

Региональный рынок облигаций – штиль перед штормом?

Н.В. АНОХИН, кандидат экономических наук,
Сибирский филиал ПАО Московская биржа

В.А. КАРАВАЕВ, кандидат экономических наук,
Сибирский филиал ПАО Московская биржа

С.Е. КОЛБИН, кандидат технических наук,
Сибирский филиал ПАО Московская биржа

Н.Г. ПРОТАС, кандидат экономических наук,
ФГБОУ ВО Новосибирский государственный университет
экономики и управления «НИНХ»

В статье приведены количественные оценки потенциальной емкости регионального рынка облигаций, степени его развития и возможного роста, полученные на основе сравнения объемов привлечения инвестиций на рынке облигаций в федеральных округах РФ. Потенциальная ёмкость регионального рынка облигаций оценивалась в двух аспектах: с точки зрения возможных объёмов рынка облигаций («регион – инвестор») и их выпуска («регион – эмитент») с использованием открытых данных официальной статистики, характеризующих инвестиционные возможности и потребности регионов. Оценивалась также степень реализации потенциала облигационного рынка в федеральных округах РФ с помощью индексного подхода. Проведена кластеризация регионов по интегральному индексу, сделаны выводы о возможности роста объемов облигационного рынка в РФ, а также о необходимых для этого мерах.

Ключевые слова: облигации, индексный метод оценки, потенциал рынка в региональном разрезе, привлечение инвестиций

Развитие рынка облигаций – один из главных трендов на финансовом рынке Российской Федерации. Вопросы расширения публичных заимствований корпоративного и государственного секторов экономики для привлечения инвестиционных ресурсов через выпуск облигаций значительное внимание уделяют как Правительство РФ и Центральный банк России (далее – Банк России), так и инвестиционные институты и инфраструктурные организации финансового рынка РФ.

Для корпоративных и государственных (муниципальных) заемщиков привлечение денежных ресурсов путем размещения облигаций является реальной альтернативой традиционному банковскому кредитованию. А для потенциальных инвесторов в условиях снижающихся процентных ставок по банковским вкладам и депозитам облигации становятся все более привлекательными для вложения свободных финансовых средств.

Исследовательская группа сотрудников кафедры финансового рынка и финансовых институтов Новосибирского государственного университета экономики и управления провела сравнение объемов привлечения инвестиций на рынке облигаций в федеральных округах РФ с целью получить количественные оценки потенциальной ёмкости регионального рынка облигаций, степени его развитости и возможного роста. В исследовании использовались открытые показатели Федеральной службы государственной статистики (Росстат) и Банка России, а также данные по размещению облигаций за 2015 г., представленные на сайте Небанковской кредитной организации АО «Национальный расчетный депозитарий» (далее – НКО АО НРД) [1].

Оценка потенциальной ёмкости регионального рынка облигаций

Ёмкость рынка облигаций оценивалась в двух аспектах:

- «регион – инвестор» – потенциально возможный объём рынка облигаций в регионе;
- «регион – эмитент» – потенциально возможный объём выпуска облигаций в регионе.

Для получения количественной оценки потенциальной ёмкости рынка были выбраны следующие показатели, наиболее адекватно характеризующие инвестиционные возможности и потребности регионов:

- 1) объём вложений в банковские финансовые инструменты (на основе информации Банка России [2]);
- 2) объём инвесторского потенциала – сумма прибыли прибыльных предприятий региона и объёма доходов населения, используемого для финансовых накоплений (по данным Росстата [3]).

Для оценки *эмиссионных потребностей* региона на рынке облигаций использовались такие показатели, как:

- 3) объём привлеченных инвестиций в основной капитал [3];
- 4) потребность региона в инвестициях – инвестиционный «аппетит» региона (по данным государственного реестра инвестиционных проектов, публикуемого на инвестиционном портале субъекта РФ);
- 5) объём выпущенных облигаций к 1 доллару валового внутреннего продукта.

При оценке по первому критерию мы экспертно определили дополнительный «накопленный» потенциал как возможность перераспределения в объеме до 1/3 накопленных денежных средств в банковских инструментах во вложения в облигации. Объем перераспределения сложился с учетом ответов респондентов (эксперты финансового рынка).

В отличие от первого, экспертная оценка по второму и третьему критериям была сведена к возможности вовлечения средств во вложения в облигации в объеме 50% от общей величины ресурса. Респонденты-эксперты подтвердили возможность использования до половины инвесторского потенциала для вложений в облигации и привлечения до половины привлекаемого объема инвестиций в основной капитал через размещение облигаций.

В подтверждение реальности указанных процессов приведем выдержку из ежеквартального информационно-аналитического материала Банка России «Финансовое обозрение: условия проведения денежно-кредитной политики» № 2 за II квартал 2017 г.: «Осторожная политика банков проявлялась... в ожидаемом продолжении замещения кредитов более ликвидным активом – корпоративными облигациями. В первом полугодии 2017 г. на рубль кредитов, выданных банками, приходилось почти два рубля, вложенных в облигации российских компаний, то есть средства банков фактически поступали в экономику, но не через кредитный рынок. Наряду с банками продолжали наращивать вложения в корпоративные облигации и небанковские финансовые посредники. В итоге корпоративные облигации стали основным источником фондирования российского небанковского сектора» [4].

Далее представим результаты оценки потенциальной ёмкости рынка облигаций за 2015 г. по каждому из пяти выбранных показателей-критериев в разрезе федеральных округов РФ. В таблице 1 представлены расчетные оценки ёмкости рынка по первым трем группам критериев.

1. По результатам оценки ёмкости регионального рынка облигаций по объёму вложений в банковские финансовые инструменты был выявлен существенный – в шесть раз – разрыв в возможностях между федеральными округами. Лидером по «накопленному» потенциалу стал Центральный федеральный округ (ЦФО): доля региона составила 61%, или свыше 7 трлн руб., которые могут быть перераспределены в облигационный фонд.

Наименьший потенциал – у Северо-Кавказского федерального округа (СКФО): 1% от общероссийского, или в абсолютном значении более 128 млрд руб. Максимально приближены к лидеру Приволжский (ПФО) и Северо-Западный (СЗФО) федеральные округа, объем потенциала каждого из которых соответствует около 10% от общероссийского уровня (более 1,1 трлн руб.).

Таблица 1. Оценка ёмкости региональных рынков облигаций в федеральных округах РФ по трем группам критериев за 2015 г.

Федеральный округ	Оценка по объему:								
	вложений в банковские финансовые инструменты (1/3 от объема вложений)			инвесторского потенциала (1/2 финансовых ресурсов на накопление)			привлеченных инвестиций в основной капитал (1/2 привлечения инвестиций)		
	объем, млн руб.	доля в РФ, %	рэн-кинг	объем, млн руб.	доля в РФ, %	рэн-кинг	объем, млн руб.	доля в РФ, %	рэн-кинг
Центральный	7371 022	60,73	1	3317734,39	34,18	1	962313,53	27,75	1
Северо-Западный	1 144 188	9,43	3	1 017 403,94	10,48	4	362 735,83	10,46	5
Южный	510 887	4,21	6	530 941,29	5,47	7	399 810,81	11,53	4
Северо-Кавказский	128 327	1,06	8	296 527,85	3,06	8	154 958,55	4,47	8
Приволжский	1 253 375	10,33	2	1 605 487,08	16,54	2	500 532,85	14,44	2
Уральский	680 917	5,61	4	1 364 560,35	14,06	3	497 788,75	14,36	3
Сибирский	652 316	5,37	5	1 016 373,77	10,47	5	331 865,09	9,57	6
Дальневосточный	395 907	3,26	7	557 142,09	5,74	6	257 306,11	7,42	7
Всего по РФ	12 136 939	100,00		9 706 170,76	100,00		3 467 311,52	100,00	

2. Оценка ёмкости регионального рынка облигаций по объёму инвесторского потенциала рассчитывается как годовой потенциал инвестиций субъектов региона на рынке облигаций, равный 1/2 суммы годовой прибыли прибыльных предприятий и объёма доходов населения, идущего на финансовые накопления. По результатам расчетов, наилучшее положение у ЦФО: ёмкость рынка облигаций по объёму инвесторского потенциала на 2015 г. составила 3,3 трлн руб., или 34% от возможностей РФ. ПФО и Уральский федеральный округ (УФО) занимают второе и третье места в рейтинге оценки (1,6 трлн руб. и 1,3 трлн руб., или 17% и 14% от общероссийского уровня соответственно). Наименьшая ёмкость рынка – у СКФО (3% от уровня РФ, или 296 млрд руб.).

3. Оценка ёмкости регионального рынка облигаций по объёму привлеченных инвестиций в основной капитал рассчитывается как годовой потенциал привлечения инвестиций путем размещения

облигаций субъектами региона (1/2 объёма привлеченных инвестиций в основной капитал). Результаты анализа показали достаточно равномерность распределения потенциала между округами РФ. Можно выделить несколько однотипных групп округов с одинаковыми возможностями диверсификации привлеченных инвестиций в рынок облигаций. В первую группу, потенциальные возможности которой колеблются в диапазоне от 11 до 15% от общероссийского уровня, входят ПФО, УФО, Южный федеральный округ (ЮФО), во вторую (от 6 до 10%) – СЗФО, Сибирский (СФО) и Дальневосточный (ДФО) федеральные округа. ЦФО и СКФО не попали ни в одну из групп. Потенциальный объем рынка облигаций в ЦФО может возрасти на 962 млрд руб., что составляет 28% от общего по стране.

4. Попытка оценить потенциальную ёмкость рынков облигаций регионов как эмитентов через потребности в инвестициях для реализации планируемых инвестиционных проектов (инвестиционный «аппетит» региона) по данным, содержащимся в государственных реестрах инвестиционных проектов субъектов РФ, опубликованных на официальных интернет-сайтах, столкнулась с рядом трудностей, связанных с подготовкой и формированием этих реестров.

Во-первых, отсутствует единая методика формирования реестров по регионам, принятые методики отбора и оценки инвестиционных проектов несопоставимы, что приводит к явным перекосам в определении потребностей регионов в инвестициях.

Во-вторых, представляется необходимым аудит составления государственного реестра инвестиционных проектов в регионах со стороны регулирующих и контролирующих государственных органов на предмет единообразия и унификации используемых методов и подходов.

В-третьих, отсутствуют единые реестры инвестиционных проектов по федеральным округам РФ.

Перечисленные обстоятельства не позволили получить корректную количественную оценку потенциальной ёмкости региональных рынков облигаций и провести межрегиональное сравнение на основе анализа государственных реестров инвестиционных проектов субъектов РФ.

5. Оценить потенциальную ёмкость рынка облигаций РФ (по объёму выпущенных облигаций к 1 доллару США валового

внутреннего продукта в межстрановом сравнении) можно на основе сопоставления соотношений уровней долга к объёму валового внутреннего продукта в РФ и других странах (табл. 2) [5].

Таблица 2. Объем корпоративного долга в России, США и Китае на 01.01.2016 г.

Страна	Объем долга, долл.	% к объему ВВП
Россия	680 млрд	56
США	13 трлн	71
Китай	18 трлн	170

Источник: [5].

По данным НКО АО НРД, на начало 2016 г. корпоративный долг российских корпоративных эмитентов в зарегистрированных в НРД и размещенных на рынке облигациях составлял около 110 млрд долл. (16% от общего корпоративного долга в РФ).

Если предположить, что корпоративный долг РФ в расчете к объему ВВП вырастет до уровня США, а его доля в российских облигациях увеличится до 20% (по данным Банка России, на начало II квартала 2017 г. она уже превысила 19%), возможно наращивание корпоративного долга в облигациях более чем в 1,5 раза – до 172,4 млрд долл. (на начало 2016 г. – 12068 млрд руб.).

Если доля размещенных субфедеральных и муниципальных облигаций по отношению к корпоративным облигациям останется неизменной (8%), то общий объем размещенных облигационных займов можно оценить в 13033 млрд руб.

Итак, приведенные выше количественные оценки потенциальной ёмкости рынка облигаций в Российской Федерации и в разрезе федеральных округов в целом показывают возможности значительного роста объема этого рынка. В частности, за счет перераспределения части накопленных вложений в банковские финансовые инструменты во вложения в облигации объем облигационного рынка РФ может быть увеличен более чем в 2,5 раза – до почти 20 трлн руб. (объем размещенных облигаций на конец 2015 г. см. в табл. 3, оценка дополнительного «накопленного» потенциала – см. табл. 1).

Расчетные показатели объемов размещения, долей федеральных округов и их ранжирования (рэнкинг) на основе данных НКО АО НРД приведены в таблицах 3–4.

Таблица 3. Привлеченные денежные средства при размещении на рынке облигаций по федеральным округам РФ на конец 2015 г. (накопленный облигационный долг), млн руб.

Федеральный округ	Объем размещенных облигаций:			Доля в РФ, %	Рэнкинг
	корпоративных	субфедеральных и муниципальных	всего		
Центральный	6379 892,29	193 411,85	6573 304,14	81,04	1
Северо-Западный	493 523,22	43 085,00	536 608,22	6,62	2
Южный	125 388,00	45 100,01	170 488,01	2,10	5
Северо-Кавказский	10 000,00	10 000,00	20 000,00	0,25	8
Приволжский	218 390,00	144 000,94	362 390,94	4,47	3
Уральский	134 900,31	20 000,00	154 900,31	1,91	6
Сибирский	135 000,00	123 515,11	258 515,11	3,19	4
Дальневосточный	18 433,96	16 500,00	34 933,96	0,42	7
Всего по РФ	7515 527,78	595 612,91	8 111 140,69	100,00	

Таблица 4. Привлечение денежных средств при размещении на рынке облигаций по федеральным округам РФ за 2015 г., млн руб.

Федеральный округ	Объем размещенных облигаций:			Доля в РФ, %	Рэнкинг
	корпоративных	субфедеральных и муниципальных	всего		
Центральный	1 718 522,21	12 250,00	1 730 772,21	80,76	1
Северо-Западный	124 789,80	10 000,00	134 789,80	6,29	2
Южный	60 765,00	11 100,00	71 865,00	3,35	4
Северо-Кавказский	10 000,00	0,00	10 000,00	0,47	7
Приволжский	47 400,00	31 500,00	78 900,00	3,68	3
Уральский	52 150,86	0,00	52 150,86	2,43	6
Сибирский	31 000,00	27 505,10	58 505,10	2,73	5
Дальневосточный	0,00	6 000,00	6 000,00	0,29	8
Всего по РФ	2 044 627,87	98 355,10	2 142 982,97	100,0	

Потенциальный годовой объем привлечения средств на рынке облигаций только за счет капитальных вложений в основную капитал может быть увеличен почти вдвое, а по инвесторскому потенциалу федеральных округов получена оценка возможного роста в 3–4 раза к уровню 2015 г.

Размер облигационного корпоративного долга РФ в сравнении с США и Китаем показывает, по самым скромным оценкам, возможность его роста более чем в 1,5 раза.

Оценка степени реализации потенциала облигационного рынка в федеральных округах РФ

Для оценки использовались данные НКО АО НРД [2] по размещению облигаций корпоративными, субфедеральными и муниципальными эмитентами РФ в 2015 г. в разрезе федеральных округов, а также данные об объеме размещенных и находящихся в обращении (не погашенных) облигационных выпусков на 01.01.2016 в разрезе федеральных округов РФ*.

Далее для анализа, оценки и сравнения степени реализации потенциала облигационного рынка по федеральным округам РФ использовался индексный подход. В ходе исследования выделены пять групп индексов и по ним проведены расчеты (табл. 5).

Таблица 5. Расчетные индексы реализации потенциала облигационного рынка в федеральных округах РФ в 2015 г.

Федеральный округ	Объем размещенных облигаций								Отношение объема вложений в облигации к вложениям в банковские финансовые инструменты на 01.01.2016	
	к ВРП		на душу населения		к оценке по объему привлеченных инвестиций в основной капитал		к оценке по величине инвестторского потенциала			
	1	2	3	2	1	2	1	2	1	2
Центральный	0,0762	1	44,35	1	1,7986	1	0,5216	1	0,8919	1
Северо-Западный	0,0199	2	9,73	2	0,3716	2	0,1324	3	0,4689	2
Южный	0,0157	3	4,40	3	0,1798	3	0,1354	2	0,3336	4
Северо-Кавказский	0,0059	6	1,03	7	0,0646	7	0,0338	7	0,1560	7
Приволжский	0,0080	5	2,66	6	0,1576	5	0,0492	5	0,2892	5
Уральский	0,0058	7	4,24	4	0,1048	6	0,0382	6	0,2274	6
Сибирский	0,0087	4	3,03	5	0,1762	4	0,0576	4	0,3963	3
Дальневосточный	0,0017	8	0,97	8	0,0234	8	0,0108	8	0,0882	8
Всего по РФ	0,0330		14,64		0,6180		0,2208		0,6684	

Примечание: 1 – млн руб./млн руб.; 2 – ранкинг; 3 – тыс. руб. на душу.

*Без учета валютных корпоративных облигаций по закрытой подписке, являющихся фактически оформлением кредитов непосредственных участников соответствующих проектов

Из таблицы 5 видно, что расчетные значения по всем индексам реализации потенциала облигационного рынка характеризуются огромным разбросом по величине между федеральными округами: разница в показателях лучшего из округов (ЦФО) и худшего (ДФО) – от 10 до более 75 раз. Значения всех индексов выше средних по РФ только у ЦФО, а у остальных семи округов – ниже средних.

Высокую степень дифференциации регионов по уровню развитости облигационного рынка подтверждает и информация Банка России о том, что на долю Москвы и Санкт-Петербурга приходится более 85% объема привлеченного корпоративного финансирования, и в них сконцентрированы более 50% российских эмитентов.

Для наглядного сравнения регионов и их группировки (кластеризации) по степени реализации ими потенциала облигационного рынка полученные значения групп индексов были пронормированы с использованием метода многомерной средней в интервале от 0 до 1, что позволяет оценивать и сравнивать показатели в разных единицах измерения (стоимостные, натуральные). Также это позволяет дать более объективную картину происходящих процессов, в отличие от методик, с помощью которых в настоящее время оценивается потенциал облигационного рынка, зачастую основанных на балльных и экспертных оценках.

Далее определен обобщающий интегральный индекс реализации потенциала облигационного рынка в регионах. Применение его методики позволяет получить агрегированный показатель по каждому федеральному округу с целью дальнейшей кластеризации округов. Обобщающий индекс рассчитывается как средняя величина полученных значений частных индексов.

Расчет интегрального индекса реализации потенциала облигационного рынка в регионах. Приведем формулу его расчета:

$$I_{\text{РПОР}} = I_{\text{ОРО/ВРП}} + I_{\text{ОРО/Дн}} + I_{\text{ОРО/ИОК}} + I_{\text{ОРО/ИП}} + I_{\text{ОРО/ВФИ}} / 5,$$

где $I_{\text{РПОР}}$ – интегральный индекс реализации потенциала облигационного рынка в регионах; $I_{\text{ОРО/ВРП}}$ – индекс объема размещенных облигаций к 1 руб. ВРП; $I_{\text{ОРО/Дн}}$ – индекс объема размещенных облигаций на душу населения; $I_{\text{ОРО/ИОК}}$ – индекс объема размещенных облигаций на 1 руб. инвестиций в основной капитал; $I_{\text{ОРО/ИП}}$ – индекс объема размещенных облигаций на 1 руб. инвестиционного потенциала; $I_{\text{ОРО/ВФИ}}$ – индекс объема размещенных облигаций на 1 руб. вложений в банковские финансовые инструменты.

В таблице 6 представлены результаты расчетов нормированных значений частных индексов и интегрального индекса.

Таблица 6. Индекс реализации потенциала облигационного рынка в регионах (нормированные значения)

Федеральный округ	Индекс объема размещенных облигаций					Интегральный индекс реализации потенциала облигационного рынка в регионах
	к 1 руб. ВРП	на душу населения	на 1 руб. инвестиций в основной капитал	на 1 руб. инвесторского потенциала	на 1 руб. вложений в банковские финансовые инструменты	
Центральный	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Северо-Западный	0,244	0,202	0,201	0,238	0,474	0,272
Южный	0,188	0,079	0,090	0,244	0,305	0,181
Северо-Кавказский	0,056	0,001	0,024	0,045	0,084	0,042
Приволжский	0,085	0,039	0,077	0,075	0,250	0,105
Уральский	0,055	0,075	0,047	0,054	0,173	0,081
Сибирский	0,094	0,047	0,088	0,092	0,383	0,141
Дальневосточный	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Ранжирование федеральных округов РФ по величине интегрального индекса реализации потенциала облигационного рынка в регионах. На рисунке 1 отображено ранжирование федеральных округов РФ по значениям интегрального индекса реализации потенциала облигационного рынка.

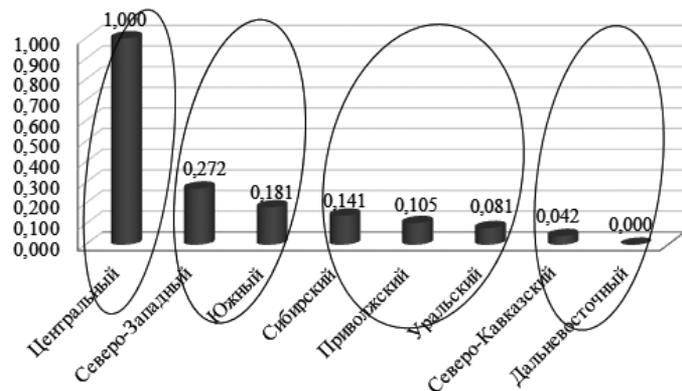


Рис. 1. Интегральный индекс реализации потенциала облигационного рынка в регионах

Кластеризация регионов по интегральному индексу

Из рисунка 1 видно, что федеральные округа РФ достаточно отчетливо делятся на четыре группы (кластера) по значению интегрального индекса реализации потенциала облигационного рынка (рис. 2).



Рис. 2. Кластеризация регионов по интегральному индексу

Кластеризация регионов за 2015 г. Отмеченную выше кластеризацию федеральных округов РФ по значению интегрального индекса за 2015 г. можно проиллюстрировать на карте РФ (рис. 3.)



Рис. 3. Кластеризация регионов РФ по значению интегрального индекса реализации потенциала облигационного рынка за 2015 г.

Выводы

Возможность роста объемов облигационного рынка в РФ в 2–3 раза в течение 3–5 лет, вытекающая из полученных нами оценок ёмкости рынка облигаций в федеральных округах, по нашему мнению, может быть достигнута прежде всего за счет реализации резервов развития рынка в «отстающих» федеральных округах, входящих в группы «средняков» и «аутсайдеров».

Для опережающего развития облигационного рынка в «отстающих» регионах и сглаживания вопиющего разрыва между регионами РФ в степени использования облигационных займов необходимы разработка и целенаправленное проведение целого комплекса мер со стороны как федеральных органов власти, регулятора и инфраструктурных организаций и участников финансового рынка, так и региональных органов власти, потенциальных эмитентов и региональных инвесторов.

Среди стимулирующих мер, принимаемых в последнее время на федеральном уровне для развития рынка облигаций, можно отметить следующие:

– внесение изменений в законодательство по снижению налогообложения доходов физических лиц по операциям с корпоративными облигациями и разработка системы страхования вложений в облигации по аналогии со страхованием банковских вкладов;

– подготовка Банком России поправок в законодательство, которые позволят сократить время размещения новых выпусков рублёвых облигаций до 24 часов, а также изменений в законодательство, которые, помимо упрощения эмиссионной документации, обеспечат возможность подачи документов на регистрацию в электронном виде и оптимизируют состав и объем раскрываемой эмитентом информации;

– разработка Московской биржей и НКО АО НРД и предоставление эмитентам онлайн-конструктора программ и условий выпуска биржевых и коммерческих облигаций.

Количество и диапазон факторов, определяющих развитие рынка облигаций в регионах, велики: от уровня финансовой грамотности населения и специалистов во властных структурах и корпорациях, их информированности в использовании инструментов облигационного рынка до развитости местного законодательства, инвестиционных институтов и инфраструктуры.

Некоторые из этих факторов можно определить количественно, но большинство носят качественный характер и могут быть получены только путем сравнительных экспертных оценок, проведения специальных обследований и опросов. Респондентами таких опросов могут быть участники финансового рынка, финансовые институты, представители власти и бизнеса.

На основе оценок качественных показателей – факторов развития регионального облигационного рынка (по аналогии с оценками рейтингов инвестиционного климата и инвестиционной привлекательности регионов) можно разработать сводный интегральный индекс (или рейтинг) облигационного «гостеприимства» для сравнения регионов. Этот индекс будет характеризовать относительную степень развитости и готовности региона с точки зрения реализации его потенциала в развитии рынка облигаций.

Литература

1. Небанковская кредитная организация акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» (НКО АО НРД). URL: <https://www.nsd.ru/ru/>
2. Центральный банк России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=pdko>
3. Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/regional_statistics/
4. Финансовое обозрение: условия проведения денежно-кредитной политики» ежеквартальный информационно-аналитический материал Банка России № 2 за II квартал 2017 г.
5. Корпоративный долг крупнейших стран мира и Китая! URL: <http://finobzor.ru/show-23412-korporativnyy-dolg-krupneyshih-stran-mira-i-kitay.html>