### **а**мериканский рынок муниципальных облигаций в период кризиса

анализ функционирования рынка муниципального долга **сша** в период экономического кризиса 2007–2010 гг.

Аннотация

В статье рассмотрена проблема стабильности функционирования рынка муниципальных облигаций США в условиях экономического кризиса 2007—2010 гг. Для этой цели определены ключевые особенности американского рынка муниципального долга и исследованы показатели его развития в сравнении с другими сегментами рынка фиксированного дохода. Выделены факторы, оказавшие основное влияние на динамику рынка в указанный период.

**Ключевые слова:** муниципальные облигации, долговые ценные бумаги, рынок ссудного капитала, экономический кризис, экономика США

Макаров Леонид Юрьевич аспирант кафедры

международных экономических отношений, экономический факультет, Российский университет дружбы народов, г. Москва leo-mak@yandex.ru

а данный момент мировая экономика встала на путь послекризисного восстановления, поэтому представляется возможным провести ретроспективный анализ экономических процессов, протекавших во время глобального экономического кризиса. В данной статье ставится вопрос о способности американского рынка муниципальных облигаций стабильно функционировать в период экономического кризиса и об основных факторах, способствующих и препятствующих этому. Для достижения указанной цели изучена динамика рынка облигаций нецентральных органов власти США в кризисный период, потенциальные механизмы влияния экономического кризиса на этот рынок, а также воздействие государственной антикризисной политики.

# Американский облигационный рынок в период кризиса

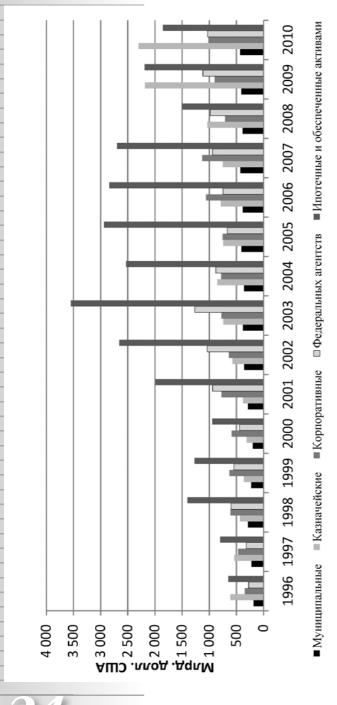
Уже в 2007 году финансовый сектор США и других развитых странах начал обнаруживать признаки напряженности. В первом квартале 2008 года прекратился рост реального ВВП США, за которым последовало падение совокупного производства в экономике в течение 4-х кварталов [5]. Восстановление положительного темпа прироста валового национального продукта началось в последней четверти 2009 года, а докризисное значение ВВП было достигнуто лишь в конце 2010 года [5]. Финансовый и экономический кризис не оказал парализующего влияния на внутренний рынок облигаций США. В 2007 г. совокупный размер привлеченных средств продолжил возрастающую тенденцию, длившуюся ранее в течение трех лет. В 2008 году объем эмиссий уменьшился значительно (на 1 трлн 327 млрд долл. США или 22,31% от значения предшествовавшего года), однако уже в 2009 и 2010 годах он превысил значения трех докризисных периодов [6].

Что касается сегментов американского облигационного рынка, они демонстрировали общую разнонаправленную динамику на протяжении 2007-2010 гг., что отражено на рис. 1 (см. на с. 24). В частности, выпуск обязательств Казначейства США неуклонно возрастал на протяжении всего данного периода. Увеличение абсолютных объемов эмиссии наблюдалось и у федеральных агентств. Годовые объемы эмиссий корпоративных облигаций, напротив, сохранялись на прежних уровнях. В отличие от заимствований федеральных властей и частного сектора, муниципальные эмиссии ежегодно с 2002 года осуществлялись в достаточно постоянном объеме 358-433 млрд долл. США, сохраняя за собой долю в 6,04-9,21% в общем объеме капиталов, привлекаемых облигационным рынком.

### Американский рынок муниципального долга

Следует отметить, что американский рынок муниципального долга имеет ряд важных отличий от других сегментов облигационного рынка.

финансовый и экономический кризис не оказал парализующего влияния на внутренний рынок облигаций США



*Puc. 1.* Тодовой объем эмиссий на рынке облигаций США в 1996–2010 гг.

Источник: [6].

Во-первых, федеральные власти не имеют права облагать налогом доходы от большинства видов облигаций при условии приобретения обязательств штата или муниципалитета, относящегося к штату, инвесторами, являющимися налогоплательщиками соответствующего штата. Безналоговый статус позволяет эмитентам при прочих равных условиях привлекать ссудный капитал по более низкой стоимости, чем это могут другие категории заемщиков, а инвесторы готовы приобретать менее доходные долговые обязательства, поскольку снижение доходности компенсируется отсутствием налогообложения процентных доходов.

Во-вторых, рынок муниципальных заимствований территориально сегментирован. Ограничения обращения долговых обязательств на вторичном рынке связаны с упомянутыми выше особенностями налогообложения доходов от муниципальных облигаций. Сам рынок функционирует на внебиржевой основе с помощью множества брокеров, расположенных по всей стране, и особых «брокеров для брокеров», крупнейшим из которых является Ј.J. Kenny Drake, Inc.

В-третьих, в структуре инвесторов доминируют физические лица. В 2001–2010 гг. на их долю приходилось 34–37% вложенных в муниципальные облигации средств [6]. Основной причиной этому является ограниченность круга лиц, обладающих правом на освобождение от налогообложения доходов по муниципальным облигациям. Наряду с частными инвесторами значительную долю в совокупном спросе на облигации штатов и местных органов власти составляют паевые фонды (32–38% в 2001–2010 гг.) [6], участникам которых предоставлено право сохранения налоговых льгот [4, с. 82]. По сути, эти фонды также оперируют капиталом частных кредиторов.

### Укрепление спроса на муниципальные заимствования

В соответствии с приведенными выше данными, примерно 70% совокупных вложений в муниципальные облигации в США осуществляется частными инвесторами. Таким образом, спрос на размещение ссудного капитала в муниципальные долговые обязательства находится в сильной зави-

...примерно 70%
совокупных вложений
в муниципальные
облигации в США
осуществляется
частными
инвесторами

симости от размера сбережений населения страны. Кризисные явления в экономике США привели к перераспределению располагаемого дохода населения от потребления в пользу сбережений: начиная со 2 квартала 2008 года произошло увеличение нормы сбережений с уровня 1,81–2,35% в 2006–2007 гг. до уровня 5,45–7,15% в 2009–2010 гг. Вслед за этим выросли и абсолютные квартальные значения размера сбережений: со 190–255 млрд долл. США в 2006–2007 гг. до 397–794 млрд долл. США во второй половине 2008–2010 гг., что показано на рис. 2 (см. на с. 27).

Кроме того, на укрепление спроса на муниципальные заимствования повлиял отток капитала из сегмента ипотечных ценных бумаг и ценных бумаг, обеспеченных активами, который находился в эпицентре финансового кризиса. Этот сегмент начал терять свои позиции на рынке долговых ценных бумаг с 2006 года, а в 2008 году испытал сильнейшее сокращение: на 1 млрд 194 млн долл. США или 44,30%, после которого его доля по отношению к другим сегментам рынка понизилась с 45–56% в 2001–2007 гг. до 28–33% в 2008–2010 гг. [6]. Таким образом, в 2008–2010 годах спрос на муниципальные облигации как инструмент размещения ссудного капитала возрос.

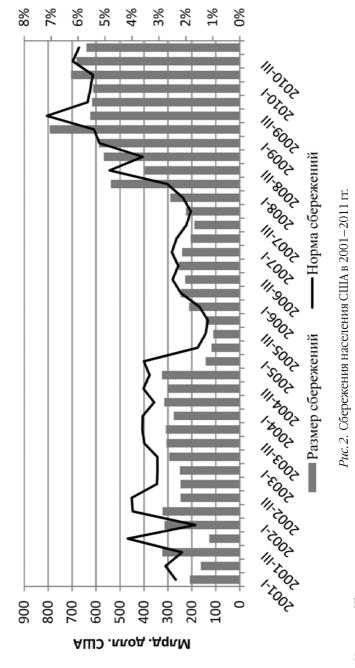
В то же время со стороны эмитентов муниципального долга действовал ряд поддерживающих факторов. Главным из них является тот факт, что доходы штатов и местных правительств практически не пострадали из-за экономического кризиса. За исключением непродолжительного приостановления роста доходов в 4 квартале 2008 – 1 квартале 2009 года, текущие поступления следовали возрастающей тенденции. Сальдо текущих доходов и расходов не опускалось ниже 3,28% текущего дохода, что подтверждает сбалансированность бюджетов субнациональных правительств [5].

...спрос на размещение ссудного капитала в муниципальные долговые обязательства находится в сильной зависимости

от размера

сбережений населения страны Как развивались события

Для поддержки штатов и местных властей в области заимствований была осуществлена масштабная программа стимулирования Build America Bond в рамках Закона American Recovery and Reinvestment Act от 17 февраля 2009 года. Целью этой программы стало снижение стоимости заимствования,



Puc. 2. Сбережения населения США в 2001-2011 гг.

Источник: [5].

которое обеспечивалось 35% субсидированием процентных платежей в пользу эмитентов или предоставлением налоговых вычетов держателям облигаций. По оценке Казначейства США, экономия на стоимости заимствования при выпуске муниципальных облигаций в рамках программы ВАВ, по сравнению с традиционными муниципальными облигациями, не облагаемыми подоходным налогом, составляла 31 базисный пункт 10-летних бумаг и 112 базисных пунктов для 30-летних бумаг [8]. Данное преимущество для заемщиков обеспечило активную эмиссию штатами и муниципалитетами нового вида облигаций. В 2009 году совокупный выпуск облигаций ВАВ составил 63 млрд 817 млн долл. США (19% от ежемесячных объемов размещений в апреле – декабре 2009 г.), а в 2010 году достиг значения 117 млрд 439 млн долл. США (26% от ежемесячных объемов размещений в течение года) [9].

Кризис в финансовой системе отразился на стоимости привлечения ссудного капитала для всех категорий заемщиков. В период острой стадии финансового кризиса во второй половине 2008 года спрэд между доходностью муниципальных облигаций с рейтингом AAA Standard and Poor's и корпоративных бумаг с кредитным рейтингом Moody's Aaa вырос с 4,1-4,7% до 5,68% годовых и сблизился со значениями доходности корпоративных заимствований [7]. По мере стабилизации ситуации на финансовых рынках стоимость заимствования для первоклассных муниципальных заемщиков снижалась и во второй половине 2009 года вернулась на докризисный уровень. По нашему мнению, отмеченное выше значительное увеличение доходности муниципальных облигаций было следствием, с одной стороны, паники среди инвесторов, выводивших капитал в казначейские обязательства и другие «безрисковые» активы, а с другой стороны - с традиционно низкой ликвидностью рынка муниципальных заимствований. Поэтому, уже в 2008 году торги муниципальными облигациями испытали более значительное сокращение среднего дневного оборота, по сравнению с совокупными показателями американского рынка облигаций. В абсолютном выражении произошло сокращение оборота с

...в 2008–2010 годах спрос на муниципальные облигации как инструмент размещения ссудного капитала возрос

25 до 19 млрд долл. США, при этом доля муниципальных облигаций в совокупном обороте североамериканского рынка облигаций упала с 2,78% до 1,87% [6].

#### Выводы

В результате изучения состояния американского рынка муниципальных облигаций в течение финансового и экономического кризиса 2007-2010 гг. представляется возможным сделать следующие выводы. Несмотря на потрясения в финансовом секторе страны и снижение уровня деловой активности, рассматриваемый рынок сохранял способность выполнять посредническую функцию в механизме распределения национального дохода между производством частных благ и общественных благ. Основными факторами стабильного функционирования рынка муниципальных облигаций стали увеличение нормы сбережений населения, устойчивое финансовое положение заемщиков и действие программы государственного субсидирования выпуска новых облигаций Build America Bonds. Проблема ограниченной ликвидности, территориальной сегментированности рынка и однородности круга инвесторов была фактором, ограничившим скорость восстановления уровня доходности на рынке муниципального долга. Доступ новых инвесторов к вложениям в американские муниципальные заимствования, расширение сферы обращения муниципального долга за исторически сложившиеся границы и открытие доступа для иностранных инвестиций могут стать перспективными направлениями развития данного рынка.

### Литература

- 1. Данилов Ю.А. Рынки государственного долга: мировые тенденции и российская практика. М.: ГУ-ВШЭ, 2002. 432 с.
- 2. Данков А. Муниципальные облигации в США // Городское управление. 1997. № 7.
- 3. Костиков И.В. Сравнительный анализ государственного заимствования в развитых странах и России: региональный и местный уровень: диссертация кандидата экономических наук: 08.00.14. М., 1998. 176 с.

...доходы штатов и местных правительств практически не пострадали из-за экономического кризиса

- 4. Bloomberg [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.bloomberg.com.
- 5. Bureau of Economic Analysis [Электронный ресурс].
- Режим доступа: http://www.bea.gov.
- 6. CIFMA [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.sifma.org.
- 7. Economic Report of the President. United States Government Printing Office [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.gpo.gov.
- 8. United States Department of the Treasury [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.treasury.gov.
- 9. Stimulus bonds: Full Yea. // The Bond Buyer. 2011. Feb.14.

рn

#### Leonid Yu. Makarov

Postgraduate Student, Chair of International Economic Relations, Department of Economics, Peoples' Friendship University of Russia, Moscow

## Analysis of the Municipal Debt Market in the U.S.A. during the Economic Crisis of 2007–2010

Abstract

The article considers the problem of stability of the municipal bond market during the U.S. economic crisis of 2007-2010. For this purpose the author identifies the key features of the U.S. municipal debt market and studies the figures of its development in comparison with other segments of the fixed income markets. The author emphasizes factors that have had a major impact on the market dynamics during this period.

**Keywords:** municipal bonds, debt securities, loan capital market, economic crisis, U.S. economy