
85.34	85.34	34.45	34.45	1.41	1.21
92.29	92.00	33.51	34.88	6.75	6.23

Определенное беспокойство в начале 1998 г. как у эмитентов, так и у инвесторов, работающих на этом рынке, вызывал вопрос о достаточности инвестиционных ресурсов при существенном расширении объемов петербургского рынка - появление здесь такого рода «ножниц» могло привести к относительному увеличению стоимости заимствований независимо от конъюнктуры финансового рынка в целом. Но в феврале подобные опасения частично были развеяны: несмотря на существенно возросшее предложение облигаций при первичном размещении, спрос на них был все же высоким, а доходность к концу месяца снизилась столь заметно, что «премия» по доходности региональных бумаг относительно ГКО/ОФЗ оказалась минимальной. Почти в два раза увеличился средний объем средств, зарезервированных для операций с ГКО и ОГКО, - с 50 до 100 млн. руб.

Значительно возросли в феврале и обороты вторичного рынка, достигнув по большинству займов докризисного уровня: по ГКО объем торгов за месяц превысил 700 млн. руб., по ОГКО - 200 млн. руб., по остальным займам обороты также возросли, не превысив, однако, 100 млн. руб.

Облигации *С.-Петербурга* по-прежнему остаются наиболее ликвидным инструментом на рассматриваемом рынке. Объем долга по данным бумагам вырос в феврале на 260 млн. руб. При этом доходность ГКО снизилась практически до уровня гособлигаций. Поскольку в текущем году в С.-Петербурге был принят бездефицитный бюджет, то, таким образом, новые заимствования здесь предполагаются в объеме, не превышающем необходимого для рефинансирования долга. По состоянию на начало марта до конца года эмитенту предстоит осуществить выплаты по облигациям на сумму чуть менее 2 млрд. руб. - соответственно, новые заимствования не превысят данного уровня. Отсутствие масштабных новых заимствований предопределяет сохранение незначительной - 1-3 пункта - «премии» по доходности ГКО относительно ГКО.

В качестве альтернативного рынку ГКО сегмента сегодня может рассматриваться прежде всего рынок *Оренбургских* облигаций - как достаточно емкий, высоколиквидный и с более высокой по сравнению с ГКО доходностью. Дефицит бюджета Оренбургской области установлен в 1998 г. на уровне 368 млн. руб., или 15% от его доходной части. Объем зарегистрированной эмиссии облигаций на 1998 г. - 1 млрд. руб. В феврале долг по ОГКО вырос на 30 млн. руб. и составил на конец месяца 1.05 млрд. руб. На первую половину 1998 г. приходится менее 200 млн. руб. выплат по погашаемым ОГКО, всего же до конца года эмитенту необходимо выплатить около 500 млн. руб.

Рынок облигаций *Москвы* (ОВМЗ), в противоположность ГКО и ОГКО, продолжает оставаться недостаточно ликвидным. Несмотря на заявляемый практически на каждом аукционе большой объем размещаемых облигаций, реально реализуется лишь около 10% от эмиссии. При этом доходность ОВМЗ практически не отличается от ГКО, а срок обращения размещаемых бумаг не превышает 300 дней (в отличие от рынка ГКО, где обращаются значительно более «длинные» бумаги). Определенные благоприятные перспективы для данных бумаг связываются с началом

обращения ОВМЗ на Московской межбанковской валютной бирже. Однако низкая доходность и небольшой объем этих облигаций в обращении являются негативными факторами с точки зрения формирования их ликвидного вторичного рынка.

Достаточно хорошо зарекомендовали себя в прошедшем месяце облигации новых эмитентов. Доходность по облигациям *Республики Саха (Якутия)* (ЯГКО) снизилась со времени проведения первого аукциона, состоявшегося 12 февраля, с 50 до 38% годовых. На самом же аукционе по размещению ЯГКО отмечался столь высокий спрос, что объем выпуска был увеличен с 60 до 110 млн. руб. Аналогично завершился и аукцион по облигациям *Омской области*, где объем выпуска был увеличен с 30 до 50 млн. руб.

## Прогноз

Тенденция к снижению доходности гособлигаций, возникшая в начале февраля, оказалась достаточно устойчивой. Данное обстоятельство, в свою очередь, обусловило снижение стоимости и по субфедеральным заимствованиям. Соответственно, к концу месяца «премия» по доходности наиболее ликвидных муниципальных облигаций - ГГКО - сократилась относительно госбумаг до минимального уровня, по другим облигациям также наметилась тенденция к уменьшению разницы в доходности с ГКО/ОФЗ. В марте, при условии дальнейшего снижения ставок по ГКО/ОФЗ (которое, впрочем, вряд ли будет столь же значительным, как в прошедшем месяце), доходность муниципальных бумаг будет некоторое время снижаться опережающими по сравнению с госбумагами темпами до уровня 30–35%. Затем ситуация с большой вероятностью стабилизируется.

Основная проблема в функционировании рынков облигаций с фиксированным доходом связана с их сильной зависимостью от «внешних» ресурсов. Именно увеличением доли средств иностранных инвесторов на рынке ГКО/ОФЗ объясняется столь резкое снижение стоимости как федеральных, так и региональных заимствований. Сокращение же притока «внешних» ресурсов может привести не только к стабилизации доходности на достигнутом уровне, но и к существенному ее росту.

На сегодняшний день доходность по муниципальным облигациям формируется прежде всего исходя из ставок по ГКО/ОФЗ с добавлением небольшой «премии» относительно последних. Реальная же финансовая ситуация в регионе и перспективы его экономического развития, которые, собственно, и определяют инвестиционную оценку каждого конкретного субъекта РФ, не оказывают существенного влияния на соотношение ставок по облигациям. В то же время развитие рынка муниципальных бумаг в 1998 г. обещает быть довольно интенсивным, а объемы облигационной задолженности регионов будут неуклонно возрастать. И оценка реального состояния региона, степени его платежеспособности в ближайшее время станет весьма актуальной при определении инвесторами рискованности и, соответственно, приемлемой доходности эмитируемых им облигаций.