

город Новосибирск: размещение второго облигационного займа

Государственный регистрационный номер: RU31002NSB1
Объем выпуска: 1.5 млрд. руб.
Дата начала размещения: 7 декабря 2004 г.
Срок обращения: 2 года (730 дней)
Дата погашения: 7 декабря 2006 г.

Купонный период: квартал
Купонные ставки: 13% на 1 год и 12% на 2 год обращения
Тип размещения: внебиржевое
Статус Росбанка: организатор, главный андеррайтер,
платежный агент

Общая характеристика эмитента

Новосибирск – крупнейший промышленный, транспортный, научный и культурный центр Сибири, третий по численности населения город в стране (1.42 млн. чел., более крупные российские города – только Москва и Петербург).

Политическая ситуация в городе является стабильной. В настоящий момент пост мэра занимает В. Ф. Городецкий. В марте 2000 г. он был избран мэром города в первом туре выборов. В марте 2004 г. после второго тура очередных выборов действующий мэр был переизбран на второй срок, и следующие выборы должны пройти в 2009 г. (после внесения изменений в Устав города срок полномочий мэра увеличен до 5 лет). Между городской Мэрией и областной администрацией установлены хорошие рабочие отношения. Губернатор Новосибирской области В. А. Толоконский, переизбранный на свой

пост 7 декабря 2003 г., ранее (с декабря 1993 г.) занимал должность мэра Новосибирска.

Экономика Новосибирска базируется на таких отраслях, как машиностроение и металлообработка (26% всего промышленного производства за 2003 г.), пищевая (25.3%), электроэнергетическая (19.7%), металлургическая (15.3%) отрасли. Среди отраслей промышленности за 2000 – 2003 гг. существенно возросли объемы производства в черной металлургии (в 2.4 раза), машиностроении (на 41.9%), легкой промышленности (на 25.9%), цветной металлургии (на 22.3%). В 2003 г. рост реального объема выпуска продукции промышленности города составил 8.3% к предыдущему году. В начале 2004 г. зафиксировано ускорение темпов промышленного роста – реальный объем производства в январе-июне текущего года к первому полугодю 2003 г. увеличился на 10.2%

Положение городского бюджета

Среди эмитентов муниципальных облигаций город Новосибирск является крупнейшим по размеру бюджета (табл. 1). При этом за последние 3 года объем городского бюджета практически удвоился: если доходы за 2001 г. составляли 4.8 млрд., в 2002 г. – 7.3 млрд., то за прошлый год общий объем доходов, поступивших в городской бюджет, уже превысил 9.2 млрд. руб.

Табл. 1. Исполнение бюджетов по доходам в 2003 г. и планы на 2004 г. (млн. руб.)

Города	Факт 2003	Бюджет 2004
Новосибирск	9 237	11 919
Красноярск	7 853	10 071
Пермь	6 425	6 375
Уфа	5 736	4 288
Волгоград	4 225	5 150
Томск	2 630	3 641
Брянск	1 863	2 253

Источник: городские администрации

В структуре доходной части бюджета города можно отметить средний уровень обеспеченности налоговыми поступлениями. В 2002 - 2003 гг. доля налоговых поступлений во всех доходах колебалась около 58% всей доходной части бюджета, за первое полугодие 2004 г. их «вес» несколько снизился – до 54% доходов.

В налоговых доходах выделяется высокая доля налога на доходы физических лиц – около 30% всех доходов бюджета. Рост поступлений по этому налогу за прошлый год по сравнению с 2002 г. составил 31.6%. Мы особенно подчеркиваем, что в случае Новосибирска рост поступлений от НДФЛ довольно хорошо отражает расширение налоговой базы, поскольку уже на протяжении 4 лет норматив распределения доходов от НДФЛ в пользу городского бюджета является стабильным (58%).

Однако в прошлом году план по сбору НДФЛ был исполнен не полностью (на 96.2% от годового плана). Одной из причин невыполнения плана Мэрия города считает недостаточный уровень собираемости налога (поскольку российское законодательство не

предусматривает предоставление деклараций в течение налогового периода, из-за чего затруднено выявление неплательщиков по данному налогу). Кроме того, при прогнозировании доходов 2003 г. учитывалось увеличение зарплаты в бюджетной сфере с октября 2003 г. на 33.3%, исходя из фонда заработной платы бюджетных организаций. Однако при повышении ставок на указанную величину растет только бюджетная составляющая выплат, в то время как у многих организаций общая сумма заработной платы включает в себя иные компоненты, не связанные с тарифными ставками. В силу этого фактическое увеличение общего фонда заработной платы (и налоговых отчислений) оказалось меньше прогнозного.

В отношении налога на прибыль мы хотели бы отметить очень высокую степень диверсификации налоговой базы. Доля налоговых платежей крупнейших предприятий города (Западно-Сибирская железная дорога, филиал ОАО «РЖД», и ОАО «Новосибирскэнерго») составляет всего 10-11% совокупных поступлений по этому виду налогов. Соответственно основными плательщиками являются средние и мелкие предприятия, что позитивно влияет на кредитное качество города. В то же время в целом налог на прибыль составляет сравнительно небольшую часть доходов городского бюджета - от 8% до 12% за 2003 – начало 2004 г.

План по налогу на прибыль за 2003 г. был перевыполнен на 5.8%. Увеличение поступлений было обусловлено ростом объемов производства на предприятиях города и улучшением их финансовых результатов – рост валовой прибыли предприятий города составил 30.4%. В отраслевом разрезе основной рост налоговой базы был обеспечен предприятиями и организациями промышленности – на 27.7%, транспорта – в 2.1 раза, торговли и общественного питания – на 43.4%.

В остальных налоговых доходах важное значение для городского бюджета имеют налоги на совокупный доход (3% доходов 2003 г.) и налоги на имущество (7% бюджетных доходов прошлого года). Исполнение плана по налогу на имущество

предприятий составило 88.4%, что Мэрия объясняет, в том числе, переоценкой роста стоимости основных фондов при разработке бюджета и негативными последствиями изменения порядка уплаты налога (Прил. 1). Невысокое исполнение по налогу на имущество физических лиц (95.3%) городские власти связывают с низкой платежной дисциплиной (по данным налоговых органов, собираемость этого налога составила 71.4%).

Годовой план по земельному налогу в 2003 г. исполнен на 88.0%. При планировании земельного налога закладывались поступления от плательщиков, выкупивших земельные участки и перешедших с арендной платы на уплату земельного налога. Однако некоторые предприятия не завершили процедуру оформления прав собственности и не встали на учет в ИМНС как плательщики земельного налога.

Неналоговые доходы, которые в основном формируются за счет поступлений от использования имущества и деятельности муниципальных предприятий, обеспечивают порядка 18% всех доходов. Доходы от предпринимательской и иной приносящей доход деятельности составляют 8% доходов бюджета. Остальная часть доходов городского бюджета обеспечивается безвозмездными перечислениями (около 17% доходов за прошлый год). При этом внутри этой группы наибольшая доля поступлений (87% за 1 полугодие 2004 г.) оформляется как дотации и лишь незначительная – как субвенции, что позволяет городским властям самостоятельно определять направления расходов и таким образом несколько повышает степень гибкости городского бюджета.

Действующий закон о бюджете на 2004 г. предусматривает годовой объем доходов в размере 11.9 млрд. руб. Ожидается, что доля налоговых доходов снизится до 47% всех доходов, прогнозируемая доля безвозмездных перечислений по-прежнему находится на уровне 16% доходов.

В расходной части бюджета Новосибирска традиционно крупнейшими для муниципалитетов статьями являются жилищно-коммунальное хозяйство (30% расходов за 2003 г.), образование (24%) и

Приложение 1: Изменение порядка взимания налога на имущество

Согласно Приказу Минфина РФ от 11-12-02 №127н с начала 2003 г. коды бюджетной классификации 1040201 «Налог на имущество предприятий, зачисляемый в бюджет субъекта Российской Федерации» и 1040202 «Налог на имущество предприятий, зачисляемый в местный бюджет» были объединены единый код в 1040200 «Налог на имущество предприятий». Одновременно два платежных поручения, которыми ранее переводились эти налоги, были заменены одним (с 2004 г. аналогичный порядок действует для налога на имущество организаций, по налогу на имущество предприятий проходят только расчеты за прошлый годы).

Объединение налогов, которые ранее учитывались по разным кодам, вызывает потери для бюджета того уровня, в который по различным причинам перечисление налога шло более медленными темпами, и приводит к формированию выигрыша для бюджета, в который перечисление происходило с опережением. Например, если до объединения кодов бюджетной классификации по платежам в региональный бюджет формируется переплата, то после объединения вся переплата – которая фактически поступила только в регион – должна быть возмещена не только из регионального, но и из городского бюджета (в соответствии с установленными нормативами регулирующих отчислений). При равном распределении налога (как в случае с городом Новосибирском и областью) потери города составляют половину от ранее произведенной в региональный бюджет переплаты.

здравоохранение (20%). При этом за прошлый год прирост расходов по указанным статьям составил 2.4 млрд. руб., что даже без учета роста других расходов не покрывалось увеличением доходной части бюджета. В результате, несмотря на хорошую динамику доходной части бюджета, в 2003 г. и в начале нынешнего года сохранялось дефицитное исполнение бюджета, характерное и для прошлых лет (табл. 2). При этом если в 2001-2002 г. дефицит

бюджета не превышал 500 млн. руб., то в прошлом году из-за опережающего роста расходов дефицит превысил 1.6 млрд. руб., а с начала текущего года до 1 октября уже достиг 1.3 млрд. руб. Мы подчеркиваем, что это одни из самых высоких относительных показателей дефицита по всем муниципальным эмитентам, облигации которых обращаются на биржевом рынке.

Характеристика долговой нагрузки города

Из-за увеличения дефицита в прошлом году прирост долга, связанный с финансированием первичного бюджета, составил 1.4 млрд. руб., а с начала текущего года – 1.2 млрд. руб. В результате общий размер долга Новосибирска по состоянию на 1 октября 2004 г. составляет 4.26 млрд. руб., или более 46% доходов за прошлый год. По сравнению с другими эмитентами муниципальных облигаций это самая высокая долговая нагрузка по относительному накопленному долгу.

В структуре долга наиболее значимое место занимают кредиты банков (54%) и ценные бумаги (35%). На бюджетные ссуды и гарантии приходится всего 11% общей задолженности, поэтому в целом мы оцениваем долг города как финансируемый преимущественно из активных рыночных источников. Такая характеристика подтверждается и относительно высокой стоимостью долга – за 2003 г. доля расходов на обслуживание долга в общих расходах бюджета превысила 5% (табл. 3-4).

Для муниципального долга Новосибирска характерен очень высокий оборот по привлечению и погашению банковских кредитов. Однако, на наш взгляд, это в значительной степени отражает не рефинансирование долга, а закрытие временных кассовых разрывов (см. Прил. 2). Стоит обратить внимание и на ряд других факторов, смягчающих долговые риски. За последние два года, когда ставки по кредитам волнообразно снижаются, региональные и городские администрации в целом довольно часто прибегают к замещению одних видов долга другими в благоприятных ситуациях, поскольку чаще всего по кредитным договорам досрочное погашение (даже без уведомления) не сопровождается никакими штрафными санкциями. С этой точки зрения очень важным событием для города стало размещение первого выпуска облигаций в конце 2003 г., после которого вся выручка (1.5 млрд. руб.) по информации УФИНП Мэрии была направлена на рефинансирование существовавшего на тот момент долга. Поскольку значительная доля выручки от размещения поступила в город уже в 2004 г., это соответственно было отражено в отчетности текущего года. В целом, согласно данным Управления финансов и налоговой политики (УФИНП), средневзвешенная ставка по заемным средствам с конца 2001 г. по настоящее время снизилась с 23.3% до 16.5% годовых (табл. 5).

В связи с высокими оборотами по привлечению и погашению кредитов мы также хотели бы прокомментировать один из пунктов Решения горсовета об исполнении бюджета за 2003 г. (№423 от 07-07-2004), который может вызвать вопросы.

Табл. 2. Движение денежных средств бюджета Новосибирска в 2001-2004 гг.

	2001	2002	2003	1-10-04
Первичный бюджет (млрд. руб.)				
Доходы	4.767	7.307	9.237	8.186
Расходы	5.267	7.741	10.873	9.526
Профицит	-0.500	-0.434	-1.636	-1.340
Долговое финансирование (млн. руб.)				
Бюджетные ссуды	136.2	-150.6	389.9	-5.7
Кредиты банков	339.0	630.1	444.8	359.0
Ценные бумаги	-24.2	-21.5	553.1	876.0
Чистый рост долга	451.0	458.0	1387.8	1229.3
Недолговое финансирование (млн. руб.)				
Остатки средств и курсовые разницы	-29.2	-110.7	62.3	11.9
Приватизация	77.8	86.6	185.3	98.8

Чистый рост долга – без учета долговых операций, не связанных с денежными потоками. Источник: УФИНП Мэрии Новосибирска, расчеты Росбанка

Табл. 3. Динамика и структура долга Новосибирска в 2004 г. (млн. руб.)

	1-01-04	1-07-04	1-10-04	Доля
Банковские кредиты	1 938	1 947	2 297	54%
Бюджетные ссуды	390	383	384	9%
Ценные бумаги	600	1 500	1 500	35%
Гарантии	483	274	81	2%
Итого	3 411	4 104	4 263	

Источник: УФИНП Мэрии Новосибирска, расчеты Росбанка

Табл. 4. Обремененность доходов долгом и стоимость его обслуживания в 2003 г.

Города	Долг	Долговые расходы
Брянск	26.4%	1.5%
Волгоград	20.3%	1.1%
Красноярск	19.2%	2.9%
Новосибирск	46.1%	5.3%
Уфа	22.5%	1.0%

Долг: как отношение к общим доходам городских бюджетов, долговые расходы: расходы на обслуживание долга. Доходы и расходы – фактическое исполнение за 2003 г., долг – на различные даты (с 1 июля до 1 октября 2004 г.). Источник: расчеты Росбанка

Табл. 5. Средневзвешенная ставка по привлеченным рублевым средствам

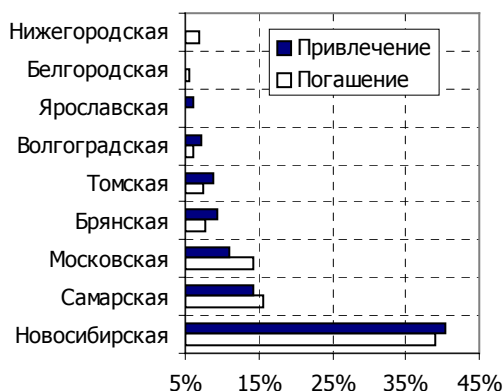
Дата	Ставка
1-января-02	23.3%
1-января-03	23.4%
1-января-04	19.2%
1-сентября-04	16.5%

Источник: УФИНП Мэрии Новосибирска

Приложение 2: Обороты по кредитам и рефинансирование долга

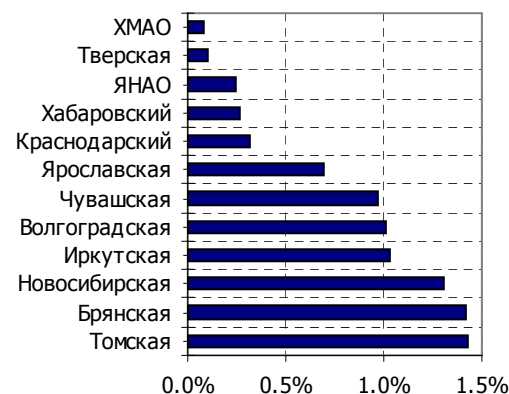
Поскольку оперативная бюджетная статистика по отдельным городам в систематизированном виде участникам рынка недоступна, мы вынуждены использовать обобщенные данные Минфина РФ по исполнению бюджетов всех муниципальных образований того или иного региона. Ошибка такого приближения не будет слишком большой, поскольку бюджеты областных / краевых центров и столиц республик в абсолютном большинстве случаев являются самыми крупными, и именно на них приходится наиболее значительная доля «кредитной» активности. Данные по Новосибирску подтверждают возможность использования совокупной статистики по местным бюджетам в качестве заменяющей переменной при анализе крупнейшего в регионе местного бюджета. Если допустить справедливость этого предположения, тогда «кредитная» активность крупнейших местных бюджетов в Новосибирской области является самой высокой по всем регионам, облигации которых представлены на рынке (рис. 1). Так, с начала этого года крупнейшие муниципалитеты области в сумме привлекли и погасили кредитов более чем на 1/3 от доходов, полученных за это время. Это явно отличается от остальных эмитентов, более чем вдвое опережая местные бюджеты Московской и Самарской областей, также активно работающих с банками.

Рис. 2-1. Привлечение и погашение банковских кредитов с начала года как доля доходов



Суммарные показатели по всем местным бюджетам за январь-август 2004 г. Только регионы с привлечением кредитов более 5% доходов. Источник: Минфин РФ, расчеты Росбанка

Рис. 2-2. Сальдо привлечения и погашения кредитов с начала года как доля доходов



Суммарные показатели по всем местным бюджетам за январь-август 2004 г. Только регионы с положительным сальдо. Источник: Минфин РФ, расчеты Росбанка

Однако мы обращаем внимание инвесторов на то, что наращивание задолженности перед банками – т.е. сальдо операций по привлечению и погашению – у муниципалитетов Новосибирской области хотя и находится на высоком уровне, но все же вполне сопоставимо с другими регионами. С начала года по 1 сентября долг местных бюджетов банкам вырос на 1.3% собранных за это же время доходов, и по этому показателю Новосибирская область находится «между» Иркутской и Томской (рис. 2).

Столь значительная разница в оценке активности работы с банками показывает, что инвесторам стоит четко различать такие цели привлечения займов, как рефинансирование долга и закрытие временных кассовых разрывов («перекредитовка»). В обоих случаях отчетность может показывать почти бездефицитный первичный бюджет, однако если происходит реальное рефинансирование (погашение старых займов за счет привлечения новых), то при высокой задолженности и высоких ставках долговая динамика может становиться неконтролируемой – совокупный долг может расти очень быстро. С другой стороны, в случае частых временных «перекредитовок» новые займы привлекаются только до момента поступления доходов, которыми предполагалось финансировать соответствующие расходы. В этой ситуации большие обороты по кредитам могут оставлять совокупный долг практически неизменным. Мэрия Новосибирска подтвердила наше предположение о том, что очень значительная доля оборотов приходится на те банки, перед которыми объем единовременной задолженности сохраняется на примерно постоянном уровне. Мы считаем это хорошим аргументом в пользу того, что значительная доля кредитной активности города приходится на закрытие действительно временных разрывов. Этот фактор, на наш взгляд, должен быть оценен рынком позитивно.

Инвесторам также стоит иметь в виду, что по всем регионам (включая и те, в которых города не выпускали биржевых займов) наблюдается следующая устойчивая закономерность: там, где бюджет крупнейших городов обслуживает не казначейство, а банк, обороты по кредитам находятся на более высоких уровнях, очевидно из-за более легкой доступности кредита. Новосибирск попадает именно в эту категорию.

Относительно финансирования дефицита в нем указывается, что «практиковалось также получение краткосрочных кредитов с ежедневным погашением основного долга». Согласно информации УФИМП Мэрии, такая структура платежного графика применялась только для небольших кредитов, предоставлявшихся одним из региональных банков. В отношении заемных средств крупнейших банков-кредиторов схема погашения традиционно предусматривала либо однократное закрытие долга для сравнительно небольших сумм, либо поэтапную (чаще всего ежемесячную) амортизацию после льготного периода. В настоящее время город практически полностью отошел от использования более высокой частоты погашений задолженности.

Хотя долговая нагрузка города является значительной, риски рефинансирования сейчас представляются нам приемлемыми. На период обращения размещаемого займа мы не ожидаем кардинального ухудшения ликвидности банковской системы, а присутствие среди наиболее крупных кредиторов города государственных банков будет служить дополнительной степенью защиты для размещаемого выпуска. В целом, по нашему мнению, пока доходная часть бюджета показывает хорошие темпы роста, городской долг Новосибирска остается достаточно управляемым даже несмотря на нарастание общей задолженности и сохраняющийся первичный дефицит.

Соотношение ставок по городским и областным облигациям

Мы неоднократно останавливались на вопросе о том, каким должно быть соотношение справедливых доходностей по облигациям регионов и городов, входящих в их состав. По нашему мнению, в нормальных ситуациях ставки по городским долгам должны быть выше ставок по долгам регионов. Именно такая закономерность прослеживается по рыночным котировкам в большинстве «парных» выпусков (Красноярский край – город Красноярск, Башкирия – город Уфа, Волгоградская область – город Волгоград). Рейтинговые агентства, видимо, разделяют эту точку зрения (Прил. 3). Единственное на российском рынке исключение – пара

Новосибирская область и город Новосибирск. Даже с учетом различий в дюрации доходность областного долга зачастую превышает доходность по городским облигациям: средний спред за почти год обращения обоих выпусков составляет 98 базисных пунктов, при том что разница в дюрации объясняет только премию около 60 б.п. (рис. 1).

Мы полагаем, что в настоящий момент кредитное качество города Новосибирска по-прежнему выглядит несколько лучше, чем Новосибирской области. Такой вывод базируется на данных и оценках, приведенных в табл. 6. В частности, для города покрытие долга доходами

Приложение 3: Как оценивают «парных» эмитентов рейтинговые агентства

Единственное агентство, в настоящий момент рейтингуемое как регионы РФ, так и города, - это Standard & Poor's. По его версии ни один из российских муниципалитетов не имеет более высокого (или хотя бы сопоставимого) рейтинга, чем его «родительский» регион – по крайней мере по тому небольшому списку эмитентов, которые отрейтингованы на сегодня¹. Фактор нестабильности межбюджетных отношений может считаться гораздо более важным для оценки кредитоспособности, чем, например, показатели долговой нагрузки или другие важные соображения. Как нам кажется, именно такой является позиция агентства Standard & Poor's. В случае Башкортостана и Уфы долговая нагрузка (по отношению накопленного долга к собственным доходам) вполне сопоставима, как и долговая нагрузка между Московской областью и ее районами. В то же время рейтинги муниципалитетов на 2, а по российской шкале – на 3-6 ступеней ниже, чем рейтинги регионов. В случае Ханты-Мансийского округа и города Сургута ситуация еще более показательна: у Сургута долгов нет вообще, у ХМАО – 5% собственных доходов, и тем не менее рейтинг города на 2-3 ступени ниже.

Табл. 3-1. Разрыв в рейтинговых оценках Standard&Poor's между регионами и входящими в их состав муниципалитетами (по состоянию на 1 ноября 2004 г.)

Регион	Рейтинг	Муниципалитет	Рейтинг	Разрыв
Башкортостан	BB- (стаб.)	Уфа	B (стаб.)	2 ступени
Московская обл.	BB- (стаб.) ruAA-	Балашихинский р-н	B- (стаб.)	3 ступени
		Клинский р-н	B- (стаб.)	3 ступени
		Балашихинский р-н	ruBBB	5 ступеней
ХМАО	BB- (стаб.) ruAA	Клинский р-н	ruBBB-	6 ступеней
		Сургут	B (стаб.) ruA-	2 ступени 3 ступени

Для Московской обл. и ХМАО первая строка – рейтинг по международной шкале, вторая строка – по российской национальной шкале. Источник: Standard&Poor's

¹ Однако даже в недолгой «новой» российской истории были и обратные примеры. Служба EA-Ratings – предшественник российского S&P – в отдельных случаях рейтинговала некоторые муниципалитеты гораздо выше, чем их «вышестоящие» регионы. Например, подмосковные Дубна и Мытищинский район в мае 2000 г. получили сравнительно высокий рейтинг 4(re) при дефолтном рейтинге области s2(p1). Также см. статью аналитического директора S&P А. Новикова в «Рынке ценных бумаг» №8 за 1999 г.

выглядит чуть более уверенно, а относительный дефицит – чуть ниже (хотя и в этом случае моменты, изложенные в Прил. 2, могут существенно искажать отчетность). Кроме того, инвесторы вряд ли смогут оставить без внимания недавно прошедшее в СМИ сообщение о требовании ряда банков к областному бюджету о досрочном погашении кредитов. В то же время мы подчеркиваем, что по положению бюджета Новосибирской области в части рефинансирования долга большинство инвесторов по-прежнему остается недостаточно информированным. Вполне возможно, что если новые позитивные данные будут раскрыты в процессе подготовки к планируемому областному выпуску на 2 млрд. руб., то мы изменим свою оценку и будем считать нынешние уровни спрэдов между областью и городом завышенными.

Оценка справедливой доходности размещаемого выпуска

Дебютный послекризисный биржевой выпуск городских облигаций Новосибирска размещался с 22 декабря 2003 г. на внебиржевом рынке (весь объем размещен до 16 февраля 2004 г.). Объем эмиссии облигаций выпуска RU25001NSB0 составляет 1.5 млрд. руб., постоянная купонная ставка – 16% годовых. С начала торгов на вторичном рынке спрэд Новосибирска к московской кривой находился около 850 б.п. Затем, по мере улучшения рыночной ситуации и активизации спроса на инструменты с относительно широким спрэдом к базовым кривым, премия доходности облигаций Новосибирска к Москве снизилась ниже 300 б.п. Последовавшая коррекция возвратила спрэды на уровень 500-600 б.п. (рис. 2). Такие уровни спрэдов приводят к тому, что в настоящее время облигации Новосибирска по-прежнему отличаются довольно высоким уровнем доходности, обычно превышающим доходности других крупных муниципальных заемщиков – Красноярска и Уфы (рис. 3).

Мы считаем, что как это и было на протяжении последнего года, на вторичном рынке облигации Новосибирска должны торговаться по доходности, превышающей доходности облигаций городов Красноярск и Уфа, но несколько ниже доходности Новосибирской области (с учетом различий в сроках погашения). В то же время мы считаем, что на первичном рынке при размещении планируемого выпуска инвесторы могут рассчитывать на некоторую премию к уровням вторичного рынка. В целом наша оценка ожидаемой доходности выпуска RU31002NSB1 при размещении лежит в диапазоне от 12.25% до 12.50% годовых ближе к его нижней границе.

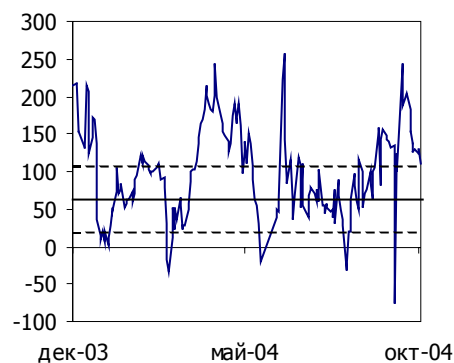
□

Табл. 6. Основные бюджетные показатели области и города за январь-август 2004 г. (млн. руб., если не указано иное)

	Область	Город
Доходы (млрд. руб.)	10.92	7.41
Расходы (млрд. руб.)	12.66	8.49
Профицит (млрд. руб.)	-1.74	-1.08
... как доля доходов	-15.9%	-14.6%
Обслуживание долга	451.3	365.4
... как доля расходов	3.6%	4.3%
Рост рыночного долга	1884.6	1037.8
Привлечение кредитов (несальдированное)	21289.9	4120.0
Покрытие погашаемого рыночного долга доходами	56%	186%
Отношение накопленного долга к доходам за 8 мес.	63%	57%

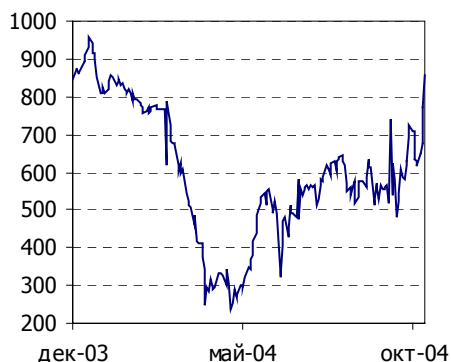
Рыночный долг – кредиты и ценные бумаги.
Источник: расчеты и оценки Росбанка

Рис. 1. Спрэды доходностей между облигациями RU25001NSB0 и RU25011ANO0 (базисных пунктов)



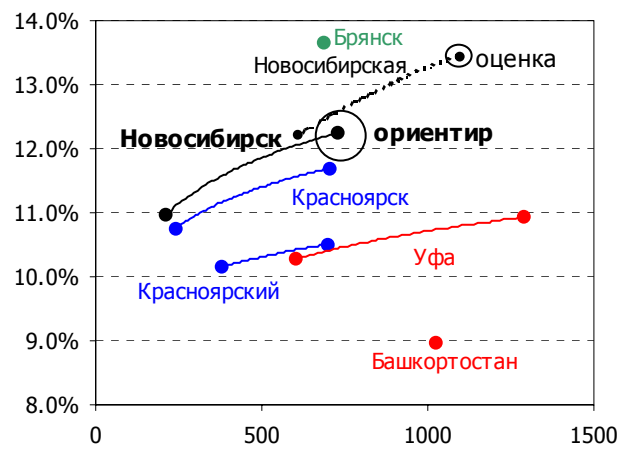
Горизонтальными линиями обозначена средняя премия за более длительный срок обращения (линейная оценка среднего наклона кривой доходности, для данной пары равна 60 б.п.) и по одному стандартному отклонению (55 б.п.) этой величины в обе стороны. Средняя премия: Московская обл. (2-3), Якутия (4-5), Уфа (3-4), только дни со сделками. Источник: ММВБ, расчеты Росбанка

Рис. 2. Спрэды доходности облигаций Новосибирска к Москве (базисных пунктов)



К 33 выпуску Москвы. Источник: ММВБ, расчеты Росбанка

Рис. 3. Кривые доходности по муниципальным облигациям (24 ноября)



По ценам последних сделок или по средней цене между лучшей покупкой и продажей в основном торговом режиме ММВБ 24 ноября. По горизонтали — дней до погашения, по вертикали — эффективная доходность к погашению (годовых). Среди приведенных на графике бумаг амортизационных выпусков нет. Оценка доходности планируемого выпуска Новосибирской области RU25012ANO0 — по опубликованной информации генерального агента выпуска (Вэб-инвест Банк). Источник: ММВБ, расчеты Росбанка

Адрес 107078, Москва, ул. Маши Порываевой, 11
Интернет <http://www.rosbank.ru>

Конъюнктурно-аналитическое управление

Телефон	+7 (095) 725-5754
Факс	+7 (095) 725-5754
E-mail	research@mx.rosbank.ru
Макроэкономика	Пантюшин Владимир
Фондовый рынок	Стоянов Андрей
Долговой рынок	Гришин Петр, Голубок Антон
Валютный рынок	Супрунов Павел, Бобовников Андрей

Департамент инвестиционно-банковских услуг

Телефон	+7 (095) 234-0947	
Факс	+7 (095) 721-9550	
Директор Департамента	Порхун Алексей	+7 (095) 234-0947

Управление рынков капитала

Инициирование	Афонский Михаил	+7 (095) 204-9427
	Королев Роман	+7 (095) 234-9082
	Якимова Виктория	+7 (095) 725-5494
	Борзунова Дарья	+7 (095) 232-9807
	Головчанова Ирина	+7 (095) 232-9831
Синдикация	Кизилова Вера	+7 (095) 232-9807
	Плауде Артур	+7 (095) 204-7952
	Морозов Дмитрий	+7 (095) 725-5477

Департамент Казначейских операций

Телефон	+7 (095) 232-9828
Факс	+7 (095) 725-2405

Управление операций на фондовом рынке

Торговые операции	Черняков Станислав
	Демин Михаил
	Рожков Алексей

Управление по работе с долговыми инструментами

Начальник Управления	Ферафонов Александр
Внешний долг	Сытников Дмитрий
	Шошин Роман
Внутренний долг	Королев Василий
	Соловьев Александр
Вексельный долг	Зайцев Дмитрий

Клиентские операции

Телефон	+7 (095) 725-5713
	+7 (095) 234-0986
E-mail	sales@broker.rosbank.ru
Внутренний долг/	Аграчев Филипп
Внешний Долг	Енуков Дмитрий
	Макова Елена

Актуальность приведенной информации

Данные приведены по состоянию на 1 ноября 2004 г., если не указано иное. Приведенная дата может не совпадать с датой публикации настоящего материала.

Уведомления и ограничение ответственности

Настоящий материал подготовлен Конъюнктурно-аналитическим управлением (КАУ) Росбанка. Он выражает только мнение КАУ и не должен считаться выражением официального мнения Росбанка или мнений иных структурных подразделений Росбанка. Все ссылки в тексте настоящего материала на «Росбанк» или «расчеты Росбанка» соответственно обозначают «КАУ Росбанка» и «расчеты КАУ Росбанка». При подготовке настоящего материала использовались данные многочисленных открытых источников, которые по возможности указываются в тексте. КАУ Росбанка не несет ответственности за достоверность такой информации, хотя она и была по возможности проверена. Росбанк не гарантирует полноты изложенной в настоящем материале информации. Инвесторы не должны предполагать, что настоящий материал является исчерпывающим в описании соответствующего сегмента рынка, или что он содержит всю существенную информацию, имеющую отношение к принятию соответствующих инвестиционных решений. Настоящий материал не содержит рекомендаций по покупке, продаже или совершению иных операций с ценными бумагами, несмотря на то, что в нем сообщаются факты и высказываются оценки, которые могут иметь прямое отношение к кредитному качеству отдельных упоминающихся ценных бумаг и/или эмитентов ценных бумаг. Настоящий материал не был согласован с упоминающимися в нем эмитентами ценных бумаг и/или проверен ими на наличие фактических неточностей. Росбанк в лице Департамента инвестиционно-банковских услуг и/или Департамента Казначейских операций и/или иных структурных подразделений может иметь прямой или опосредованный интерес в котировках ценных бумаг, упоминающихся в настоящем материале. В частности, указанные или иные структурные подразделения Росбанка могли или могут принимать участие в организации, размещении, поддержании вторичного рынка и участии во вторичном рынке по выпускам таких бумаг. Тем не менее, КАУ Росбанка подтверждает, что все приведенные в настоящем материале мнения являются добросовестными мнениями КАУ Росбанка и отражают его собственный взгляд по соответствующим вопросам.