

## Раздел 3. Финансовые рынки и финансовые институты

### 3.1. Ключевые тенденции на внутреннем фондовом рынке<sup>1</sup>

#### 3.1.1. Сравнение характеристик двух российских кризисов

В 2015 г. продолжился самый длительный в истории российского фондового рынка спад, начавшийся в мае 2008 г. В 1997–1998 г. после длившегося немногим больше года падения индекса РТС на 91,3% и индекса ММВБ на 73,0% от предкризисного пика значения указанных индексов смогли восстановиться соответственно за 58 и 8 месяцев (табл. 1). После острой фазы кризиса 2008 г. оба фондовых индекса не могут восстановиться до сих пор: по состоянию на февраль 2016 г. индекс ММВБ в течение 88 месяцев, индекс РТС – 85 месяцев.

Таблица 1

**Финансовые кризисы 1997–1998 гг. и 2008–2009 гг. в России и последующее восстановление рынка (по состоянию на 29 февраля 2016 г.)**

	Кризис 1997–1998 гг.	Кризис 2008–2009 гг.
1. Падение от пика		
1.1. Глубина, %		
Индекс РТС	-91,3	-78,2
Индекс ММВБ	-73,0	-68,2
1.2. Продолжительность, мес.		
Индекс РТС	14	8
Индекс ММВБ	13	6
2. Восстановление, мес.		
Индекс РТС	58	85
Индекс ММВБ	8	88

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

Быстрому восстановлению рублевого индекса ММВБ после 1998 г. помогла 5-кратная девальвация рубля (рис. 1), а восстановление валютного индекса РТС затянулось почти на 5 лет. Полное восстановление российского фондового рынка произошло лишь ко второй половине 2003 г., однако на тот момент оно совпало с присвоением России инвестиционных суверенных рейтингов агентством Moody's 8 октября 2003 г., Fitch – 17 ноября 2004 г. и S&P – 31 января 2005 г. Получение российскими эмитентами доступа к дешевым иностранным заимствованиям наряду с ростом цен на нефть в середине 2000-х годов обеспечило бурный рост российского рынка акций и корпоративных облигаций.

<sup>1</sup> Автор раздела: А. Абрамов – РАНХиГС при Президенте РФ.

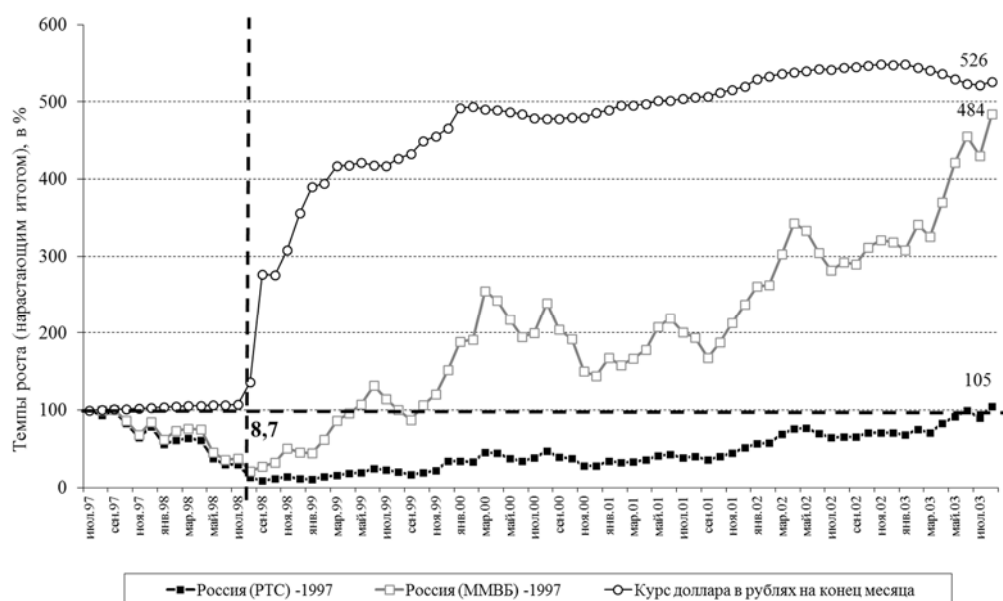


Рис. 1. Темпы роста курса доллара, индекса РТС и индекса ММВБ в 1997–2003 гг. (июль 1997 г. = 100%)

Источник: по данным Московской биржи и Банка России.

После кризиса 2008 г. курс рубля к доллару изменялся в форме W-образной кривой: с мая 2008 г. по февраль 2009 г. рубль был девальвирован на 50,5%; к апрелю 2001 г. курс рубля укрепился на 23,0%; с мая 2011 г. по август 2014 г. курс рубля вновь ослаб на 34,3%; с сентября 2014 г. по февраль 2016 г. в результате снижения нефтяных цен и полной либерализации курсовой политики Банка России курс рубля был ослаблен еще на 103,3% (рис. 2). В результате с мая 2008 г. по февраль 2016 г. рубль был девальвирован в 3,2 раза – с 23,74 до 75,09 руб. за доллар. Вслед за изменением курса рубля по аналогичной форме W-образной кривой изменялись значения индексов ММВБ и РТС. Однако их поведение заметно отличалось друг от друга. Рублевый индекс ММВБ с мая 2008 г. по февраль 2016 г. под воздействием девальвации рубля практически восстановился до предкризисного пика. Его значение в феврале 2016 г. достигло 95,6% от максимального значения мая 2008 г. Валютный индекс РТС в мае 2008 г. – январе 2009 г. достиг первого дна в размере 21,8% предкризисного пика; далее к марту 2011 г. он восстановился до 83,1%; однако затем опять снизился и остается на минимальном уровне 30–31% с января 2015 г. по февраль 2016 г. То есть в отличие от индекса ММВБ индекс РТС в настоящее время находится на уровне второго дна. При этом отношение иностранных инвесторов к вложениям в акции российских компаний предопределяются именно динамикой индекса РТС, отражающего валютный эквивалент стоимости инвестиций в данные акции.

В отличие от восстановления фондового рынка в начале 2000-х годов нынешний спад на рынке акций пока не сопровождается восстановлением цен на нефть (рис. 3) и упрощением доступа к иностранным инвестициям. Наоборот, в результате санкций государству и крупным компаниям фактически закрыт доступ к финансированию на американских и европейских рынках. По оценкам двух из трех международных рейтинговых агентств, суверенный рейтинг России был снижен с инвестиционного до «мусорного»

уровня: S&P – с 25 января 2015 г., Moody's – с 20 февраля 2015 г. Лишь Fitch сохраняло рейтинг страны на уровне инвестиционного, что было подтверждено в его решениях от 3 июля 2015 г. и 16 октября 2015 г. В этих условиях, несмотря на практически достигнутое восстановление индекса ММВБ, возможность для заметного повышения значения индекса РТС пока отсутствует.

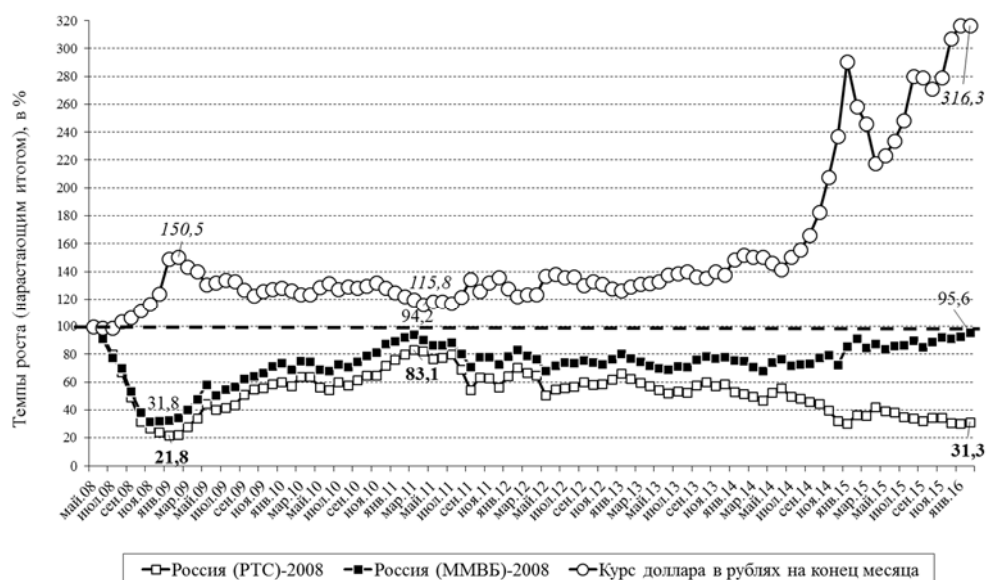


Рис. 2. Темпы роста курса доллара, индексов РТС и ММВБ с мая 2008 г. по февраль 2016 г. (май 2008 г. = 100%)

Источник: рассчитано по данным Банка России и Московской биржи.

Кризис 1997–1998 гг. был вызван не столько низкими ценами на нефть, сколько несбалансированной бюджетно-денежной политикой. Во время этого кризиса цены на нефть однократно упали до 41,7% от предкризисного пика, однако восстановились всего за 36 месяцев (рис. 3).

Достигнув пика среднемесячного значения 133,90 долл. за баррель в июле 2008 г., до настоящего времени цена на нефть изменяется по W-образной траектории. За 5 месяцев с июля 2008 г. она достигла первого дна в размере 31,1% от уровня предкризисного пика в октябре 2008 г. (рис. 3). Затем за 28 месяцев цена восстановилась до 92,0% от пика в феврале 2011 г.; следующие 58 месяцев она медленно снижалась до 22,9% от пика в январе 2016 г. Рост цен в последующий период позволяет предполагать, что в январе 2016 г. было достигнуто второе дно цен на нефть. Однако, в отличие от нефтяного кризиса 1990-х гг., по прогнозам международных финансовых организаций, в ближайшие годы цены на нефть будут сохраняться на умеренном уровне длительный период времени, демонстрируя, по словам ректора РАНХиГС В. Мау, «новую нефтяную реальность»<sup>1</sup>. Например, по прогнозам Всемирного банка 2015 г., средняя цена нефти в 2020 г. ожидается на уровне 65,3 долл. за баррель, а в 2025 г. – только 88,3 долл. за баррель<sup>2</sup>. Во

<sup>1</sup> Мау В. Вспомнить 1980-е // Ведомости. 16 февраля 2016 г.

<sup>2</sup> Commodity Markets Outlook. International Bank for Reconstruction and Development. The World Bank. October 2015. P. 41.

многим это обусловлено развитием новых технологий в сфере энергосбережения и добычи сланцевых нефти и газа, способствовавших восстановлению рыночных принципов функционирования нефтяных цен. Соответственно нынешний кризис в России является структурным, а не циклическим, что для финансового рынка означает восстановление его устойчивого роста лишь при условии проведения глубоких структурных преобразований в российской экономике.

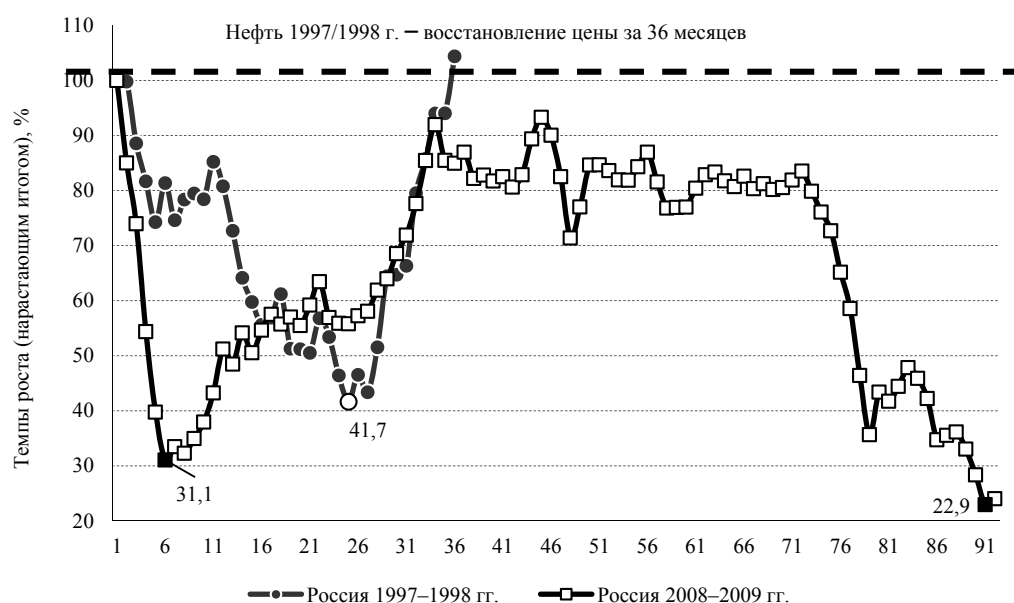


Рис. 3. Темпы роста цены на нефть марки Brent во время финансовых кризисов в России (пик цены = 100%) на январь 2015 г.

Источник: по данным IFS МВФ.

### 3.1.2. Текущий кризис на фоне мировых финансовых катаклизмов

На фоне прежних краткосрочных финансовых кризисов в мире (в США – в 1987, 2000 и 2007 гг., в Мексике – в 1994 г., в Индонезии и Бразилии – в 1997 г.), продолжавшихся 5–6 лет, нынешний спад индекса РТС, длящийся 7,7 года, уже стал рекордным (рис. 4). Данный кризис в России наряду с некоторыми другими развивающимися странами постепенно приобретает черты среднесрочного.

W-образная траектория восстановления индекса характерна для стран, где финансовые кризисы были связаны со структурными диспропорциями в экономике, такими как кризис в Южной Корее в 1989 г. и кризис в США на рынке акций инновационных компаний в 1999 г. (рис. 5). Выход из подобных кризисов обычно продолжался в течение более длительных периодов времени. Для этого страны, как правило, должны решить проблемы реструктуризации бизнеса эмитентов и повышения их глобальной конкурентоспособности. Два самых известных среднесрочных кризиса с W-образной траекторией – акций южнокорейских компаний и акций из индекса NASDAQ в США, начавшиеся соответственно в 1989 и 2000 гг., длились 183 и 177 месяцев. То есть по продолжительности они примерно в 2 раза превышали длительность текущего спада на российском рынке акций. По состоянию на 29 февраля 2016 г. индекс РТС, достигнув 31,3% от

предкризисного пика мая 2008 г., лишь нащупал новое дно. Нынешний кризис на рынке акций российских эмитентов продолжается 93 месяца, в то время как после обвала в 1997 г. индекс РТС восстановился за 72 месяца. В условиях долгосрочной неблагоприятной конъюнктуры на рынках энергоносителей необходимы компании – новые драйверы роста фондового рынка.

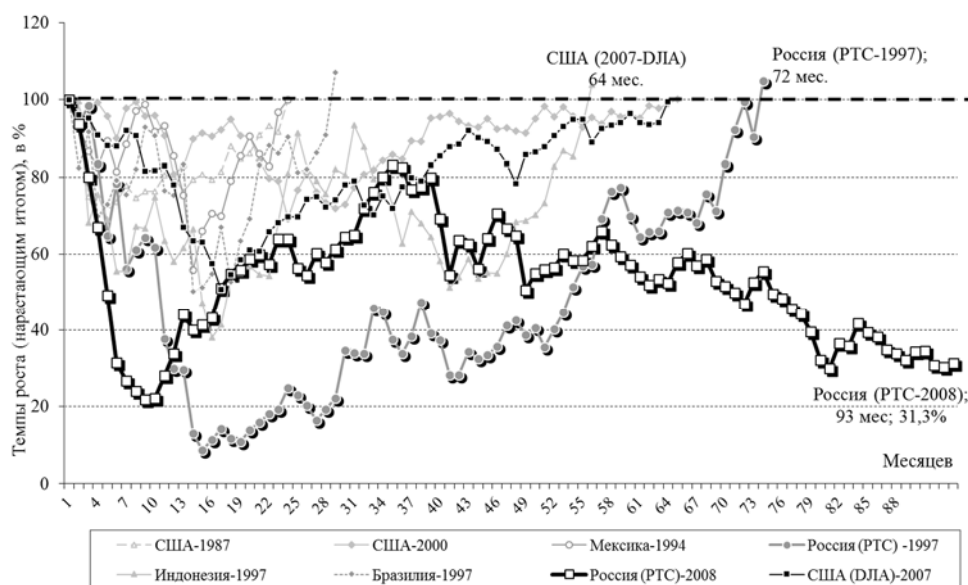


Рис. 4. Глубина и продолжительность краткосрочных финансовых кризисов в мире на 29 февраля 2016 г. (пик = 100%)

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи и [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com).

Самыми долгосрочными кризисами в истории фондового рынка являются спад американского рынка акций, порожденный Великой депрессией 1929–1933 гг., а также кризис акций японских компаний начиная с 1989 г. Восстановление фондового индекса «Доу–Джонс индастриал эвередж» (ДЖА) в США после Великой депрессии продолжалось 303 месяца, или 25,3 года. В 2015 г. данный антирекорд был побит японским индексом НИККЕИ-225, который по состоянию на февраль 2016 г. не может восстановиться в течение 314 месяцев, или 26,2 года, а его значение в феврале 2016 г. составляло лишь 41,2% максимального ежемесячного значения пика 1989 г.

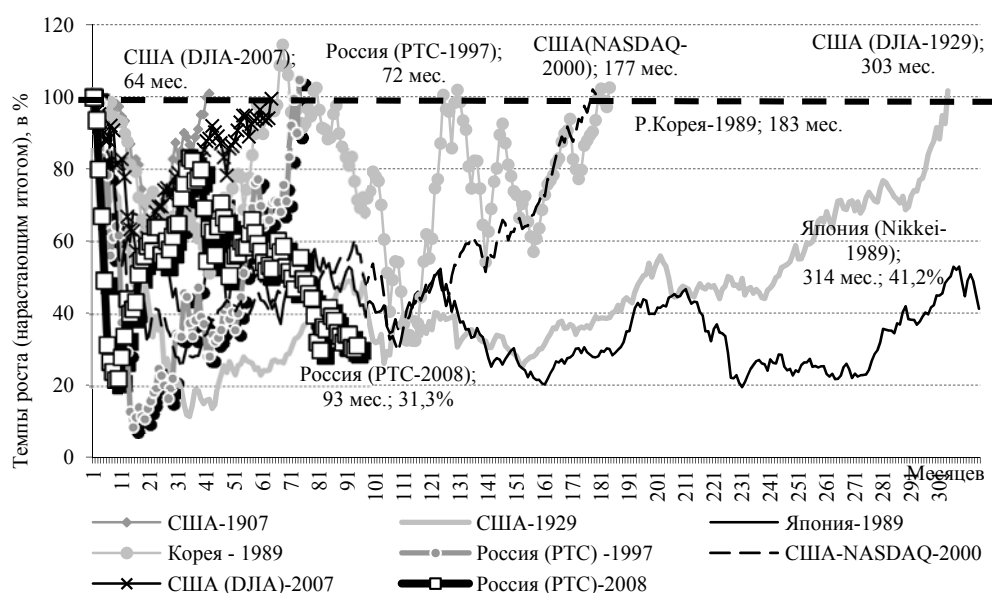


Рис. 5. Глубина и продолжительность долгосрочных финансовых кризисов в мире по состоянию на 29 февраля 2016 г. (пик = 100%)

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи и [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com).

Медленное восстановление российского фондового рынка отражает не только внутренние проблемы российской экономики, но и те вызовы, с которыми столкнулись крупные развивающиеся страны, включая БРИКС. До кризиса 2008 г. экономический рост глобальной экономики во многом обеспечивали такие иррациональные факторы, как избыточное стимулирование потребительского спроса и рынка жилья в развитых странах; активная государственная поддержка экспорта в ущерб внутреннему спросу в азиатских экономиках<sup>1</sup>, ограничение рыночных принципов инвестирования в разведку и добычу топливно-энергетических ресурсов в ряде развивающихся рынков. Все это привело в 2000-х годах к возникновению «глобального излишка сбережений» (global saving glut)<sup>2</sup>, при котором внутренние сбережения, формируемые в развитых странах, трансформировались в инвестиции в развивающихся экономиках. Чистый приток иностранного капитала в страны БРИКС вызывал рост их внутренних рынков ценных бумаг.

Кризис 2008 г. и борьба с его последствиями привели к исчезновению феномена излишка сбережений. В США и в других развитых странах начался процесс реиндустриализации, ужесточилось регулирование рисков в кредитовании и финансировании ипотеки. Китай и другие азиатские страны столкнулись с проблемой замедления роста экспорта и необходимости переориентации экономики на внутренний спрос. Сланцевая революция, прежде всего в США, наряду с замедлением роста глобальной экономики поставила газо- и нефтедобывающие страны перед лицом проблемы перепроизводства

<sup>1</sup> Связь между потребительским бумом на Западе и мощным процессом сбережений в Китае и в других развивающихся странах в экономической литературе получила название «кимерики». См., например: *Maу В.А., Улюкаев А.В.* Глобальный кризис и вызовы экономической политики современной России. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015. С. 29.

<sup>2</sup> The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri. April 14, 2005. URL: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>

энергоресурсов, резкого снижения цен на них, обострения конкуренции за доли на рынке нефти и газа. В результате страны БРИКС столкнулись с проблемами необходимости переориентации внутренних моделей экономического роста, оттока иностранного капитала, падения доходности и повышения волатильности внутренних фондовых рынков. В ближайшие годы ЮНКТАД ожидает оттока инвестиций из развивающихся и переходных экономик в пользу стран с развитым рынком<sup>1</sup>.

По состоянию на февраль 2016 г. бразильский фондовый индекс *Bovespa* с мая 2008 г. в течение 93 месяцев достиг лишь 59,0% предкризисного максимума; индекс Шанхайской фондовой биржи (Китай) за 100 месяцев – 45,1% (рис. 6). Российский индекс РТС в течение 93 месяцев опустился до самого низкого в странах БРИКС уровня – 31,3% от предкризисного пика. За 94 месяца рублевый индекс ММВБ благодаря ослаблению рубля к доллару достиг уровня 95,6% от максимального значения в мае 2008 г. Из всех стран БРИКС более оперативно из кризиса восстановились рынки акций в Индии и ЮАР. Индексы Йоханнесбургской фондовой биржи (JTOPI) и индийского фондового рынка (BSE Sensex) сумели выйти на уровень предкризисных пиков соответственно за 44 и 70 месяцев.

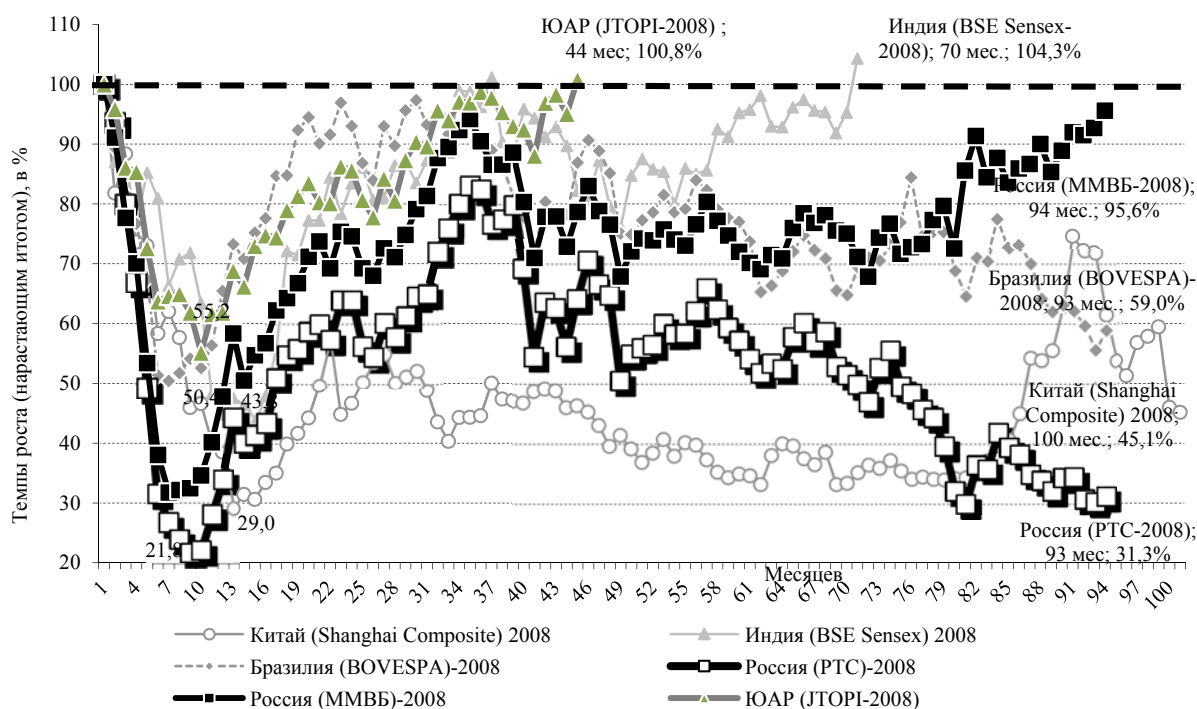


Рис. 6. Глубина и продолжительность текущего финансового кризиса в странах БРИКС на 29 февраля 2016 г. (пик = 100%)

Источник: расчеты по данным The Wall Street Journal и Thomson Reuters Eikon.

На фоне фондовых индексов различных стран в 2015 г. индикаторы российского рынка акций показали умеренные результаты (рис. 7). Индекс РТС, характеризующий

<sup>1</sup> World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2014.

стоимость акций российских эмитентов в долларах, снизился на 4,3%; из-за ослабления курса рубля к доллару за год на 29,6% рублевый индекс ММВБ вырос на 26,1%. Лидерами роста в мире оказались фондовые индексы Аргентины MerVal, Венгрии BUX и Шэньчжэньской фондовой биржи (Китай), выросшие за год соответственно на 36,1, 43,8 и 63,2%. Наихудшие результаты показали фондовые индексы турецкий ISE National-100, кипрский CSE General Index и греческий ATHEX Composite, которые за год упали на 16,3, 21,4 и 24,6%.

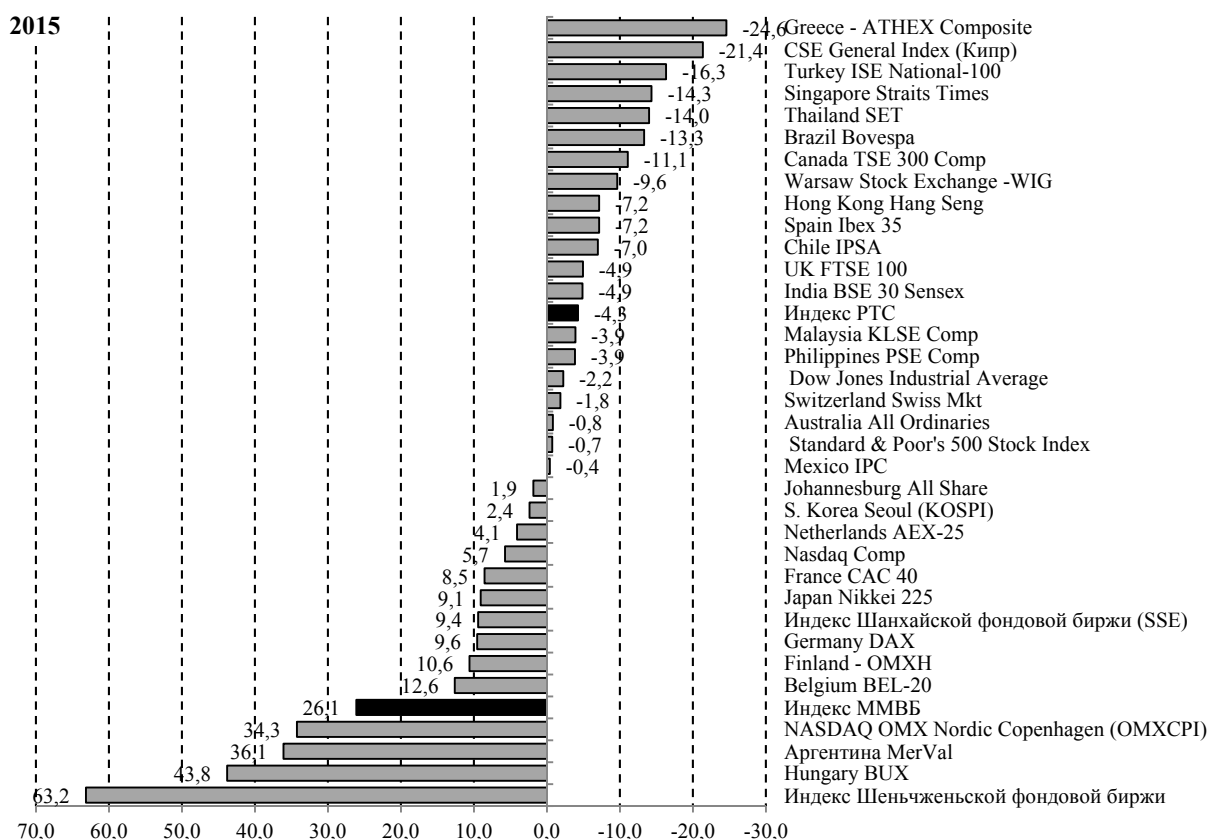


Рис. 7. Доходность мировых фондовых индексов на крупнейших биржах в 2015 г., % годовых

Источник: расчеты Института Гайдара по данным The Wall Street Journal.

### 3.1.3. Проблемы ликвидности фондового рынка

В 2015 г. на мировых биржах происходили серьезные изменения ликвидности рынков акций, измеряемой в данном случае в виде объемов рыночных (аукционных) сделок с ними (рис. 8). Ликвидность имеет важное значение, поскольку она не только отражает активность инвесторов, но и предопределяет качество ценообразования ценных бумаг. В среднем за год по всем биржам – членам Всемирной федерации бирж рост стоимости рыночных сделок составил 38,8%. Однако если на некоторых биржах, прежде всего стран – экспортеров нефти, наблюдалось существенное сокращение объема биржевых торгов, то в других странах, преимущественно азиатских, стоимость подобных сделок выросла. Московская биржа вошла в шестерку организаторов торговли, где наблюдалось



самое резкое падение стоимости биржевых сделок с акциями в долларовом эквиваленте. В 2015 г. стоимость рыночных сделок снизилась на Дубайской фондовой бирже на 60,3%, на Абу-Дабийской фондовой бирже – на 58,5, на Катарской фондовой бирже – на 53,3, на Афинской фондовой бирже – на 49,6, на Египетской бирже – на 43,3 и на Московской бирже – на 42,9%. В условиях затянувшегося спада на нефть на этих биржах инвесторы существенно сократили как покупки, так и продажи акций национальных эмитентов.

В число шести бирж, где был зафиксирован самый значительный рост объемов биржевых торгов, вошли Гонконгская, Южно-Корейская, Кипрская, Шеньчженьская, Шанхайская и Казахстанская фондовые биржи. Рост объема биржевых торгов на Шеньчженьской бирже в 2,3 раза и на Шанхайской фондовой бирже в 2,5 раза был связан с либерализацией валютного рынка и доступа иностранных инвесторов к внутреннему рынку акций китайских эмитентов. Самые высокие темпы роста – в 3,4 раза – рыночных сделок с акциями в 2015 г. продемонстрировала Казахстанская фондовая биржа (KASE). Отчасти это объяснялось низкими стартовыми условиями. Однако это было также предопределено принятием новых правил листинга на бирже, направленных на стимулирование участия в торгах иностранных брокеров, а также началом реализации программы «Народное IPO».

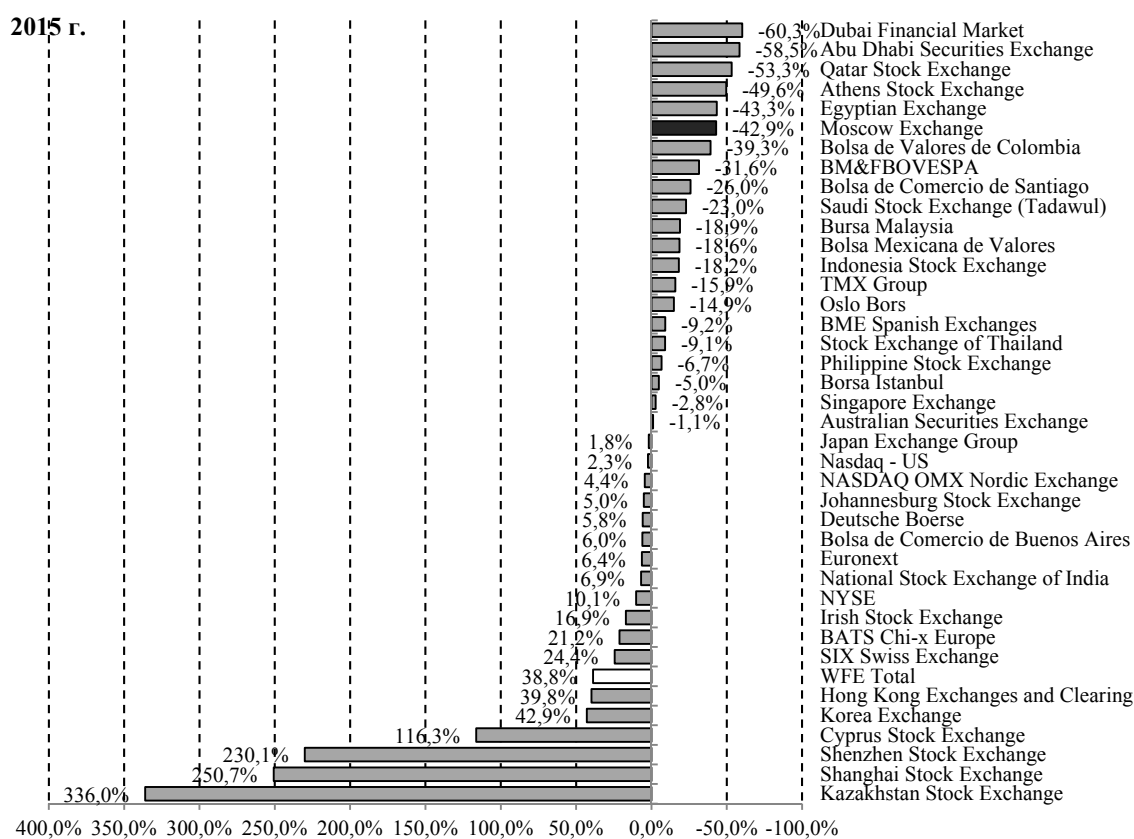


Рис. 8. Доходность мировых фондовых индексов и объем рыночных сделок с акциями (анонимный рынок) на биржах в 2015 г., % годовых

Источник: расчеты Института Гайдара по данным The Wall Street Journal и Всемирной федерации бирж.

Оценка ликвидности рынка акций на крупнейших биржах мира за более длительный период приводится в *табл. 2*. По состоянию на 2015 г. только две биржи Китая существенно (в 6,7 раза) превысили объемы торгов 2007 г. Объемы торгов на Гонконгской фондовой бирже на отчетную дату достигли 105,2%. Все остальные крупнейшие биржи так и не сумели превзойти показатели докризисного года. Например, в 2015 г. суммарный объем биржевых торгов акциями на Нью-Йоркской фондовой бирже и NASDAQ составлял лишь 69,9% уровня 2007 г., на Лондонской фондовой бирже – 65,3%, на бирже Euronext – 45,8%, на Немецкой бирже – 46,3%, на Канадской (TMX Group) и на Австралийской – 71,9 и 58,0%.

Данная тенденция является результатом разнонаправленных изменений, происходящих на глобальном финансовом рынке. С одной стороны, после кризиса 2008 г. регуляторы разных стран прикладывают огромные усилия для того, чтобы перевести в зону организованных торгов, клиринга и расчетов традиционно внебиржевые финансовые инструменты, из-за которых этот кризис и произошел (кредитные дефолтные свопы и многие другие производные финансовые инструменты, ипотечные ценные бумаги и т.п.). С другой стороны, биржевые рынки акций при сохранении единства расчетно-клиринговых систем стали распадаться на различные сегменты, организуемые биржами и внебиржевыми операторами, называемыми «dark pool». В 2008 г. вместо двух традиционных бирж в США действовало уже 13 бирж и альтернативных торговых систем<sup>1</sup>. По данным Всемирной федерации бирж, в США в 2015 г. доля сделок с акциями, совершаемыми только в одной альтернативной торговой системе BATS Global Markets, достигала 47,4% стоимости сделок на фондовых биржах NYSE и NASDAQ. В Европе объем торгов в альтернативной торговой системе BATS Chi-x Europe составил 112,0% оборота Лондонской фондовой биржи. Коммерциализация традиционных фондовых бирж превратила их из членских организаций, объединяющих активных участников рынка, в рядовых продавцов услуг по организации торговли финансовыми инструментами, что, в свою очередь, послужило толчком для формирования конкурентного рынка подобных услуг. В то же время развитие технологии, появление высокочастотной торговли (ВЧТ) создали мощные стимулы для крупных банков и брокеров по организации собственных альтернативных торговых систем, в которых им удобнее реализовывать свои разработки в сфере ВЧТ. Под воздействием разных факторов, включая нивелирование преимуществ стратегий активного управления и опасения дополнительных транзакционных издержек из-за распространенности стратегий ВЧТ, многие пенсионные и взаимные фонды существенно сократили объемы операций со своими активами. По данным Investment Company Institute (ICI), в 2014 г. средний показатель оборачиваемости портфеля взаимного фонда в США составлял лишь 35% уровня 1980 г.<sup>2</sup>

На Московской бирже в 2008–2015 гг. тенденция сокращения объема рыночных сделок с акциями проявилась еще более отчетливо. В 2015 г. данный показатель в валютном выражении составлял лишь четверть от показателя 2007 г. По совокупному объему рыночных и нерыночных сделок после кризиса бирже удалось быстро достичь уровня 2007 г. в значительной мере за счет опережающего роста сделок РЕПО, относящихся к сегменту денежного рынка. Однако в 2015 г. и этот показатель в валютном выражении опустился до 69,7% от уровня 2007 г.

---

<sup>1</sup> Льюис М. Flash Boys: Высокочастотная революция на Уолл-стрит / Пер. с англ. М.: Альпина Паблишер, 2015. С. 51.

<sup>2</sup> Investment Company Fact Book, 2015. ICI, 55<sup>th</sup> Edition. P. 37.

Таблица 2

**Динамика стоимости рыночных сделок с акциями на крупнейших фондовых биржах в 2007–2015 гг. (2007 г. = 100%)<sup>1</sup>**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
США (NYSE и NASDAQ)	100	120,1	72,6	71,0	71,7	54,2	54,3	65,5	69,9
Китай (две биржи)	100	63,0	128,9	132,8	106,9	81,8	124,9	198,0	674,2
Япония	100	87,3	61,2	63,2	66,3	57,5	103,9	86,8	88,3
Великобритания	100	89,0	62,9	63,5	65,7	50,8	51,7	66,4	65,3
Еuronext	100	84,7	42,7	44,5	47,1	34,8	36,7	43,1	45,8
Германия	100	95,5	45,1	48,4	52,3	37,9	39,7	43,7	46,3
Гонконг	100	77,3	70,1	74,1	71,5	54,7	65,5	75,3	105,2
Канада	100	105,3	75,5	83,0	93,5	82,3	83,2	85,4	71,9
Австралия	100	77,5	57,9	77,1	86,8	67,9	63,9	58,6	58,0
Россия (Московская биржа)*	100	89,0	77,3	75,5	95,2	55,8	44,0	46,0	25,8
Россия (Московская биржа)**	100	116,5	74,7	92,4	142,5	127,5	123,6	119,2	69,7
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	84,5	48,8	52,6	58,0	41,1	43,8	50,6	52,9
Всего по членам Всемирной федерации бирж (WFE)	100	100,8	69,5	70,7	70,7	54,8	61,3	87,4	124,4

\* Только рыночные (аукционные) сделки.

\*\* Рыночные, переговорные сделки, сделки РЕПО, классический рынок и Standart.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Всемирной федерации бирж, Лондонской фондовой биржи и Московской биржи.

На рис. 9 приводятся данные об изменениях объемов рыночных сделок на Московской бирже с акциями, корпоративными и региональными облигациями, из которых видно, что процесс восстановления ликвидности на рынке после кризиса 2008 г. был прерван во второй половине 2012 г., после этого до настоящего времени этот показатель практически не растет. Указанные негативные изменения в ликвидности вторичного рынка ценных бумаг произошли, даже несмотря на завершившуюся в конце 2011 г. консолидацию российских бирж. В определенной мере это связано с оттоком иностранных портфельных инвестиций из российского рынка акций, начавшимся в 2011 г. (см. рис. 24 и 25), а также с кризисом в странах зоны евро, ограничившим доступ российских финансовых структур к дешевым ресурсам на этом рынке и подтолкнувшим Банк России к началу программы массового рефинансирования банковской системы через сделки РЕПО (рис. именно то, что за прошедшие после кризиса годы на внутреннем фондовом рынке так и не удалось решить проблему привлечения на российский фондовый рынок средств внутренних институциональных инвесторов.

<sup>1</sup> Включая сделки с ценными бумагами иностранных эмитентов на соответствующих биржах.

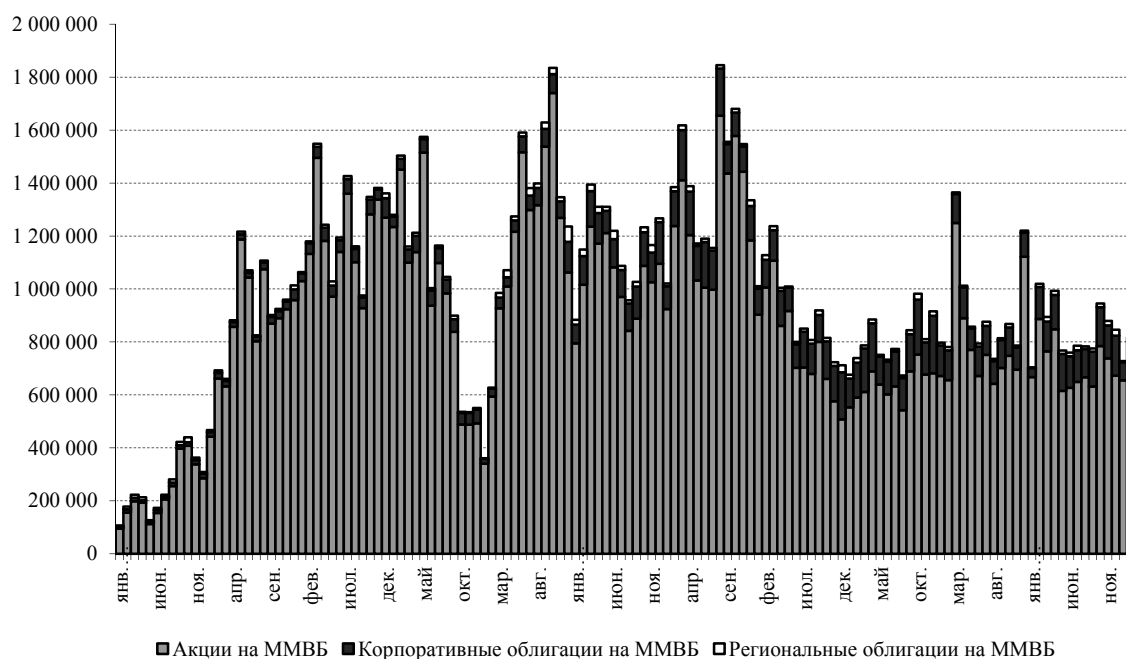


Рис. 9. Ежемесячные объемы рыночных сделок с акциями, корпоративными и региональными облигациями на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2016 г., млн руб.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

### 3.1.4. Влияние внешних санкций и замораживания внутренних пенсионных накоплений на российский финансовый рынок

В 2014 г. введение санкций осуществлялось двумя этапами. В марте 2014 г. США, ЕС и ряд других стран ввели индивидуальные санкции против некоторых частных лиц и компаний. В июле 2014 г. начали действовать секторальные санкции, ограничившие доступ к глобальным финансовым рынкам крупнейшим российским компаниям («Роснефть», «Транснефть», «Газпром нефть», Уралвагонзавод, Оборонпром, ОАК и др.) и государственным банкам (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк, Внешэкономбанк, Банк Москвы). Основными каналами влияния данных санкций на финансовый рынок являлись ограничения объемов заимствования средств российскими компаниями в форме долгового финансирования<sup>1</sup>, удорожание стоимости заимствования и отток иностранных инвестиций на рынке акций.

Имеющиеся оценки влияния санкций на финансовый рынок существенно отличаются друг от друга, однако в основном они выражаются в процентах предполагаемого замедления темпов роста ВВП. Непосредственно анализу последствий санкций для финансового рынка посвящено немного работ. Так, по оценкам Е. Гурвича и И. Прилепского (2016), суммарный дополнительный чистый отток капитала, связанный с санкциями, был

<sup>1</sup> Мау В.А., Улюкаев А.В. Глобальный кризис и вызовы экономической политики современной России. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015. С. 42.

оценен на уровне 58 млрд долл. в 2014 г. и 160–170 млрд долл. в 2014–2017 гг.<sup>1</sup>. По мнению министра финансов А. Силуанова, высказанному в конце 2014 г., от санкций в год Россия теряет около 40 млрд долл.<sup>2</sup>

По нашему мнению, хотя и введение санкций само по себе способствовало некоторому удорожанию стоимости заимствования ресурсов, однако данный эффект был умеренным. Как показано на *рис. 10*, непосредственно после введения секторальных санкций в июле 2014 г. размер премии за риск в виде стоимости кредитных дефолтных свопов (CDS) по 5-летним еврооблигациям Российской Федерации и «Газпрома» практически не изменился. Премия за риск стала увеличиваться с октября 2014 г. вслед за резким падением цены на нефть в сочетании с либерализацией и ослаблением курса рубля, так что последовавшие вслед за этим отзывы суверенного кредитного рейтинга России со стороны агентств S&P 25 января 2015 г. и Moody's 20 февраля 2015 г. сами по себе не были факторами роста премии за риск, а лишь отражали уже свершившийся факт. Более того, с марта 2015 г. до начала 2016 г. наблюдался тренд снижения премии за риск с 628,5 базисного пункта (б.п.) по суверенным еврооблигациям и 806,0 б.п. по облигациям «Газпрома» по состоянию на 5 февраля 2015 г. до соответственно 309,9 и 386,0 б.п. 31 декабря 2015 г. Данное снижение премии за риск, несмотря на продолжавшееся снижение цены на нефть и ослабление курса рубля, было обусловлено ростом спроса внутренних российских инвесторов на еврооблигации различных российских эмитентов как инструмент хеджирования от девальвации рубля и первоклассного обеспечения при получении рефинансирования от Банка России. Например, по оценкам делового издания «Ведомости», только финансовый холдинг «Открытие» из общего объема эмиссии еврооблигаций «Россия-2030» в размере 21,3 млрд долл. мог скупить долговых инструментов на сумму 10–11 млрд долл.<sup>3</sup> По данным РБК, 1 марта 2015 г. на валютном аукционе в Банке России холдинг «Открытие» привлек 12,2 млрд долл.<sup>4</sup>

В этих условиях основное влияние секторальных санкций на финансовый рынок выразилось в закрытии американского и европейского рынков для ряда компаний и государственных банков. При этом прямой запрет на предоставление финансирования конкретным компаниям косвенным образом ограничивал инвестиции и в компании, на которые санкции не распространялись вследствие более осторожного отношения западных банкиров к сделкам с российскими участниками рынка ценных бумаг. Как показано на *рис. 11*, до введения секторальных санкций с января 2010 г. по июль 2014 г. среднемесячный объем заимствований российских компаний на рынке еврооблигаций составлял 3,3 млрд долл., в то время как после введения санкций с августа 2014 г. по декабрь 2015 г. данный показатель снизился до 0,4 млрд долл.

Таким образом, в расчете на месяц потери российских эмитентов за счет недополученных средств от выпуска евробондов составили 2,9 млрд долл., или около 50 млрд долл. за 17 месяцев с августа 2014 г. по декабрь 2015 г. За тот же период времени Резерв-

<sup>1</sup> Гурвич Е., Прилепский И. Влияние финансовых санкций на российскую экономику // Вопросы экономики. Январь 2016 г. № 1. С. 33.

<sup>2</sup> Волкова О. Контрсанкции против санкций: что хуже // РБК Daily. 21 марта 2016 г. С. 4.

<sup>3</sup> Биянова Н. За полгода 2015 г. банк «ФК «Открытие» нарастил кредитование акционеров и их компаний втрое – до 663 млрд руб. Это следствие масштабной скупки холдингом «Открытие» евробондов «Россия-2030» // Ведомости. 31 августа 2015 г.

<sup>4</sup> Шароян С. В 2014 г. Сбербанк и ВТБ получили половину кредитов ЦБ // РБК. 30 марта 2015 г. Опубликовано: URL: <http://top.rbc.ru/finances/30/03/2015/5516aaed9a794763fa1878fb>

ный фонд сократился на 41,8 млрд долл. Часть из указанных средств попала к крупнейшим российским компаниям, что помогло им сгладить последствия применения внешних санкций.

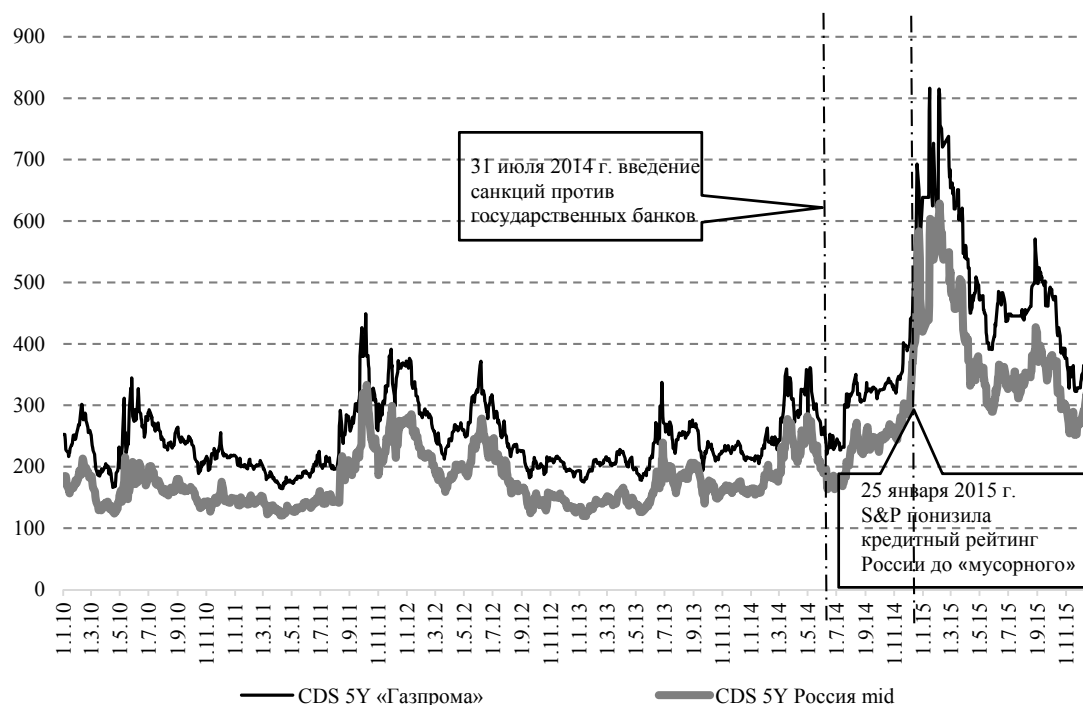


Рис. 10. Изменение премии за риск в России (5-летние CDS по обязательствам России и «Газпрома», базисных пунктов) в 2010–2015 гг.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

Для сравнения с этими цифрами можно отметить, что замораживание в 2014 и 2015 гг. пенсионных накоплений граждан в суммах соответственно 244 млрд и 310 млрд руб., которое существенным образом ограничило доступ новых денежных ресурсов на внутренний рынок, в долларовом эквиваленте составляло около 10 млрд долл., т.е. величину, примерно в 5 раз меньшую по сравнению с потерями российских эмитентов на рынке еврооблигаций.

Введение санкций повлияло на поведение частных инвесторов иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в акции российских эмитентов. Как показано на рис. 12, на котором отражены изменения накопленных денежных потоков средств частных инвесторов в данные фонды, это выразилось в определенной стагнации их активности на рынке. С одной стороны, уже с марта 2014 г. вывод средств инвесторов из данных фондов заметно замедлился в ожидании достижения дна индекса РТС. С другой стороны, введение санкций и отрицательная динамика нефтяных цен не позволяли изменить стратегию, т.е. начать заводить новые средства в такие фонды в расчете на восстановительный рост цен акций российских компаний.



Рис. 11. Новые выпуски облигаций российских эмитентов

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

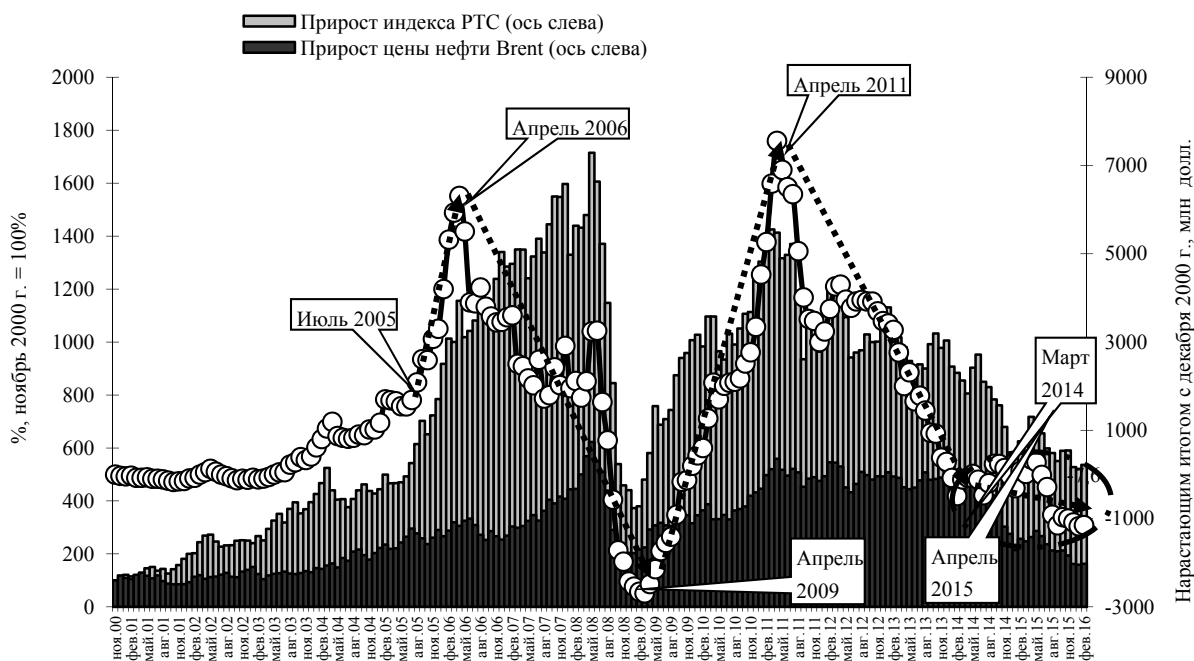


Рис. 12. Прирост индекса РТС и цены нефти марки Brent, приток (отток) средств в фонды, инвестирующие в Россию, рассчитанный нарастающим итогом с ноября 2000 г. по декабрь 2015 г.

Источник: рассчитано по данным IFS IMF, Московской биржи и ресурса EPFR.

После введения секторальных санкций на облигационном рынке Московской биржи практически не произошло снижения торговой активности дочерних структур крупнейших иностранных инвестиционных банков<sup>1</sup> (рис. 13). С января 2013 г. по июль 2014 г. средняя доля указанных структур в объемах торгов облигациями на бирже составляла 8,6%, а с августа 2014 г. по февраль 2016 г. она практически не изменилась и равнялась 8,3%. В то же время активность тех же дочерних организаций нерезидентов на биржевом рынке акций под влиянием санкций заметно уменьшилась. С января 2013 г. по июль 2014 г. средняя доля указанных «дочек» нерезидентов структур в объемах торгов акциями составляла 7,2%, за период с августа 2014 г. по февраль 2016 г. она сократилась до 4,5%. Однако это не означало намеренного сокращения присутствия нерезидентов на рынке акционерного капитала, а, скорее, некоторое снижение торговой активности их клиентов, в том числе иностранных инвестиционных фондов, как было показано на рис. 12.

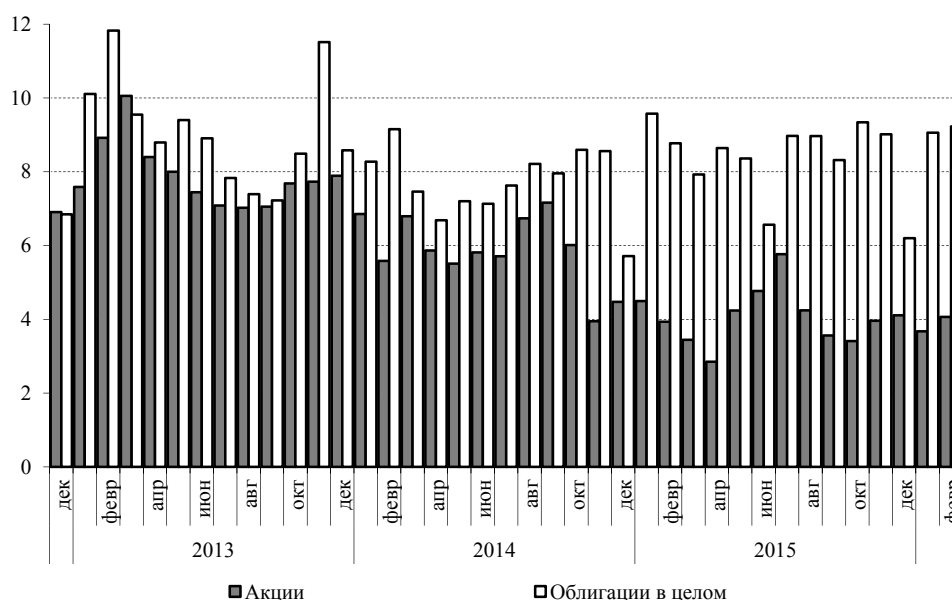


Рис. 13. Доля дочерних структур крупнейших иностранных инвестиционных банков в объемах торгов ценными бумагами на Московской бирже с декабря 2012 г. по февраль 2016 г., %

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

### 3.1.5. Конкуренция с зарубежными фондовыми рынками

При консолидации российских бирж в 2011 г. предполагалось, что устранение внутренней конкуренции между ними не приведет к негативным последствиям для участников рынка, поскольку объединенная биржа будет конкурировать с глобальными торго-

<sup>1</sup> Доля нерезидентов оценивалась по объемам операций с ценными бумагами на биржевом рынке Московской биржи дочерними банками двенадцати крупнейших иностранных инвестиционных банков: «Голдман Сакс», Дойче Банк, ИНГ Банк (Евразия), Банк Кредит Свисс (Москва), Райффайзенбанк, Ситибанк, ЮниКредит Банк, Дж.П. Морган Банк Интернешнл, Росбанк, «Барклайс Капитал», Морган Стэнли Банк, Эйч-эс-би-си Банк.



выми системами в сфере не только организации рынков ценных бумаг российских компаний, но и финансовых инструментов иностранных эмитентов, прежде всего с точки зрения их доступности для внутренних инвесторов.

По общему объему биржевых торгов акциями внутренних эмитентов, включая все режимы, в 2015 г. Московской бирже удалось сохранить позиции основного организатора торгов долевыми инструментами (акциями и депозитарными расписками) российских эмитентов (рис. 14, табл. 3). Ее доля в объемах торгов указанными акциями и расписками выросла с 82,6% в 2014 г. до 85,1% в 2015 г. Рыночные доли Лондонской, Гонконгской, Немецкой и двух крупнейших американских бирж сократились. Однако данное благоприятное соотношение с конкурентами во многом обусловлено лишь фактором опережающего роста объемов денежного рынка на Московской бирже, а именно сделок РЕПО с акциями.

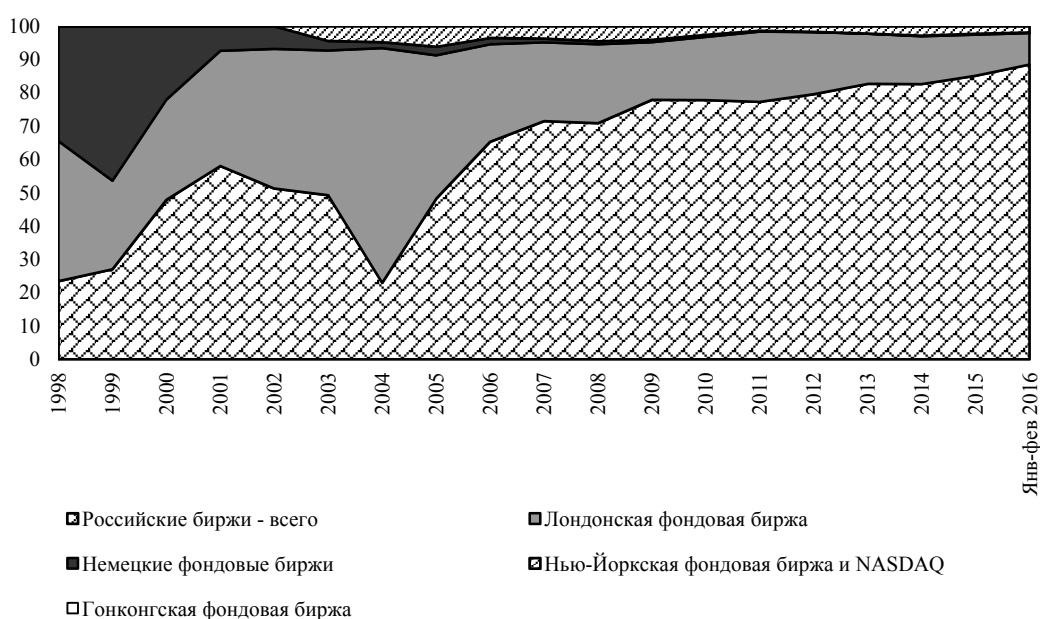


Рис. 14. Удельный вес бирж в объемах торгов долевыми инструментами российских АО в 1998–2015 гг. с учетом всех режимов торгов акциями на Московской бирже, %

Источник: расчеты Института Гайдара по данным бирж.

Таблица 3

Удельный вес бирж в объемах торгов долевыми инструментами российских АО в 2000–2015 гг. с учетом всех режимов торгов акциями на Московской бирже, %

	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Январь– февраль 2016
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Основной рынок Московской биржи	36,0	38,1	69,9	72,1	70,3	70,5	82,6	85,1	88,5
Классический и стандартный рынки	11,9	2,0	7,9	5,2	1,9	0,6	0,0	0,0	0,0
Иное	0,0	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Окончание таблицы 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Российские биржи – всего	47,9	48,2	77,8	77,3	72,2	71,1	82,6	85,1	88,5
Лондонская фондовая биржа	30,1	43,1	19,0	21,1	26,2	27,0	14,3	12,3	9,4
Немецкие фондовые биржи	22,0	2,6	0,6	0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2
Нью-Йоркская фондовая биржа и NASDAQ (США)		6,2	2,6	1,4	1,5	1,9	2,8	2,2	1,9
Гонконгская фондовая биржа			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Акции и депозитарные расписки – всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: расчеты Института Гайдара по данным российских и зарубежных бирж.

В то же время, как показано на рис. 15, начиная с 2011 г. укрепление конкурентных позиций Московской биржи происходило на фоне абсолютного снижения объемов организованных торгов долевыми ценными бумагами российских эмитентов на всех биржах, включая Московскую.

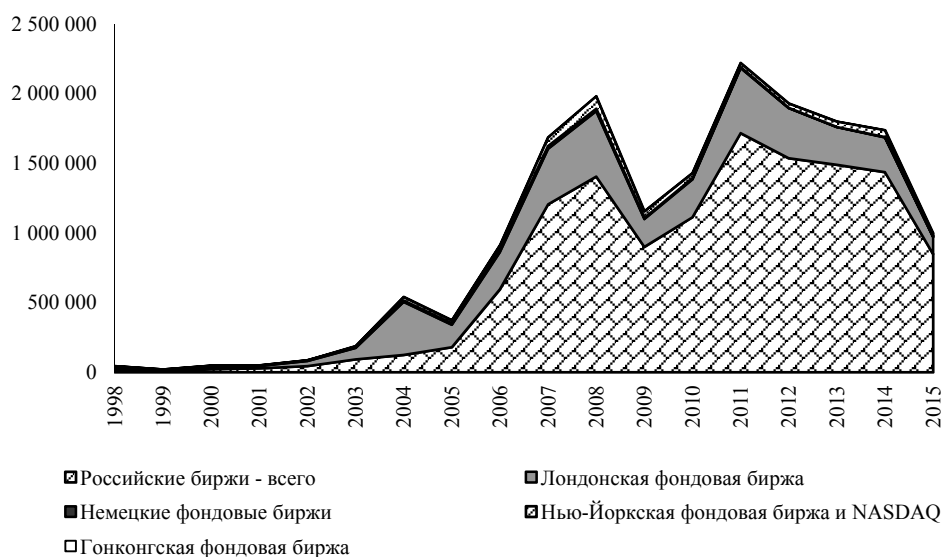


Рис. 15. Объемы торгов долевыми ценными бумагами российских АО на разных биржах в 1998–2015 гг. с учетом всех режимов торгов акциями на Московской бирже, млн долл.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным бирж.

Более объективным показателем эффективности деятельности бирж являются объемы рыночных (аукционных) сделок, по которым рассчитываются индексы и строится ценообразование финансовых инструментов. С учетом только данных сделок доля Московской биржи в общем объеме торгов долевыми инструментами российских эмитентов выглядит скромнее: она выросла с 45,5% в 2014 г. до 48,8% в 2015 г. (рис. 16). То есть более половины рынка долевого инструментария российских АО пока организуется за пределами Российской Федерации. При этом рост доли Московской биржи в торговле долевыми инструментами происходил на фоне значительного сокращения объемов торгов акциями на бирже в абсолютном выражении, что свидетельствует о снижении внимания глобальных инвесторов на зарубежных биржах к вложениям в расписки российских компаний, чем о каких-либо позитивных сдвигах в конкуренции между биржами (рис. 17). Несмотря на консолидацию российских бирж, завершившуюся в 2011 г., объемы рыночных

сделок на российских биржах сократились с 635,2 млрд долл. в 2011 г. до 141,4 млрд долл. в 2015 г., или на 77,7%. По объему рыночных сделок с акциями в 2015 г. Московская биржа практически сравнялась с показателем 2005 г., когда данный показатель составлял лишь 137,7 млрд долл.

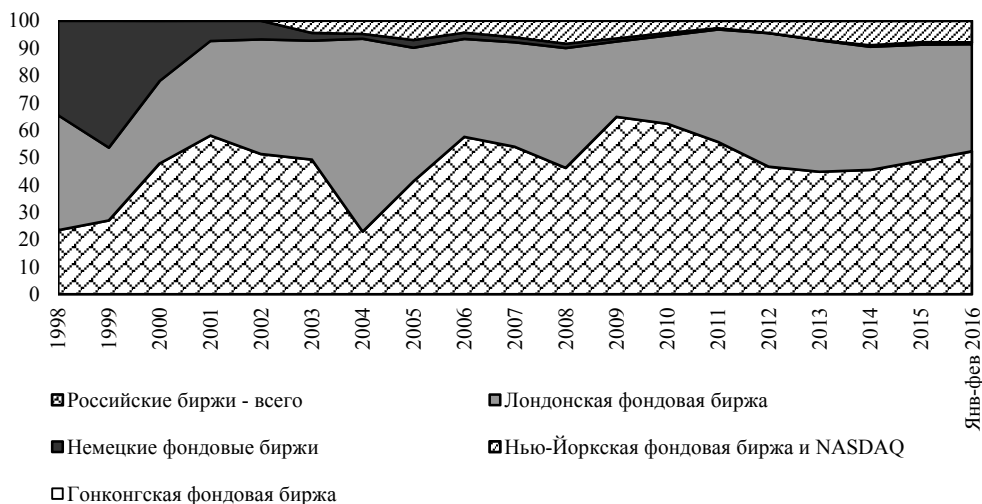


Рис. 16. Удельный вес бирж в объемах торгов долевыми инструментами российских АО в 1998–2015 гг. с учетом всех режимов торгов акциями на Московской бирже, %

Источник: расчеты Института Гайдара по данным бирж.

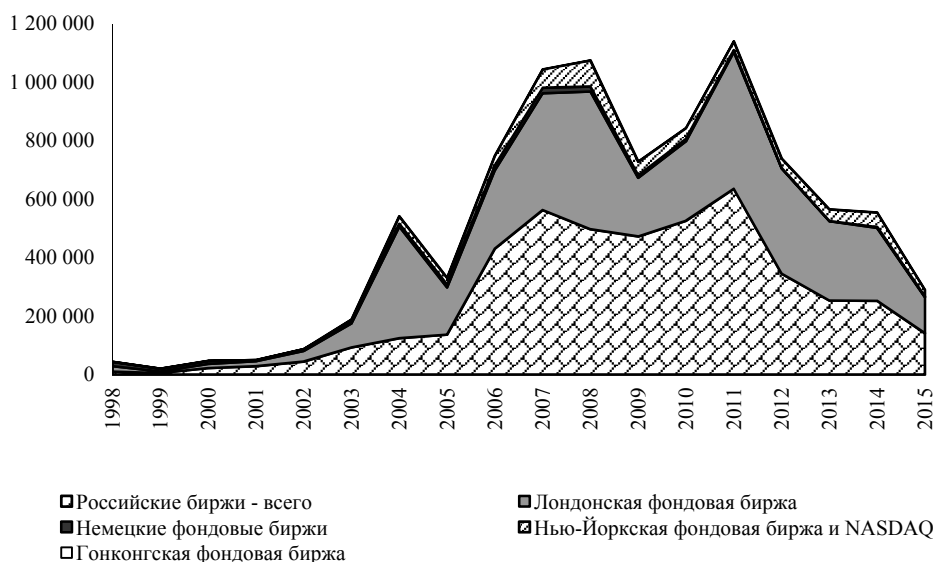


Рис. 17. Объемы торгов долевыми ценными бумагами российских АО на разных биржах в 1998–2015 гг. с учетом всех режимов торгов акциями на Московской бирже, млн долл.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным бирж.

Девальвация национальной валюты, введение против России санкций на европейском и американском финансовых рынках, снижение суверенного и корпоративных рейтингов международных агентств, дефицит внутренних инвестиционных ресурсов привели к тому, что на фоне роста активности сделок IPO-SPO акций на глобальных рынках аналогичные сделки с участием российских компаний в 2015 г. были ограничены. Объем данных сделок с акциями российских компаний в 2015 г. сократился до 1,3 млрд долл. (93,3 млрд руб.) по сравнению с 1,7 млрд долл. в 2014 г. При этом в 2015 г. объем IPO-SPO, проведенных на Московской бирже, составил 0,6 млрд долл. (46,5 млрд руб.), или 46,2% общей стоимости сделок с акциями российских компаний<sup>1</sup>. В 2014 г. публичные размещения на внутренней бирже равнялись лишь 29,4%.

В 2014 г. Московской бирже не удалось преодолеть тенденцию к сокращению числа национальных эмитентов акций, прошедших листинг, а также количества выпусков акций, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг. Преодолеть данную тенденцию не помогло даже вступление в силу с 1 сентября 2014 г. поправок в ГК РФ и принятие поправок в Федеральный закон от 26 февраля 1995 г. «Об акционерных обществах» с введением новой статьи 7.1 в этот закон<sup>2</sup>, предполагающих, что для получения статуса публичного акционерного общества данные компании предварительно до внесения официальных документов с новым правовым статусом в единый государственный реестр юридических лиц обязаны заключать договор с организатором торговли о листинге акций общества.

По данным Всемирной федерации бирж (ВФБ), количество компаний в листинге на Московской бирже уменьшилось с 262 в 2013 г. и 257 в 2014 г. до 254 в 2015 г. Расчеты по данным Московской биржи показывают, что количество выпусков акций, допущенных к обращению на бирже, сократилось с 314 в 2014 г. до 309 в 2015 г., или на 1,6%.

В отличие от акций с точки зрения количества выпусков, допущенных в биржевой листинг, рынок облигаций, наоборот, вырос. Число выпусков биржевых облигаций выросло с 395 в 2014 г. до 474 в 2015 г., или на 20,0%; выпусков корпоративных облигаций – соответственно с 555 до 568, или на 2,3%; выпусков региональных облигаций – со 113 до 116, или на 2,7%.

Отдельно отметим произошедшее в 2015 г. заметное ухудшение прозрачности информации о статистике количества компаний и выпусков ценных бумаг в листинге, публикуемой биржей. До 2015 г. официальные сведения о числе эмитентов на бирже и их выпусках ценных бумаг раскрывались в квартальной отчетности ЗАО «ФБ ММВБ»<sup>3</sup>, являющейся 100%-ной дочерней структурой ПАО «Московская биржа». В 2015 г. ФБ ММВБ перестала публиковать данные отчеты на биржевом сайте в Интернете.

### 3.1.6. Сокращение капитализации акций российских эмитентов

В 2015 г. многие крупные рынки акций продолжали успешно расти после восстановления от кризиса 2008 г. По отношению к 2007 г. капитализация акций в США достигла

---

<sup>1</sup> В 2015 г. в деловых СМИ неоднократно поднимался вопрос о схемных принципах привлечения средств пенсионных накоплений НПФ при проведении IPO некоторых связанных с ними банков. См.: *Биянова Н. Хозяева важнее пенсионеров // Ведомости. 2 февраля 2016 г.; Биянова Н., Петрова О., Каверина М. Общество взаимного кредита // Ведомости, 4 февраля 2016 г.*

<sup>2</sup> В соответствии с Федеральным законом от 29 июня 2015 г. № 210-ФЗ.

<sup>3</sup> URL: <http://moex.com/a137>

127,5%, в Китае – 123,1%, в Японии – 113,0%, в Гонконге – 120,0% (табл. 4). Капитализация акций в Великобритании, на европейской бирже Euronext, Германии, Канады, Австралии восстановилась на 70–90%. Стоимость российских компаний в 2015 г. продолжала уменьшаться третий год подряд и составляла всего 30,7% при расчете капитализации по данным S&P и фонда Market Vectors Russia Index или 29,6% по сумме капитализации акций, раскрываемой Московской биржей. Причиной падения капитализации российских компаний в 2015 г. стали девальвация рубля, отток иностранного капитала, дефицит внутренних инвестиционных ресурсов, в том числе за-за замораживания пенсионных накоплений в 2014–2015 гг. Важным фактором, ограничивающим рост капитализации российских эмитентов, является практически полное отсутствие притока на рынок новых крупных эмитентов, о чем свидетельствует отмеченная в разделе 3.1.5 тенденция по сокращению числа компаний, акции которых включены в листинг Московской биржи. Вне биржи остаются акции крупнейших государственных компаний, государственных корпораций, частных вертикально-интегрированных холдингов. На бирже практически не появляются акции новых компаний из среднего бизнеса, которые могли бы быть основой будущего экономического роста.

Таблица 4

**Динамика капитализации внутреннего рынка в 2007–2015 гг. (2007 г. = 100%)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
США (NYSE и NASDAQ)	100	58,3	76,7	87,9	79,5	94,9	122,2	133,9	127,5
Китай (Shanghai SE)	100	38,6	73,2	73,5	63,8	68,9	67,6	106,4	123,1
Японская фондовая биржа (ранее – Токийская биржа)	100	71,9	76,3	88,4	76,8	80,3	104,9	101,1	113,0
Великобритания	100	48,0	72,5	80,5	75,2	77,5	89,9	90,3	83,1
Euronext	100	49,8	68,0	69,4	57,9	67,1	84,9	78,6	78,3
Германия	100	52,8	61,4	67,9	56,3	70,6	92,0	82,6	81,5
Гонконг	100	50,1	86,8	102,1	85,1	106,7	116,8	121,8	120,0
Канада (TMX Group)	100	47,3	76,7	99,3	87,4	94,2	96,7	95,8	72,8
Австралия (Australian SE)	100	52,7	97,2	112,0	92,3	106,8	105,2	99,3	91,4
Россия (S&P, Market Vector)*	100	26,4	57,3	91,7	72,9	71,8	69,3	34,4	30,7
Россия (Московская биржа)**	100	28,1	57,3	71,3	57,6	62,5	58,0	30,9	29,6
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	45,3	65,8	83,9	67,8	80,1	102,1	96,3	102,0

\* Рассчитано по данным S&P за 2007–2014 гг. и The Market Vectors Russia Index за 2015 г.

\*\* Рассчитано по данным о капитализации акций, публикуемым Московской биржей.

Источник: расчеты по данным Всемирной федерации бирж, S&P, The Market Vectors Russia Index.

Уровень капитализации российских АО в 2015 г. составил 461 млрд долл. по сравнению с 517 млрд долл. в 2014 г. (рис. 18). Доля капитализации акций в ВВП в 2015 г. составила 34,8%. Суммарные объемы биржевых торгов по всем режимам на Московской бирже уменьшились с 1436 млрд долл. в 2014 г. до 848 млрд. долл. в 2015 г., или на 41,0%. Сокращение оборотов на биржевом рынке акций продолжилось уже четвертый год подряд. Волатильность цен акций, измеряемая стандартным отклонением дневных изменений индекса РТС, в 2015 г. незаметно сократилась по сравнению с предшествующим годом, составив 45,2% к уровню 1998 г. Однако ее размер оставался на уровне показателей начала 2000-х годов, когда рейтинги всех российских эмитентов, включая суверенный, были существенно ниже инвестиционного уровня.



*Рис. 18. Капитализация, ликвидность и волатильность российского рынка акций в 1998–2015 гг.*

*Источник:* расчеты по данным Московской биржи и S&P в части капитализации.

### 3.1.7. Роль государства на финансовом рынке

В настоящее время российский финансовый рынок выступает мощным каналом перераспределения финансовых ресурсов в российской экономике в пользу государственного сектора. По оценкам информационно-аналитического ресурса Banki.ru<sup>1</sup>, на 1 февраля 2016 г. на четыре государственных банка (ВТБ, Сбербанк, РСХБ и Газпромбанк) приходилось 71,8% об общей суммы рублевой задолженности банковской системы перед Банком России. Еще около 7,3% приходилось на банк «ФК «Открытие»<sup>2</sup>, который за последние два года финансировал важные для госсектора проекты по выпуску облигаций государственной компании «Роснефть» и поддержке рынка еврооблигаций после понижения двумя международными рейтинговыми агентствами суверенных рейтингов России до «мусорного» уровня в начале 2015 г. На данный банк приходится также основная сумма валютной задолженности банковской системы перед Банком России.

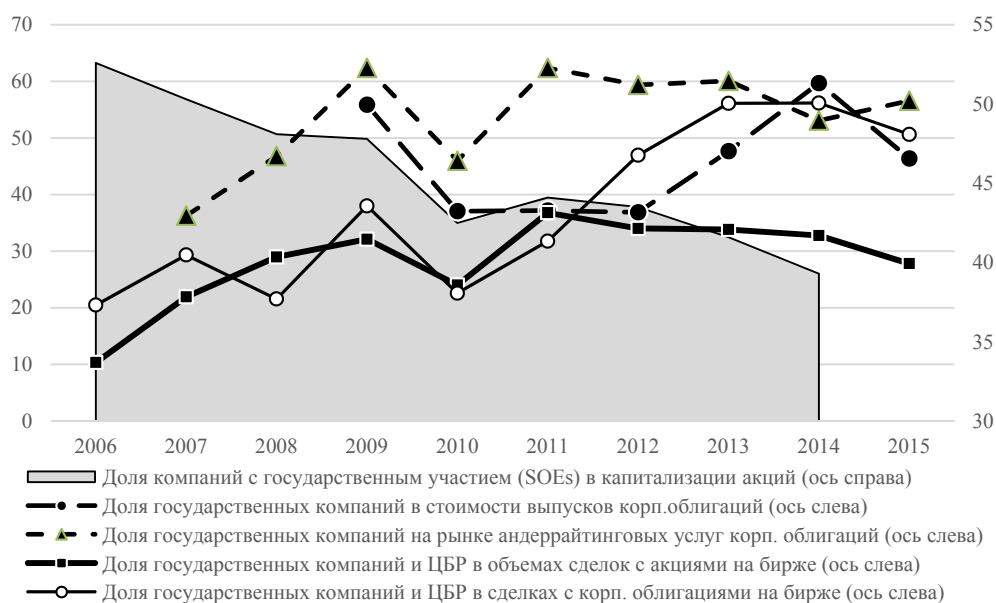
По данным РБК со ссылкой на агентство Fitch, в 2014 г. в общем объеме рефинансирования банковской системы в рублях со стороны Банка России, Минфина и других государственных структур на долю государственных банков (Сбербанка России, ВТБ, Банка Москвы и РСХБ) пришлось 5,9 трлн руб., т.е. 65,2% всех источников фондирования. Еще 0,9 трлн руб., или 9,7% объема рефинансирования, получили банки холдинга «Открытие»<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Хасанова С. Разрешенный препарат: обойдутся ли банки без допинга ЦБ // Banki.ru. 14 марта 2016 г. Опубликовано на: URL: <http://www.banki.ru/news/daytheme/?id=8768464>

<sup>2</sup> Контролируется организацией «Открытие Холдинг», 9,9% акций которого принадлежат государственному банку ВТБ. *Источник:* URL: <http://www.open.ru/ru/about/stakeholders/>. В декабре 2015 г. журнал Forbes назвал банковскую группу «ФК «Открытие» как одну из возможных целей для поглощения ВТБ. (Зубова Е. ВТБ пойдет в рост: банк планирует расширяться за счет поглощений. Forbes. 15 декабря 2015 г. Опубликовано на: URL: <http://www.forbes.ru/finansy/rynki/308371-vtb-poidet-v-rost-bank-planiruet-rasshiryatsya-za-schet-pogloshchenii>).

<sup>3</sup> Шароян С. В 2014 г. Сбербанк и ВТБ получили половину кредитов ЦБ // РБК. 30 марта 2015 г. Опубликовано на: URL: <http://top.rbc.ru/finances/30/03/2015/5516aaed9a794763fa1878fb>

Различные индикаторы показывают, что в биржевой деятельности также постоянно повышается роль государственных структур. Как показано на *рис. 19* и в *табл. 5*, после кризиса 2008 г. доля эмитентов – государственных компаний в объеме выпусков корпоративных облигаций выросла с 37,1% в 2010 г. до 59,7% в 2014 г. Аналогичный показатель 2009 г. в размере 55,9% во многом является аномальным, поскольку сразу после кризиса возможность размещения облигаций имели только крупные государственные структуры. С 36,3% в 2007 г. до 56,6% в 2015 г. на Московской бирже выросла доля государственных компаний – финансовых посредников на рынке андеррайтинговых услуг для корпоративных облигаций. Также на Московской бирже наблюдается стабильное повышение роли государственных структур в объемах торгов на рынке акций и облигаций. Во многом это обусловлено тем, что в операциях РЕПО с акциями и корпоративными облигациями крупные государственные банки и Банк России выступали в качестве основных провайдеров ликвидности для других участников фондового рынка. Доля государственных компаний и Банка России в сделках с акциями на бирже выросла с 10,3% в 2006 г. до 27,8% в 2015 г. Аналогичный показатель по сделкам с корпоративными облигациями повысился с 20,5% в 2006 г. до 50,6% за период январь–июль 2015 г.<sup>1</sup>



*Рис. 19.* Доля капитализации компаний с государственным участием (SOEs) в капитализации акций компаний на Московской бирже, доли государственных структур<sup>2</sup> в объемах сделок на российском фондовом рынке, %

*Источник:* расчеты по данным финансовой отчетности компаний, Cbonds и Московской биржи.

<sup>1</sup> К сожалению, без объяснения причин начиная с августа 2015 г., ссылаясь на Положение о деятельности по проведению организованных торгов, утвержденное приказом Банка России 17 октября 2014 г. № 437-П, ПАО «Московская биржа» существенно сократило объем раскрываемой информации о своей деятельности, в частности, перестав публиковать информацию о статистике сделок для различных категорий облигаций: корпоративных, региональных и федеральных.

<sup>2</sup> Здесь и далее в составе государственных структур учитывались следующие организации: КИТ «Финанс», ЗАО «Сбербанк КИБ», ВТБ 24, Газпромбанк (ГПБ), Банк Москвы, Связь-банк, ВЭБ, ВТБ, Сбербанк России, ВТБ Капитал, Транскредит банк, Банк «Санкт-Петербург».

В то же время сдвиг в пользу государственных структур с точки зрения потока рефинансирования Банком России, объемов выпусков корпоративных облигаций, а также биржевой активности в части инвестиционно-банковских услуг и сделок с акциями и корпоративными облигациями не сопровождался повышением эффективности деятельности компаний с государственным участием (SOEs), оцениваемой с помощью показателя рыночной капитализации компаний. В данном случае под компаниями с государственным участием (state-owned enterprises, или SOEs) в соответствии с терминологией OECD понимаются предприятия, контролируемые государством, выступающим их единственным владельцем, либо владельцем мажоритарных или существенных миноритарных долей в собственности (пакетов голосующих акций) указанных компаний. При этом в качестве существенной миноритарной доли в собственности рассматриваются доли (пакеты голосующих акций) в размере не менее 10%<sup>1</sup>.

В ходе научно-исследовательской работы в 2015 г. на основании выборки из 54 компаний, включенных в биржевой листинг и подпадающих под определение SOEs, нами было установлено, что сводный объем рыночной капитализации указанных компаний уменьшился с 13,4 трлн руб. в 2006 г. до 9,1 трлн руб. в 2014 г., или на 32,1%. За это же время суммарная капитализация компаний на ММВБ и Московской бирже также сократилась с 25,5 трлн до 23,2 трлн руб., или на 9,0%. То есть в 2006–2014 гг. падение капитализации SOEs на бирже опережало снижение суммарной капитализации всех компаний на ней. В результате доля капитализации SOEs в общей капитализации акций Московской биржи сократилась с 52,6% в 2006 г. до 39,3% в 2014 г. (табл. 5). На данный результат не оказывала влияние приватизация пакетов акций крупных компаний, прошедшая за рассматриваемый период времени («Роснефти», Сбербанк, ВТБ, «АЛРОСА» и др.), поскольку формально данные компании даже при снижении доли государственной собственности не теряли статуса «SOEs». Следовательно, сокращение доли капитализации SOEs в сводном показателе означает лишь то, что капитализация частных компаний на бирже росла быстрее капитализации компаний с государственным участием, несмотря на то что в части финансовых ресурсов и биржевой активности государственные структуры имели преимущество по сравнению с другими компаниями.

Таблица 5

**Доля капитализации компаний с государственным участием (SOEs) в капитализации акций компаний на Московской бирже, доли государственных структур в объемах сделок на российском фондовом рынке, %**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Доля компаний с государственным участием (SOEs) в капитализации акций	52,6	50,3	48,1	47,8	42,5	44,1	43,5	41,6	39,3	
Доля государственных компаний в стоимости выпусков корпоративных облигаций				55,9	37,1	37,2	36,9	47,7	59,7	46,4
Доля государственных компаний на рынке андеррайтинговых услуг корпоративных облигаций		36,3	46,8	62,4	46	62,4	59,4	60,1	53,1	56,6

<sup>1</sup> OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises. Edition. Paris: OECD Publishing, 2015. P. 14–15.



*Окончание таблицы 5*

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Доля государственных компаний и ЦБР в объемах сделок с акциями на бирже	10,3	21,9	29,0	32,1	24,0	36,8	34,0	33,8	32,8	27,8
Доля государственных компаний и ЦБР в сделках с корпоративными облигациями на бирже	20,5	29,3	21,6	38,0	22,6	31,8	47,0	56,1	56,2	50,6*

\* По данным за январь–июль 2015 г.

Источник: расчеты Института Гайдара.

## 3.2. Инфраструктура фондового рынка<sup>1</sup>

### 3.2.1. Расчетная инфраструктура Московской биржи

В 2011 г. была совершена сделка по консолидации бирж ММВБ и РТС. Объединение российских бирж имело важное позитивное значение для развития российского фондового рынка. Это упростило совершение сделок на фондовом и срочном рынках. Это позволило сконцентрировать всю ликвидность на счетах участников торгов, предназначенную для совершения сделок на рынках государственных и корпоративных ценных бумаг, а также на срочном и валютном рынках в единой расчетной и торговой системах. Диверсификация объединенной биржи на обслуживании сделок с разными денежными и инвестиционными активами улучшила ее финансовую устойчивость в условиях общего падения объемов биржевых торгов в мире и бегства инвесторов от вложений в рискованные активы.

Создание объединенной биржи позволило сформировать на базе расчетной палаты ММВБ, расчетных депозитариев НДЦ и ДКК центральный депозитарий. В соответствии с Приказом ФСФР России от 6 ноября 2012 г. № 12-2761/ПЗ-И данный статус получила небанковская кредитная организация «Закрытое акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» (НРД). В 2015 г. собственный капитал НРД достиг 11,4 млрд руб. по сравнению с 9,5 млрд руб. в 2014 г., т.е. увеличился на 20,0%. Стоимость ценных бумаг, находящихся на хранении в НРД, увеличилась с 25 трлн руб. в 2014 г. до 31 трлн руб. в 2015 г., т.е. на 24,0%.

За прошедшие три года НРД удалось реализовать ряд значимых проектов. Им был получен официальный статус «приемлемого депозитария» согласно правилу Комиссии по ценным бумагам и биржам США № 17f7 Закона об инвестиционных компаниях 1940 г., что позволяет использовать его для хранения активов крупнейших американских институциональных инвесторов. В депозитарии были открыты счета глобальных расчетных систем Euroclear Bank S.A./N.V. (Евроклир) и Clearstream Banking S.A. (Клирстрим), а также центральных депозитариев Армении, Белоруссии, Казахстана и Украины. В 2015 г. Euroclear и Clearstream стали миноритарными акционерами НРД. Установление корреспондентских отношений с двумя крупнейшими расчетными системами позволило сделать доступными ресурсы зарубежных инвесторов для биржевых сделок с ОФЗ, корпоративными облигациями и акциями российских эмитентов. На основании поправок в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», внесенных Федеральным законом от 21 июля 2014 г. № 218-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», на фондовом рынке началась реформа системы обслуживания

<sup>1</sup> Автор раздела: А. Абрамов – РАНХиГС при Президенте РФ.

корпоративных событий с помощью электронного документооборота. НРД предпринимает активные усилия по созданию центра корпоративной информации, позволяющего качественно повысить прозрачность информации о ценных бумагах и их эмитентах.

С 6 февраля 2013 г. НРД стал выполнять функции репозитария, регистрирующего внебиржевые сделки с различными внебиржевыми финансовыми инструментами. В настоящее время это преимущественно сделки своп и РЕПО. Создание подобных структур предусмотрено решениями G-20 в Питтсбурге в 2009 г. как одна из мер по борьбе с системными рисками. В 2015 г. в репозитарии было зарегистрировано внебиржевых сделок на сумму 114 трлн руб. по сравнению с 86 трлн руб. в 2014 г.

Тем не менее ключевая цель, достижению которой должно было, по замыслу законодателей, помочь создание центрального депозитария, пока достигнута не в полной мере. Дело в том, что в соответствии с Федеральным законом от 7 декабря 2011 г. № 414-ФЗ «О центральном депозитарии» данная структура была наделена особой привилегией, а именно правом на открытие счета номинального держателя в реестрах владельцев именных ценных бумаг. Все иные депозитарии, которые ранее имели аналогичные счета в реестрах, были обязаны перевести учитываемые на них акции в центральный депозитарий на свой междепозитарный счет депо, открытый в этом депозитарии. Соответственно на центральный депозитарий возлагалась обязанность открыть счета номинального держателя во всех открытых акционерных обществах, что должно было способствовать постепенному вовлечению акций данных компаний на публичный фондовый рынок. По нашим оценкам, решить данную задачу пока не удалось. К сожалению, НРД не публикует статистику о том, в реестрах какого количества акционерных обществ им открыт лицевой счет номинального держателя. Из отчетности депозитария за 2013 г. известно, что по состоянию на 31 декабря 2013 г. счета номинального держателя были открыты им в реестрах более 1200 эмитентов. Наши выборочные расчеты на основании публикуемого НРД перечня ценных бумаг, по которым центральному депозитарию открыты номинальные счета, показывают, что за прошедшие два года данная цифра увеличилась примерно на 20% – до 1400 эмитентов (без учета различных схем коллективных инвестиций). Это значит, что из общего числа примерно 27 тысяч открытых акционерных обществ, по данным СПАРК Интерфакса, часть из которых уже успела преобразоваться в ПАО, акции только 5% компаний приняты на обслуживание центральным депозитарием. Однако даже из этих 1400 акционерных обществ акции только 254 компаний, или 18% от количества принятых на обслуживание в НРД обществ, дошли до листинга на Московской бирже.

Другой дочерней структурой Московской биржи является АКБ «Национальный клиринговый центр» (НКЦ). С ноября 2011 г. НКЦ осуществляется клиринг на фондовом, а с декабря 2012 г. – на срочном рынке. В октябре 2013 г. Банк России признал ЗАО «АКБ «Национальный клиринговый центр» единственным квалифицированным центральным контрагентом. Стратегической задачей на будущее НКЦ видит в предоставлении участникам различных сегментов финансового рынка интегрированного клирингового обслуживания, предусматривающего использование единого обеспечения и ведение единых позиций участников в процессе их обслуживания на всех биржевых рынках Московской биржи и на внебиржевых рынках. На протяжении последних лет группа Московской биржи уделяла серьезное внимание капитализации НКЦ. За два года собственный капитал клирингового центра вырос втрое – со 13,2 млрд руб. в 2012 г. до 39,6 млрд руб. в 2014 г.

### 3.2.2. Сегментация биржевого рынка

Низкая доходность российских акций после 2008 г., повышенная волатильность курса валют и финансовых активов, сохраняющееся на относительно высоком уровне рефинансирование банковской системы, замораживание пенсионных накоплений, отсутствие заметных результатов в части формирования внутренних инвесторов привели к серьезным сдвигам структуры рынка Московской биржи. За пять с небольшим лет в общем объеме биржевых сделок доля рынка капиталов уменьшилась с 13,2% в 2010 г. до 2,4% по итогам января–февраля 2016 г. (табл. 6). Это в целом отражает негативную тенденцию падения значения фондового рынка в финансировании российской экономики и в частных сбережениях.

Наоборот, доля валютно-денежного рынка выросла с 72,0% в 2010 г. до 78,6% в январе–феврале 2016 г. Наиболее заметно за рассматриваемый период выросла доля валютного рынка – с 38,1 до 45,8%. Удельный вес сделок на денежном рынке сократился с 33,9 до 32,8%, в том числе операций РЕПО – с 31,5 до 28,4%. С одной стороны, нестабильность рубля и предоставление доступа к операциям на биржевом валютном рынке частным клиентам брокеров и банков способствовали быстрому росту валютного сегмента бизнеса Московской биржи. С другой стороны, наметившееся с 2015 г. сокращение объема рефинансирования Банком России банковской системы вызвало уменьшение доли денежного рынка. Позитивной тенденцией в области денежного рынка на бирже стал быстрый рост объемов сделок в секторе РЕПО с центральным контрагентом. Объем данных сделок на бирже вырос в 3 раза, составив 70–72% рынка РЕПО<sup>1</sup>.

Значительный прогресс в объеме биржевых операций имел место в сфере срочного рынка. Доля сделок с деривативами в объеме биржевой торговли выросла с 14,8% в 2010 г. до 19,0% в январе–феврале 2016 г. Опережающий рост срочного рынка в 2015 г. и в начале 2016 г. был вызван увеличением операций по хеджированию активов участников рынка в условиях волатильности курса рубля и ценных бумаг на бирже. По оценкам председателя правления Московской биржи А. Афанасьева, по сравнению с глобальными рынками срочных инструментов, где преобладают процентные деривативы, особенностью срочного рынка в России остается доминирование валютных и прочих контрактов. В 2015 г. вместо ожидаемого пятикратного роста процентных деривативов, торгуемых на бирже, данный рынок упал в 3 раза<sup>2</sup>.

Таблица 6

#### Структура рынка Московской биржи, %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Январь– февраль 2016
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Фондовый рынок</b>	<b>13,2</b>	<b>10,3</b>	<b>6,5</b>	<b>5,3</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>
В том числе:							
акции, депозитарные расписки и паи	8,0	6,6	3,1	1,9	2,0	1,5	1,1
облигации	5,2	3,7	3,4	3,4	2,1	1,7	1,3
вторичные торги	3,4	2,9	2,8	2,8	1,7	1,3	1,0
рынок размещений	1,8	0,8	0,6	0,6	0,4	0,4	0,2
<b>Валютно-денежный рынок</b>	<b>72,0</b>	<b>70,6</b>	<b>80,0</b>	<b>83,8</b>	<b>84,0</b>	<b>82,1</b>	<b>78,6</b>
В том числе:							
денежный рынок	33,9	41,3	48,3	49,1	39,7	33,5	32,8

<sup>1</sup> Год Московской биржи: итоги и планы // Financial One. 24 декабря 2015 г.

<sup>2</sup> Там же.

Окончание таблицы 6

1	2	3	4	5	6	7	8
операции РЕПО	31,5	38,3	45,8	46,2	35,6	28,3	28,4
кредитный рынок	2,4	3,1	2,5	2,9	4,1	5,1	4,4
валютный рынок	38,1	29,3	31,6	34,7	44,4	48,6	45,8
сделки спот	18,0	15,8	16,6	12,8	15,1	16,2	19,2
сделки своп	20,1	13,4	15,0	22,0	29,3	32,5	26,6
<b>Срочный рынок</b>	<b>14,8</b>	<b>19,1</b>	<b>13,5</b>	<b>10,8</b>	<b>11,9</b>	<b>14,7</b>	<b>19,0</b>
<b>Товарный рынок</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>
<b>Всего</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты Института Гайдара по данным информации о ежемесячном объеме торгов Московской биржи.

Низкие результаты сегмента фондового рынка на бирже связаны не только с объективными внешними трудностями, препятствующими росту данного сегмента, но, по нашему мнению, и отчасти с проблемами в организации торговли. В табл. 7 приводятся данные о различных сегментах биржевой торговли с акциями и корпоративными облигациями за период с августа по декабрь 2015 г., из которых следует, что на недостаточно ликвидном вторичном рынке акции торговались в условиях 15 различных режимов сделок, а корпоративные облигации – соответственно 14. В сегментах биржевого рынка акций доли разных режимов торговли варьировались от 0,0001 до 36,6%, а корпоративных облигаций – соответственно от 0,0003 до 29,2%. Возможно, такая мелкая сегментация биржевой торговля не оказывала позитивного влияния на общую ликвидность операций на рынке.

Таблица 7

**Вторичный рынок акций на Московской бирже  
в августе–декабре 2015 г.**

Режимы торгов акциями	Млн руб.	%	Режимы торгов корпоративными облигациями	Млн руб.	%
1	2	3	4	5	6
1. Режим переговорных сделок (РПС)	127 184	0,61	1. Режим основных торгов	657 519	3,23
2. Режим торгов «Акции Д – РПС»	1 004	0,005	2. Режим переговорных сделок (РПС)	1 536 155	7,54
3. Режим торгов «Акции Д – Режим основных торгов»	876	0,004	3. Режим торгов «Исполнение обязательств по сделкам Т+: РЕПО»	836	0,004
4. Режим торгов «Исполнение обязательств по сделкам Т+: РЕПО»	3 321	0,02	4. Режим торгов «Квал. инвесторы – Режим основных торгов»	483	0,002
5. Режим торгов «Исполнение обязательств по сделкам Т+: РПС»	13	0,0001	5. Режим торгов «Квал. инвесторы – РПС»	1 205	0,01
6. Режим торгов «Неполные лоты»	22	0,0001	6. Режим торгов «Квал. инвесторы – РЕПО»	678	0,003
7. Режим торгов «Режим основных торгов Т+»	3 469 309	16,72	7. Режим торгов «Облигации Д – режим основных торгов»	979	0,005
8. Режим торгов «РЕПО с акциями»	3 550 688	17,11	8. Режим торгов «Облигации Д – РПС»	55	0,0003
9. Режим торгов «РЕПО с Банком России: аукцион РЕПО»	443 176	2,14	9. Режим торгов «РЕПО с Банком России: аукцион РЕПО»	5 952 042	29,22
10. Режим торгов «РЕПО с Банком России: фикс. ставка»	223 350	1,08	10. Режим торгов «РЕПО с Банком России: фикс. ставка»	4 688 084	23,02
11. Режим торгов «РЕПО с ЦК – адресные заявки»	7 604 385	36,65	11. Режим торгов «РЕПО с облигациями»	4 963 178	24,37
12. Режим торгов «РЕПО с ЦК – безадресные заявки»	5 112 841	24,64	12. Режим торгов «РЕПО с ЦК – адресные заявки»	2 216 941	10,89

Окончание таблицы 7

1	2	3	4	5	6
13. Режим торгов «РПС с ЦК»	154 054	0,74	13. Режим торгов «РЕПО с ЦК – без-адресные заявки»	347 711	1,71
14. Режим торгов крупными пакетами ценных бумаг	38 425	0,19	14. Режим торгов «РПС с ЦК»	1 025	0,01
15. Режим торгов «Исполнение обязательств по срочным контрактам»	19 925	0,10			
<b>Итого вторичное обращение ценных бумаг</b>	<b>20 748 573</b>	<b>100,00</b>	<b>Итого вторичное обращение ценных бумаг</b>	<b>20 366 891</b>	<b>100,00</b>

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

### 3.2.3. Проекты развития и текущие операции

В 2015 г. в группе Московской биржи были реализованы следующие основные проекты развития рынка: начиная с облигаций АКБ «Росбанк», запущены программы выпуска биржевых облигаций с упрощенным режимом их регистрации; в листинг включены акции ОК «РУСАЛ»; введен единый цикл расчетов T+1 с частичным депонированием по сделкам с ОФЗ; на биржевом рынке были размещены ОФЗ с индексируемой номинальной стоимостью по инфляции; на рынке T+ появилась возможность заключения сделок с иностранными ценными бумагами с расчетами в долларах США; был утвержден Кодекс корпоративного управления; вступили в силу новые правила листинга, устанавливающие дополнительные требования листинга к акциям, ипотечным сертификатам участия (ИСУ) и облигациям, в том числе к облигациям эмитентов-концессионеров; розничные инвесторы получили возможность удаленного открытия брокерских счетов.

Тем не менее в 2015 г. бирже так и не удалось добиться устойчивой работы систем без технических сбоев, на срочном, фондовом и валютном рынках за год случилось не менее 6 серьезных технологических сбоев. По оценкам председателя правления биржи А. Афанасьева, коэффициент доступности биржи, который показывает, насколько биржа способна поддерживать свою IT-систему в рабочем режиме, в 2015 г. оказался ниже нормального значения<sup>1</sup>, что связано с ростом статистики технических сбоев на рынке.

### 3.2.4. Структура собственности, финансы и капитализация биржи

В 2015 г. основная структура собственности Московской биржи оставалась относительно неизменной. Из официальной отчетности центрального депозитария (НРД) следует, что по состоянию на 31 декабря 2014 г. и на 30 июня 2015 г. организации, контролируемые Российской Федерацией, в совокупности удерживали более 50% голосующих акций ПАО «Московская биржа». То есть биржа оставалась «контролируемой государством компанией»<sup>2</sup>. При этом, по нашим расчетам, доля Банка России, Сбербанк, ВТБ, ВЭБ, Газпромбанк и РФПИ в 2015 г. составила 39,2% по сравнению с 39,6% годом ранее (табл. 8).

Согласно ч. 14 ст. 49 Федерального закона от 23 июля 2013 г. № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с переда-

<sup>1</sup> Год Московской биржи: итоги и планы // Financial One. 24 декабря 2015 г.

<sup>2</sup> Это также констатировалось в Консолидированной промежуточной сокращенной финансовой отчетности НКО «ЗАО «НРД» по состоянию на 30 июня 2015 г., с. 21. URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/disclosure/hyear/NSD\\_IFRS\\_cons\\_1HY\\_2015.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/disclosure/hyear/NSD_IFRS_cons_1HY_2015.pdf)

чей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» Банку России было предписано выйти из акционеров Московской биржи и Санкт-Петербургской валютной биржи до 1 января 2016 г. Однако 2 апреля 2015 г. Банк России официально заявил, что, «учитывая последнее развитие геополитической ситуации и, как следствие, необходимость сохранения на неопределенное время всестороннего контроля регулятора за функционированием и развитием национальной биржевой инфраструктуры, Банк России рассматривает окончательный выход из капитала ОАО «Московская биржа» и ЗАО «СПБВ» как нецелесообразный»<sup>1</sup>. Соответствующие изменения в законодательство были внесены Федеральным законом от 29 июня 2015 г. № 210-ФЗ.

Данное решение было связано не только с санкциями и обострившимся противостоянием в геополитике, а также с теми изменениями в структуре собственности биржи, которые произошли при проведении СПО ее акций 2 июля 2014 г. Тогда Банк России реализовал 11,7% акций Московской биржи путем международного рыночного размещения. Было продано 267 274 238 обыкновенных акций бирже по цене 60 руб. за штуку с общим объемом размещения на сумму 16,04 млрд руб.<sup>2</sup>

Основными покупателями акций биржи в процессе СПО, по данным СМИ, выступили РФПИ и крупные иностранные инвестиционные фонды<sup>3</sup>. По данным ресурса Factiva, на 31 декабря 2014 г. иностранным институциональным инвесторам, за исключением Китайской инвестиционной компании, принадлежало около 17,8% голосующих акций Московской биржи. Следовательно, вместе с долей Китайской инвестиционной корпорации и ЕБРР (табл. 8) на долю нерезидентов в 2014 г. приходилось уже не менее 29,5% голосующих акций биржи. По значимости это была вторая, хотя и не консолидированная, группа акционеров. Дальнейшая продажа доли, принадлежавшей Банку России, могла привести к утере Московской биржей статуса контролируемой государством организации и к перераспределению контроля за ней в пользу нерезидентов. И это касалось бы контроля не только за самой биржей, но и, что более важно, над такими системно значимыми расчетно-клиринговыми организациями как НРД и НКЦ.

После решения Банка России о сохранении своего пакета акций Московской биржи в 2015 г. доля иностранных институциональных инвесторов практически не изменилась, составив, по данным Factiva, 17,6% общего числа акций биржи в обращении по сравнению с 17,8% в 2014 г. Однако в феврале 2016 г. китайская государственная корпорация Chengdong Investment Corporation продала принадлежащий ей пакет акций биржи в размере 5,6% с 11%-ным дисконтом за 89 руб. за штуку<sup>4</sup>. Она не прокомментировала данную сделку, однако в целом можно предположить, что это касается в большей мере не ее отношения к конкретному эмитенту, а целой группы российских эмитентов и общей политики реструктуризации портфеля данного инвестора.

<sup>1</sup> URL: [http://www.cbr.ru/press/pr.aspx?file=02042015\\_102812if2015-04-02T10\\_23\\_50.htm](http://www.cbr.ru/press/pr.aspx?file=02042015_102812if2015-04-02T10_23_50.htm)

<sup>2</sup> В связи с нормами ст. 2 Федерального закона от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», предусматривающей, что имущество Банка России является федеральной собственностью, встает вопрос о том, можно ли считать данную сделку приватизационной.

<sup>3</sup> РФПИ может купить половину доли ЦБ в Московской бирже // РБК. 1 июля 2014 г. URL: <http://top.rbc.ru/economics/01/07/2014/933930.shtml>

<sup>4</sup> Стулов М. Китайцы вышли из капитала Московской биржи // Ведомости. 4 февраля 2016 г.

Таблица 8

**Структура акционеров российских бирж  
до и после объединения**

	До реорганизации бирж		После объединения: ОАО «ММВБ-РТС» на 01.02.2012 г. <sup>1</sup>	После IPO: Московская биржа на 15.02.2013 г. – оценка <sup>2</sup>	На 12.05.2014 г. <sup>3</sup>	Оценка по состоянию на 31.12.2014 г.	Оценка по состоянию на 31.12.2015 г.
	ОАО «РТС»	ЗАО «ММВБ»					
Банк России		28,6	24,3	22,5	23,7	12,1	11,8
Сбербанк России		7,5	10,4	9,6	10,0	10,0	10,0
ВТБ		7,1	6,1	5,6	3,8	3,8	3,8*
ВЭБ		10,5	8,7	8,0	8,4	8,4	8,4
Газпромбанк		6,2	5,4				
РФПИ		1,3	1,3	4,6	5,3	5,3	5,3
Доля госструктур	<b>0</b>	<b>61,1</b>	<b>56,1</b>	<b>50,3</b>	<b>50,3</b>	<b>39,6</b>	<b>39,2</b>
ММВБ-Финанс		2,8	2,8	5,5	2,3	2,2	1,9
Chengdong Investment Corporation				5,4	5,6	5,6	5,6**
ЕБРР				5,8	6,1	6,1	6,1
Иные акционеры	89,0	36,00	41,0	33,0	34,8	46,5	47,2
<b>Итого</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

\* По нашей оценке.

\*\* Chengdong Investment Corporation 8 февраля 2016 г. продала принадлежавшие ей акции ПАО «Московская биржа».

Источник: по данным Банка России, публикаций в «Ведомостях» и «Коммерсанте».

В 2015 г. доходы Московской биржи достигли рекордного уровня в размере 46,0 млрд руб. по сравнению с 30,4 млрд руб. в 2014 г., т.е. их рост составил 51,3% (табл. 9). Однако при умеренном 14,1%-ном росте комиссионных доходов, привязанных к объемам торговой активности, основной вклад в высокую доходность внесли поступления в виде процентных доходов от временно свободных средств. В 2015 г. сумма процентных и прочих финансовых доходов достигла 27,0 млрд руб., увеличившись за год на 93,4%. Некоторые участники рынка высказывают критическое отношение по поводу высокой доходности биржи. В апреле 2015 г. на встрече брокеров с председателем наблюдательного совета Московской биржи А.Л. Кудриным звучали такие оценки ее деятельности: «Биржа стала демонстрировать признаки использования своего монопольного статуса на рынке для достижения своих коммерческих целей, причем эти цели заключаются не в работе с эмитентами, например, а в желании увеличить и заработать на размещении остатков средств клиентов»<sup>4</sup>. Однако в целом высокая доходность позволяла бирже развивать бизнес, платить высокие дивиденды по выпущенным ею акциям, поддерживая собственную капитализацию.

<sup>1</sup> Мазунин А., Руденко П., Хвостик Е. Биржевой капитал утек на Запад // Коммерсантъ. 13 марта 2012 г.

<sup>2</sup> По данным Московской биржи на 16 января 2013 г., а также информации о крупнейших акционерах Московской биржи, опубликованной в разделе статистики «Коммерсанта» 18 февраля 2013 г.

<sup>3</sup> Квартальный отчет ОАО «Московская биржа ММВБ-РТС» за IV квартал 2014 г.

<sup>4</sup> Интерфакс. 10 апреля 2015 г. 17:54. Брокеры рассказали Кудрину об изъянах работы Московской биржи.

Таблица 9

Доходы Московской биржи в 2014–2015 гг., млн руб.

	2014	2015	Изменение, %
1. Комиссионные доходы	15 586	17 784	14,1
В том числе:			
на валютном рынке	3 408	4 326,9	27,0
на денежном рынке	3 235	3 874	19,8
на фондовом рынке	3 150,9	3 275,8	4,0
на срочном рынке	1 636,6	1 470,8	-10,1
услуги депозитария и расчетные операции	3 188,6	3 464,6	8,7
информационные услуги	436,2	688,4	57,8
реализация программного обеспечения и технических услуг	496,2	526,7	6,1
прочее	34,5	156,8	354,5
2. Процентные и прочие финансовые доходы	13 989,7	27 050,0	93,4
В том числе:			
проценты по денежным средствам в финансовых организациях	7 597,4	14 510,4	91,0
проценты по инвестициям	5 910,8	11 930,1	101,8
3. Прочие доходы	818,3	1 156,0	41,3
<b>4. Операционные доходы, всего</b>	<b>30 394</b>	<b>45 990</b>	<b>51,3</b>

Источник: расчеты Института Гайдара по данным МСФО Московской биржи.

Общая капитализация Московской биржи в 2015 г. составила 211,2 млрд руб., или 2,9 млрд долл., по сравнению со 138,4 млрд руб., или 2,5 млрд долл., в 2014 г. В результате сделки SPO в июле 2014 г. доля акций Московской биржи в свободном обращении превысила 50%, а после продажи на рынке пакета акций, принадлежавшего Chengdong Investment Corporation, достигла 57%, что является одним из лучших показателей на российском фондовом рынке. Однако в начале 2012 г., по оценкам Банка России и совета директоров биржи, к концу года предполагалось достичь капитализации Московской биржи в сумме 6 млрд долл.<sup>1</sup>. То есть пока капитализация биржи составляет менее половины ранее определенных ориентиров.

С 4 по 15 февраля 2013 г. Московская биржа провела IPO, в ходе которого было размещено ее акций на 15 млрд руб., или 500 млн долл. При объявленном диапазоне цен в размере 55–63 руб. за акцию фактическая цена размещения была установлена по нижней границе ценового диапазона, т.е. 55 руб. (рис. 20). В первый торговый день 15 февраля 2013 г. недооценка акций биржи по сравнению с ценой размещения составила 0%. Обычно низкий размер недооценки первого торгового дня при проведении IPO российских АО свидетельствует о переоцененности данных акций на момент проведения IPO. В дальнейшем это часто приводит к отрицательной избыточной доходности данных акций по сравнению с базисным индексом в течение многих лет<sup>2</sup>.

Однако три года спустя после проведения IPO долгосрочная доходность акций биржи стабильно росла и превысила доходность индекса ММВБ. По состоянию на 17 марта 2016 г. по сравнению с ценой размещения на 15 февраля 2013 г. накопленная (кумулятивная) доходность акций Московской биржи составила 92,3%, в то время как данный показатель по портфелю индекса ММВБ – лишь 23,7%. При этом если в рублях за рассматриваемый период цена акции Московской биржи выросла с 55,0 до 105,8 руб., или на 92,3%, то в долларовом выражении она снизилась с 1,83 до 1,49 долл., или на 18,6%.

<sup>1</sup> Интерфакс-АФИ. Фондовая биржа оценила себя к IPO // Коммерсантъ. 26 марта 2012 г.

<sup>2</sup> Абрамов А.Е. Проблемы IPO-SPO российских компаний // Экономико-политическая ситуация в России. Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара. 2012. №10. С. 54–58.



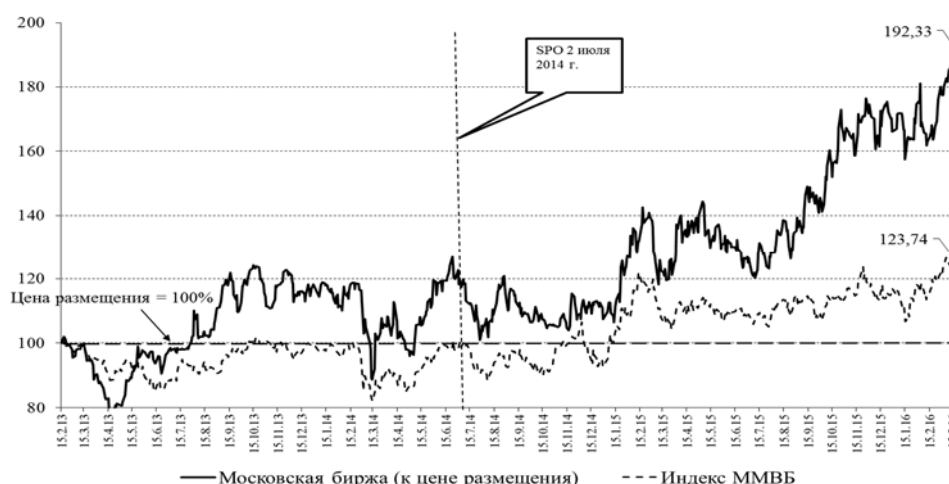


Рис. 20. Динамика цены акций Московской биржи и индекса ММВБ с 15 февраля 2013 г. по 17 марта 2016 г. (15 февраля 2013 г. = 100%)

Источник: расчета автора по данным Московской биржи и инвестиционной компании «Финам».

### 3.3. Рынок акций российских компаний<sup>1</sup>

#### 3.3.1. Факторы, определяющие динамику рынка акций<sup>2</sup>

В значительной мере цены акций российских компаний зависят от цен на нефть. Коэффициент детерминации ( $R^2$ ) между абсолютными ежемесячными значениями индекса РТС и ценами нефти сорта Brent с сентября 1995 г. по январь 2015 г. (см. рис. 21) равен 0,80, что говорит об очень тесной зависимости между данными показателями.

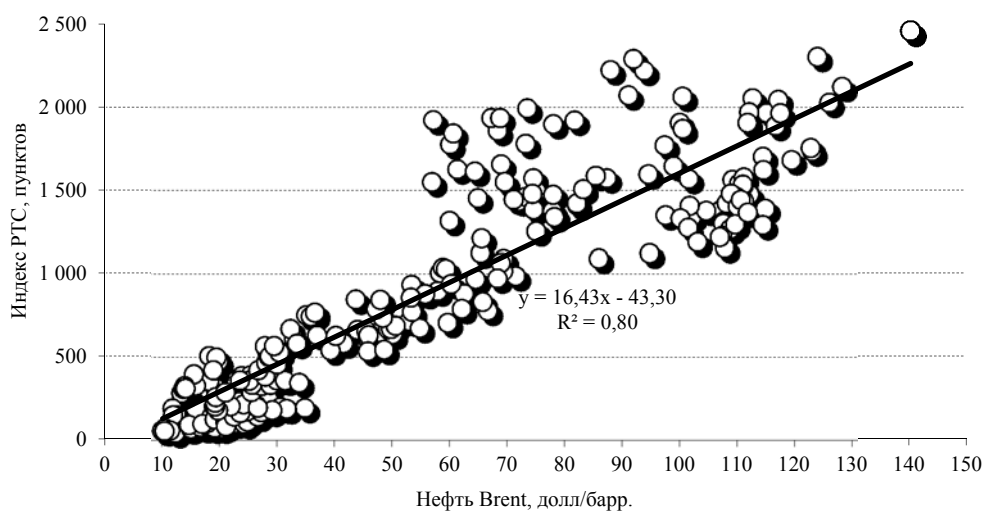


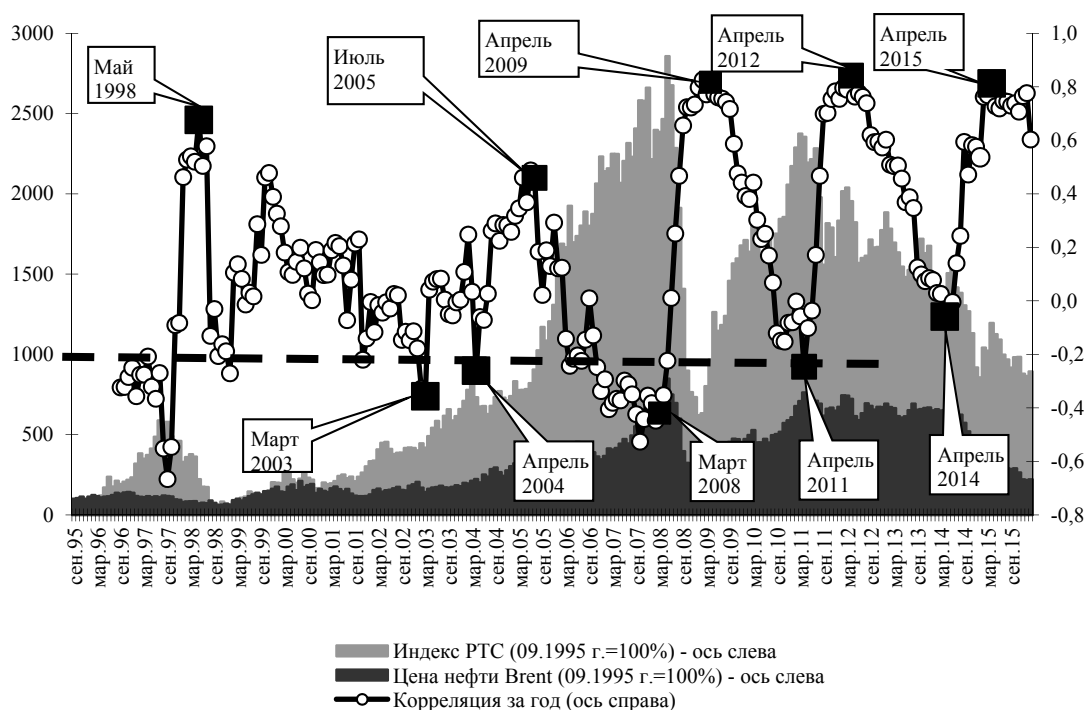
Рис. 21. Зависимость индекса РТС от цены на нефть марки Brent с сентября 1995 г. по февраль 2016 г.

Источник: рассчитано по данным компании «Финам» и Московской биржи.

<sup>1</sup> Автор раздела: А. Абрамов – РАНХиГС при Президенте РФ.

<sup>2</sup> Данный раздел написан совместно с научным сотрудником ИПЭИ РАНХиГС М.И. Черновой.

Однако на практике динамика российских фондовых индексов зависит не только от цен на нефть. На *рис. 22* приводятся данные об изменениях коэффициента корреляции между ежемесячными изменениями индекса РТС и нефтяных цен марки Brent в течение предшествующего 12-месячного периода. Кривая скользящей корреляции изменений индекса РТС и цен на нефть имеет явный циклический вид. Как правило, в период роста фондового рынка коэффициент корреляции между индексом и ценой нефти снижается и стремится к -1 в точке, близкой к пиковому значению индекса РТС. То есть при растущем рынке цена нефти и значение индекса с растущим ускорением начинают изменяться разнонаправленно. Во время падения фондового рынка корреляция между динамикой индекса и нефтяными ценами начинает расти и стремится к +1 на дне падения фондового индекса. Иными словами, на падающем рынке изменения индекса РТС и цен нефти становятся все более синхронными. Более того, наиболее часто точки разворота кривой скользящей корреляции в разные годы приходятся на апрель или март.



*Рис. 22.* Корреляция между изменениями индекса РТС и цены нефти Brent с сентября 1995 г. по февраль 2016 г.

*Источник:* рассчитано по данным IFS IMF и ММВБ-РТС.

Циклические закономерности в динамике индекса РТС и цены на нефть, по нашему мнению, объясняются контрциклическим по отношению к нефтяным ценам влиянием на фондовый рынок потоков портфельных иностранных инвестиций. Данный механизм заключается в следующем. Иностранные фонды, специализирующиеся на инвестициях в акции российских компаний, как правило, придерживаются следующей инвестиционной стратегии: они заводят денежные средства в российские акции на дне кризиса, когда акции стоят дешево, а в период роста рынка стараются не упустить тот момент, при котором необходимо выводить средства из уже переоцененных (дорогих) акций. Сигналами

для начала вывода средств из таких фондов, как показывают наши исследования<sup>1</sup>, являются существенные снижения прогнозов популярного среди институциональных инвесторов и международных финансовых организаций ресурса Consensus Economics темпов роста крупнейших мировых экономик, предвещающие падение спроса на нефть и девальвацию национальных валют в развивающихся странах. Привязка данных решений к марту–апрелю, вероятно, обусловлена выходом в данные месяцы авторитетных в финансовом мире «Обзоров глобальной экономики МВФ», в которых также активно используются данные ресурса Consensus Economics.

Таким образом, на российском фондовом рынке обычно реализуется следующий сценарий. С момента достижения дна очередного кризиса, который обычно совпадает с восстановлением роста цен на нефть, иностранные портфельные инвесторы начинают заводить средства в акции российских компаний. В данный момент корреляция индекса РТС и цены на нефть близка к +1. Однако по мере роста рынка позитивный поток иностранных инвестиций замедляется, и в определенный момент, пока цены на нефть еще продолжают расти, фонды-нерезиденты начинают систематический вывод средств акций российских компаний. Поэтому достижение пика нефтяных цен обычно совпадает с максимальными суммами выводимых с рынка акций средств. В результате корреляция между индексом РТС и нефтяными ценами снижается и достигает значения -1 в точках пика цен на нефть и фондового индекса. Примером такого поведения иностранных портфельных инвесторов является вывод ими средств с российского рынка акций с мая 2006 г. по февраль 2009 г., который начался, несмотря на продолжавшийся до мая 2008 г. рост цен на нефть, и закончился лишь при достижении дна российского фондового рынка во время кризиса 2008 г. (см. *рис. 12*).

### 3.3.2. Сегменты внутреннего рынка акций

В 2015 г. и в начале 2016 г. рост объемов сделок на срочном рынке существенно опережал рост фондового рынка. Доля срочного рынка на бирже выросла до 71,6% в феврале 2016 г. по сравнению с 52,2% по итогам 2014 г. С одной стороны, это отражало стремление участников рынка активнее использовать биржевые деривативы для хеджирования от потерь на волатильном рынке, особенно в секторе валютных деривативов. С другой стороны, за это время на бирже сокращались объемы торгов на фондовом рынке, что в определенной мере вело к снижению интереса участников к рынку фондовых деривативов. В целом же, как видно на *рис. 23* и в *табл. 10*, доля рыночных сделок с акциями на спот-рынке уменьшилась с 8,4% в 2014 г. до 4,0% в феврале 2016 г.

Доля рыночных сделок с акциями на Московской бирже в феврале 2016 г. достигла 13,0% по сравнению с 20,4% в 2014 г. Наоборот, доля сделок РЕПО за тот же период выросла с 77,2 до 85,5% (*рис. 24*). При этом, как видно на *рис. 25*, начиная с 2012 г. в абсолютном выражении рыночные сделки на бирже уменьшаются, а обороты сделок РЕПО в рублевом выражении имеют тенденцию к росту. Подобные диспропорции в структуре биржевого рынка акций создают повышенные риски для финансовой устойчивости рынка и защиты прав частных инвесторов. Продолжающееся несколько лет сокращение торговой активности в сегменте рыночных сделок делает менее эффективным

---

<sup>1</sup> IMF. Financial Stability Report. September 2011. С. 11–18. Публикуется на сайте [www.imf.org](http://www.imf.org); *Абрамов А.* Различия в поведении внутренних и иностранных частных инвесторов на российском фондовом рынке // Экономическое развитие России. 2015. № 11. С. 47–52.

и репрезентативным механизмом ценообразования акций российских компаний, увеличивая дисконты к фундаментальным показателям с учетом низкой ликвидности рынка.

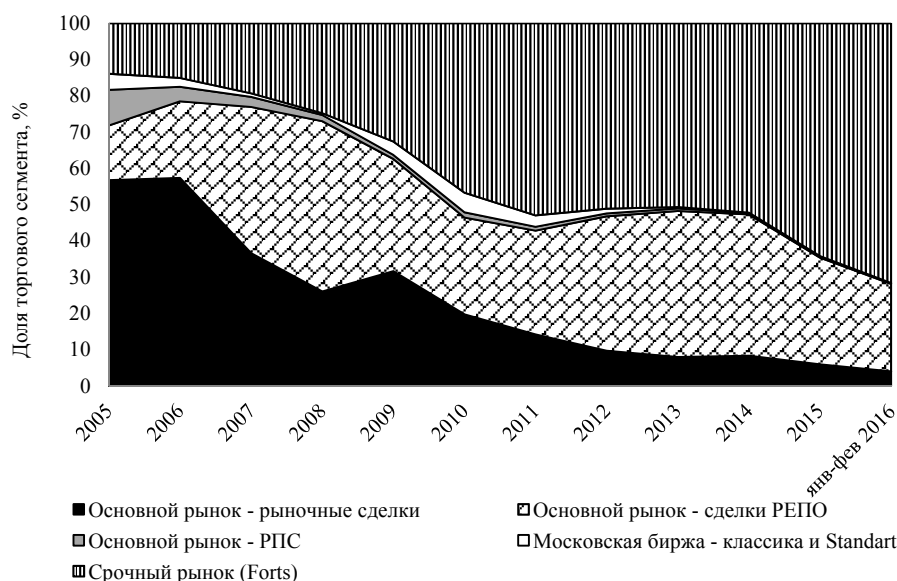


Рис. 23. Структура рынков акций и деривативов на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2016 г.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным российских бирж.

Таблица 10

Структура рынков акций и деривативов на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2016 г.

	2005	2010	2013	2014	2015	Январь-февраль 2016
Основной рынок – рыночные сделки	56,7	19,8	8,0	8,4	6,0	4,0
Основной рынок – сделки РЕПО	15,1	26,7	40,3	39,0	29,4	24,1
Основной рынок – РПС	9,8	1,5	0,7	0,4	0,4	0,3
Московская биржа – Classica <sup>1</sup> и Standart	4,4	5,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Срочный рынок (бывш. Forts)	13,9	46,7	50,7	52,2	64,2	71,6
<b>Всего</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты Института Гайдара по данным российских бирж.

Опережающий рост оборотов с акциями на денежном рынке, характеризующий уровень финансового рычага (заемных средств) при совершении биржевых сделок с акциями, показывает, что даже в условиях сокращения рыночных сделок с акциями на рынке постоянно растет объем заемных средств, привлекаемых участниками данного рынка. Кроме того, рост рынка РЕПО с акциями, по нашим оценкам, косвенным образом показывает расширение сферы действия «серых» схем маржинального кредитования брокерами своих клиентов, поскольку значительная часть таких сделок на рынке представляет собой операции денежного кредитования крупными банками офшорных брокерских структур, в свою очередь, выступающих маржинальными кредиторами клиентов брокеров в целях обхода установленных ограничений по кредитному плечу для маржинальных сделок клиентов.

<sup>1</sup> Торги в секции Classica официально прекращены биржей с 3 августа 2015 г.

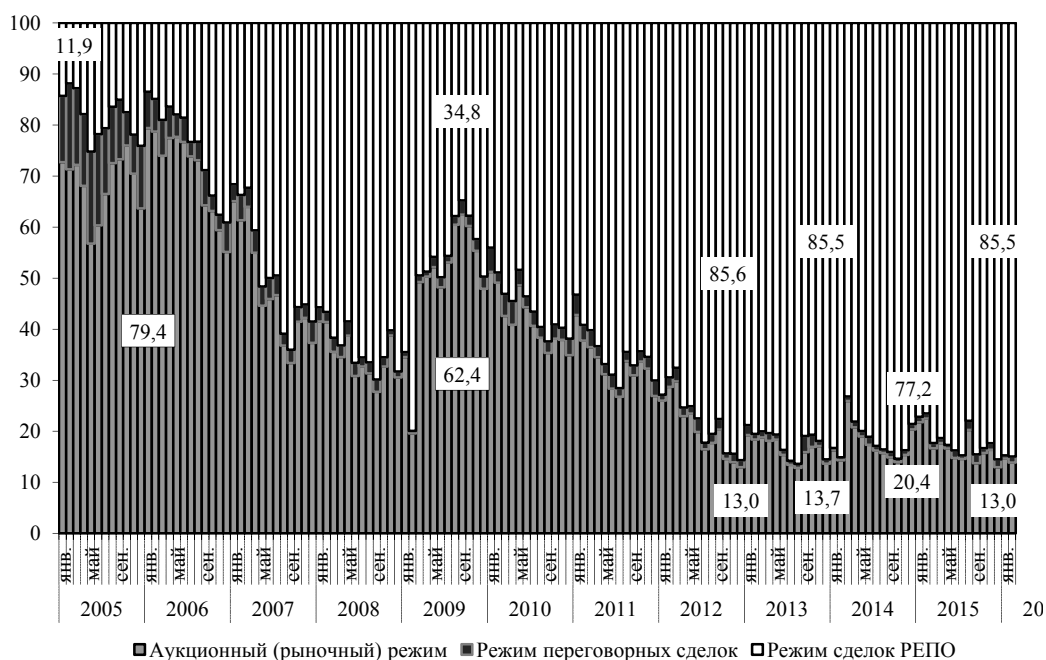


Рис. 24. Структура сделок с акциями на основном рынке Московской биржи с января 2005 г. по февраль 2016 г., %

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

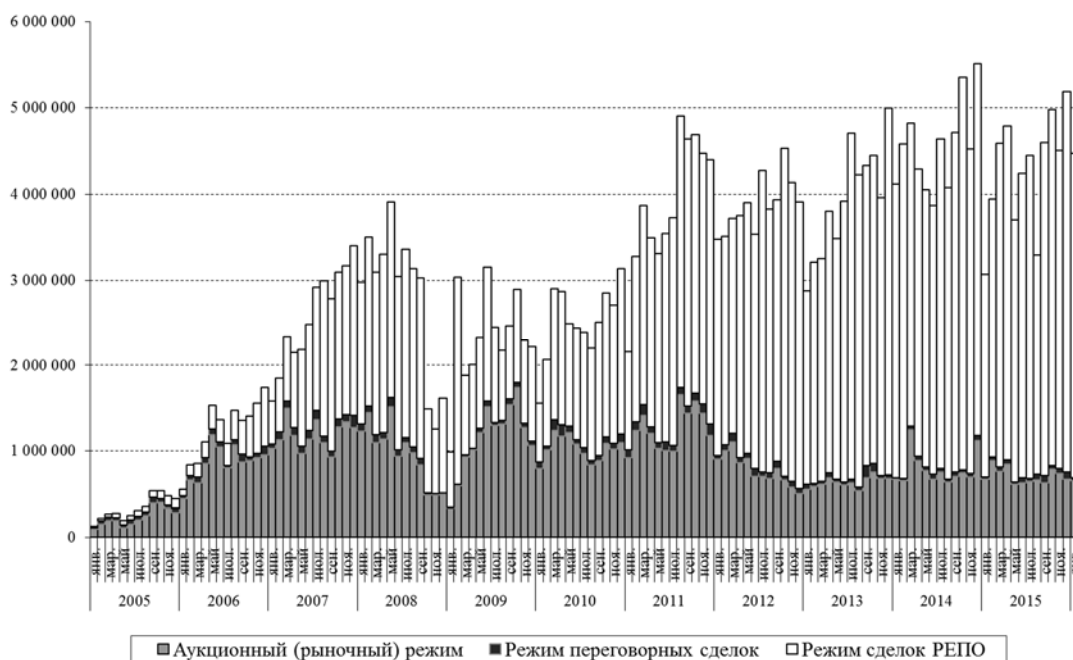


Рис. 25. Объемы сделок с акциями на основном рынке Московской биржи с января 2005 г. по февраль 2016 г., млн руб.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

Таким образом, ключевой проблемой, на решении которой, по нашему мнению, целесообразно сосредоточиться бирже, является поиск источников роста рыночных сделок с акциями. Основными направлениями в решении данных вопросов могут быть развитие различных пенсионных планов, рост коллективных инвестиций, индивидуальных инвестиционных счетов и других форм аккумуляции денежных накоплений частных инвесторов.

### 3.3.3. Институциональная структура и конкуренция на рынке акций

В 2015 г. и в начале 2016 г. наблюдалась тенденция уменьшения активности государственных структур и Банка России на основном рынке акций Московской биржи. В феврале 2016 г. доля государственных структур в объемах торгов сократилась до 17,8% по сравнению с 28,5% в декабре 2014 г. (рис. 26). С февраля 2016 г. Банк России исключил акции из ломбардного списка, в результате чего он прекратил совершать на бирже сделки с акциями. Тенденция уменьшения роли государственных структур на биржевом рынке акций в значительной мере была обусловлена политикой сокращения операций РЕПО Банка России как основного механизма рефинансирования банковской системы. Данная мера повлияла не только на то, что на рынке акций практически прекратились сделки банков с Центральным банком, но, вероятно, на то, что уменьшились операции междилерского РЕПО, с помощью которого крупные банки выступали каналами снабжения ликвидностью более мелких участников рынка.

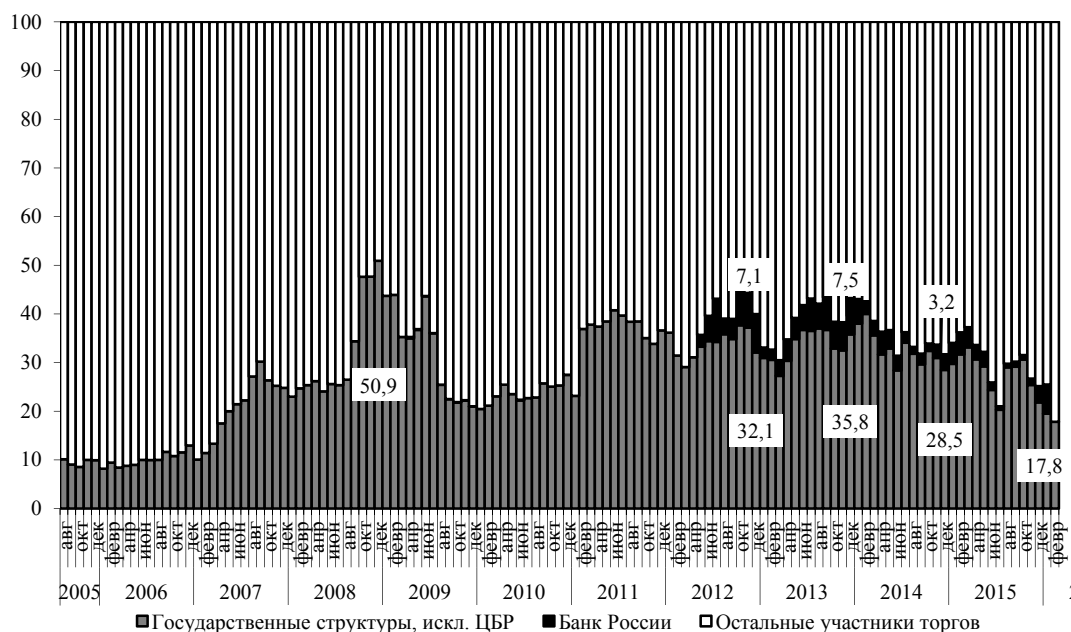


Рис. 26. Доля частных и государственных брокеров в объемах торгов акциями на Московской бирже с августа 2005 г. по февраль 2016 г., %

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

На рис. 27 приводятся сведения о динамике индекса Херфиндаля – Хиршмана (ННІ)<sup>1</sup> по сегментам рынка Московской биржи с января 2005 г. по январь 2015 г. По оценкам ФАС, рынок является низкоконтрированным при значении ННІ менее 800, умеренно контрированным при  $800 < \text{ННІ} < 1800$  и высококонтрированным, если ННІ превышает 1800<sup>2</sup>. В 2015 г. и в первые месяцы 2016 г. ННІ по сделкам на основном рынке акций Московской биржи стабильно находился на уровне около 500, т.е. данный сегмент рынка был низкоконтрированным.

С августа 2015 г. Московская биржа перестала раскрывать информацию об операциях участников рынка с разными категориями облигаций, публикуя только укрупненную информацию об их операциях с облигациями в целом. Как показывает поведение кривой ННІ на рынке облигаций со второй половины 2015 г., данный индикатор в большей части находился на уровне ниже 800. Это свидетельствует об улучшении конкурентной среды на биржевом рынке облигаций. Причиной данной тенденции могло быть уменьшение масштабов рефинансирования банковской системы, что привело к сокращению доли традиционных крупных игроков рынка РЕПО.

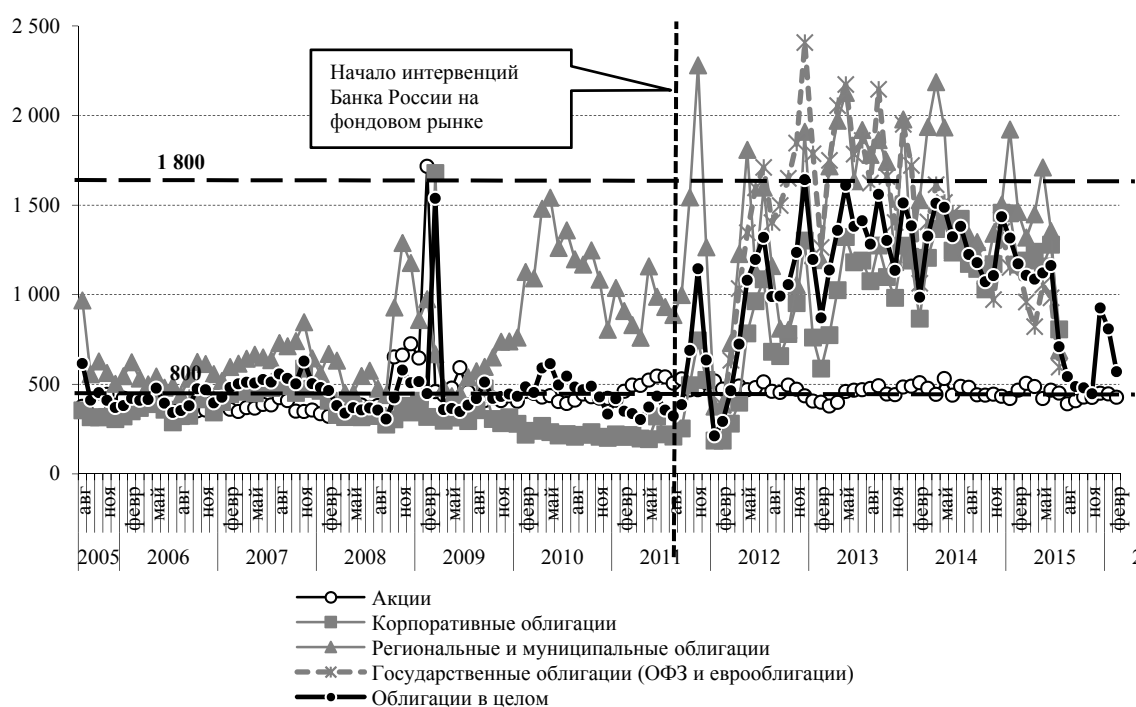


Рис. 27. Индекс Херфиндаля – Хиршмана по объему вторичных биржевых торгов на основном рынке Московской биржи (все режимы)

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

<sup>1</sup> Индекс концентрации рынка Херфиндаля – Хиршмана (ННІ) рассчитывается как сумма квадратов процентных долей в объемах биржевых торгов каждого участника:  $\text{ННІ} = (D_1)^2 + (D_2)^2 + \dots + (D_m)^2$ , где  $D_i$  – доля на рынке  $i$ -го участника, выраженная в процентах;  $i = 1, 2, \dots, m$ .

<sup>2</sup> См. п. 2.6.4 Методических рекомендаций по порядку проведения анализа и оценки состояния конкурентной среды на рынке финансовых услуг, утвержденных Приказом МАП России от 31 марта 2003 г. № 86.

### 3.3.4. Влияние рынка акций на экономику

Основными каналами влияния рынка акций на экономический рост является привлечение компаниями инвестиционных ресурсов с помощью первичных размещений долевых ценных бумаг, а также сделки слияния-поглощения. Как следует из данных *табл. 11*, наиболее крупные публичные размещения акций проходили в 2006 и 2007 гг., когда компании привлекли соответственно 17,0 млрд и 33,0 млрд долл. В 2015 г. вследствие неблагоприятной экономической конъюнктуры и геополитической напряженности общий объем IPO-SPO российских компаний составил 0,6 млрд долл. по сравнению с 1,7 млрд долл. в 2014 г. В 2015 г. из общей стоимости размещений акций в основной капитал за 9 месяцев года было направлено 0,9 млрд долл. По своему объему сделки IPO-SPO традиционно уступают масштабам сделок слияний-поглощений, которые в 2015 г. составили 51 млрд долл. по сравнению с 71 млрд долл. годом ранее. Таким образом, несмотря на общий спад как сделок по публичному размещению акций, так и сделок слияний-поглощений, можно сделать вывод о том, что на внутреннем фондовом рынке компании в большей мере ориентировались на стратегии слияний-поглощений, чем на органический рост.

Таблица 11

Параметры рынка акций российских компаний, млрд долл.

	Капитализация	Вторичный рынок, включая иностранные биржи	IPO акций	Поступления в основной капитал от IPO			Объем сделок слияний-поглощений
				млрд долл.	то же в % к капитализации	то же в % к объему IPO	
2000	41	47	0,5	0,2	0,5	40,0	5
2001	75	49	0,2	0,1	0,1	50,0	12
2002	106	87	1,3	0,2	0,2	15,4	18
2003	176	188	0,6	0,2	0,1	33,3	32
2004	230	541	3	0,1	0,0	3,3	27
2005	549	374	5,2	3,2	0,6	61,5	60
2006	1057	914	17	3,2	0,3	18,8	62
2007	1503	1687	33	3,6	0,2	10,9	126
2008	397	1983	1,9	2,1	0,5	110,5*	110
2009	861	1156	1,7	2,0	0,2	117,6*	56
2010	1379	1431	6,3	2,4	0,2	37,9	56
2011	1096	2222	11,3	2,6	0,2	23,1	79
2012	1079	1931	9,5	3,1	0,3	32,6	135
2013	1041	1801	9,0	3,1	0,3	34,4	163
2014	517	1739	1,7	3,1	0,6	182,0*	71,1
2015	461	996	0,6	0,9	0,2	150,0*	51,5

\* Значение больше 100%, поскольку часть инвестиций в основной капитал могла производиться за счет частных размещений акций.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи, Cbonds, Банка России и Росстата.

Объем средств, которые компании привлекают с помощью размещения акций и корпоративных облигаций и затем направляют на приобретение основных фондов, составляет небольшую часть в источниках финансирования основных средств. Об этом свидетельствуют данные *рис. 28*. В общих источниках инвестиций в основной капитал сум-



марная доля эмиссии акций и облигаций составляет около 2%. При этом доля новых выпусков акций в финансировании основного капитала снизилась с 1,1% в 2014 г. до 0,5% в 2015 г. В то же время доля выпусков облигаций как источника инвестиций за тот же период выросла с 0,1 до 1,6%.

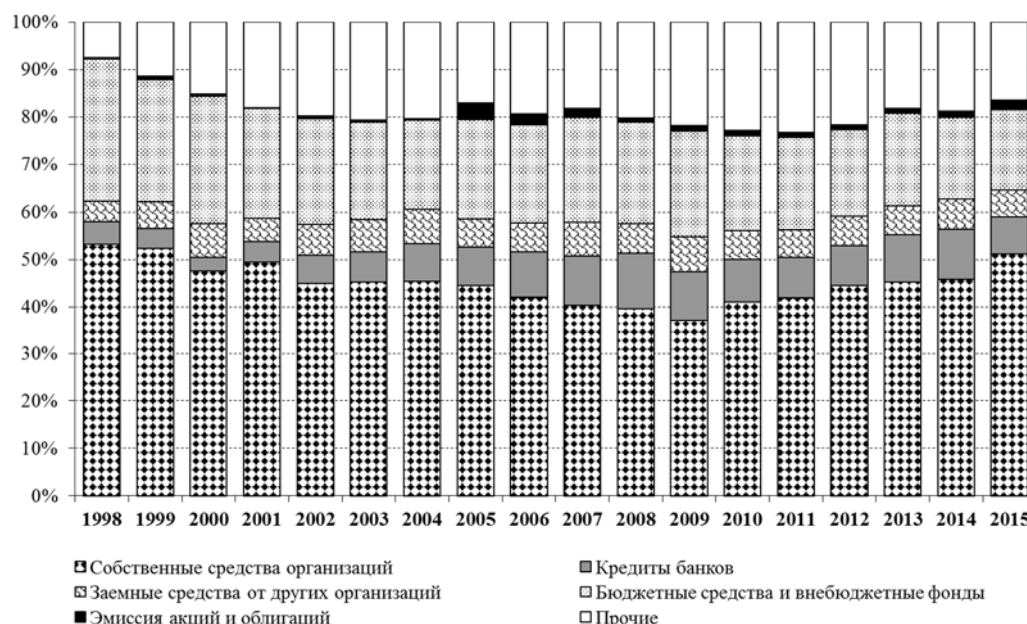


Рис. 28. Структура источников инвестиций в основные фонды

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Росстата.

### 3.4. Рынок облигаций<sup>1</sup>

#### 3.4.1. Общие характеристики внутреннего рынка облигаций

В 2015 г. облигационный рынок в России продолжал развиваться, отчасти восполняя спрос на денежные ресурсы различных эмитентов в условиях внешних санкций. Капитализация рынка рублевых корпоративных облигаций выросла с 6,6 трлн руб. в 2014 г. до 8,1 трлн руб. в 2015 г., или на 20,8% (рис. 29). Стоимость региональных облигаций за тот же период выросла с 0,5 трлн руб. в 2014 г. до 0,6 трлн руб., или на 8,3%, в то время как объем государственных ценных бумаг практически не изменился и в 2015 г. составлял 5,6 трлн руб.

Вместе с тем объемы эмиссии внутренних облигаций в 2015 г. выросли только по корпоративным обязательствам при их уменьшении на рынке государственных и региональных долгов (рис. 30). Объемы выпусков корпоративных облигаций в 2015 г. составили 1765 млрд руб. по сравнению с 1748 млрд руб. в 2014 г., т.е. выросли всего на 1,0%. Объемы размещений государственных облигаций за тот же период сократились с 1349 млрд до 836 млрд руб., или на 38,0%, региональных облигаций – с 111 млрд до 100 млрд руб., или на 9,9%.

<sup>1</sup> Автор раздела: А. Абрамов – РАНХиГС при Президенте РФ.

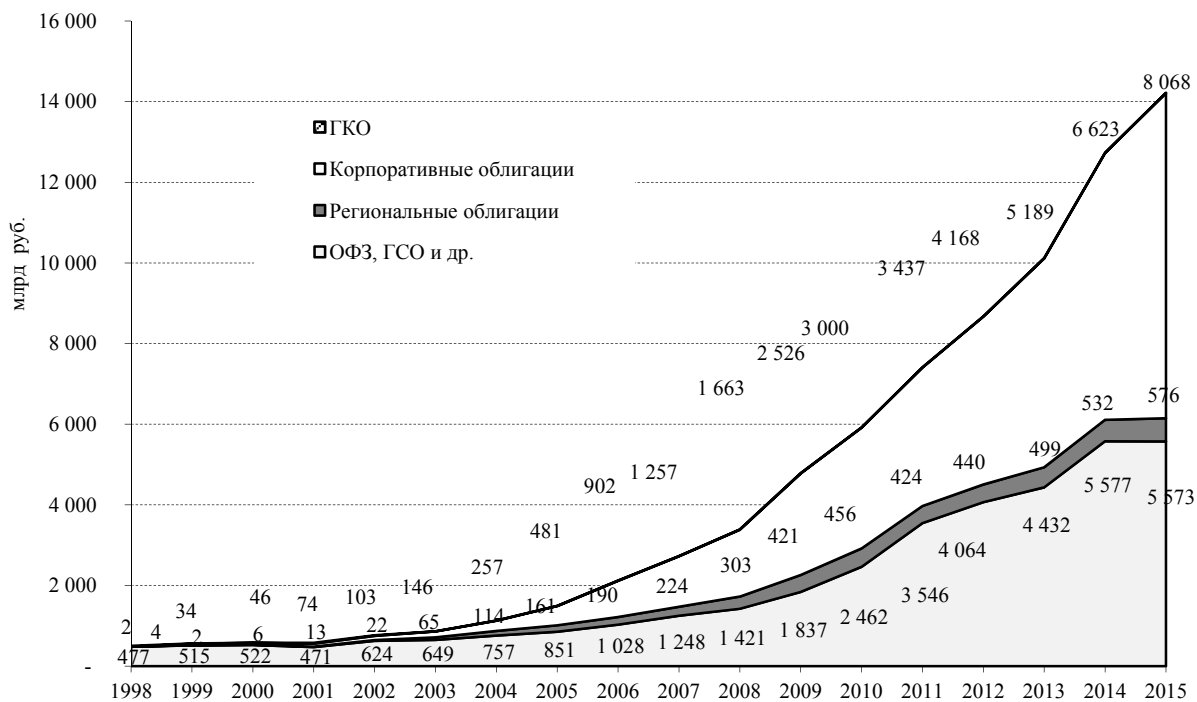


Рис. 29. Объемы рублевых облигаций в обращении, млрд руб.

Источник: по данным Минфина России и Cbonds.ru.

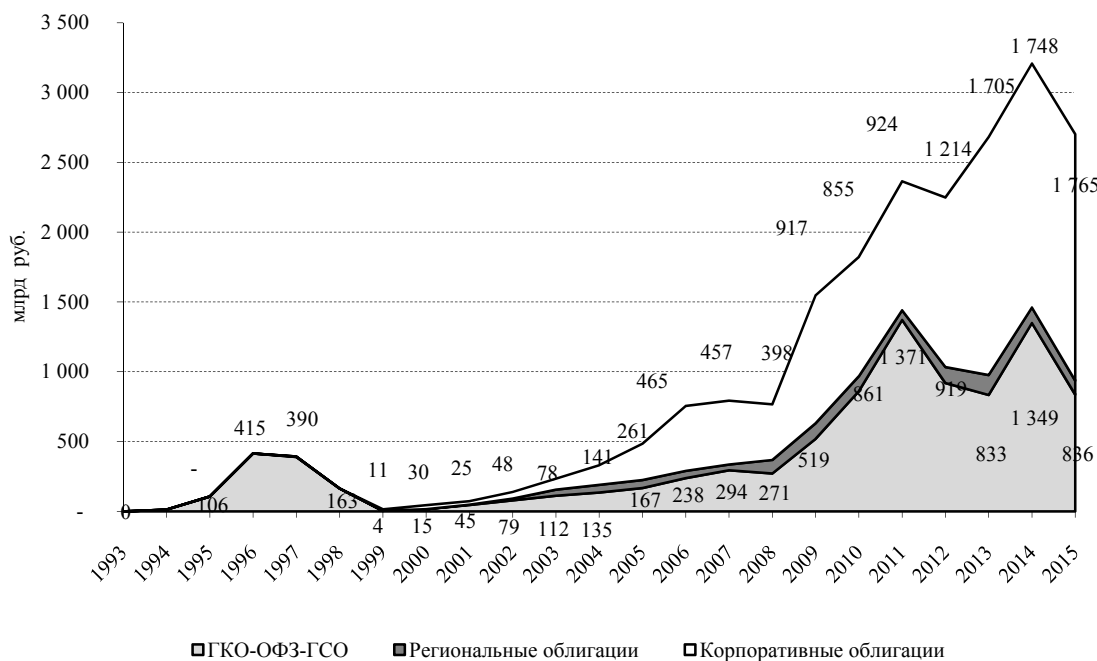


Рис. 30. Объемы размещений рублевых облигаций в 1993–2015 гг.

Источник: по данным Московской биржи и Cbonds.

В 2015 г. курс доллара вырос с 56,26 до 72,88 руб. Данный факт оказывает существенное влияние на оценку стоимости долговых инструментов, выпущенных российскими компаниями (рис. 31). Например, в условиях секторальных санкций задолженность российских эмитентов по еврооблигациям сократилась со 166 млрд долл. в 2014 г. до 139 млрд долл. в 2015 г. Это произошло за счет того, что при ограничениях доступа к глобальным рынкам заимствований российские компании погасили часть своей задолженности по еврооблигациям.

В то же время уменьшение совокупной стоимости внутренних корпоративных облигаций в долларовом эквиваленте со 174 млрд долл. в 2014 г. до 133 млрд долл. в 2015 г. произошло не за счет погашения долгов, а за счет переоценки стоимости данных облигаций. В результате данной переоценки на сумму около 40 млрд долл. уменьшились долги эмитентов при одновременном обесценении в валютном выражении стоимости финансовых вложений владельцев рублевых корпоративных облигаций (банков, пенсионных фондов, паевых инвестиционных фондов, страховщиков и др.).

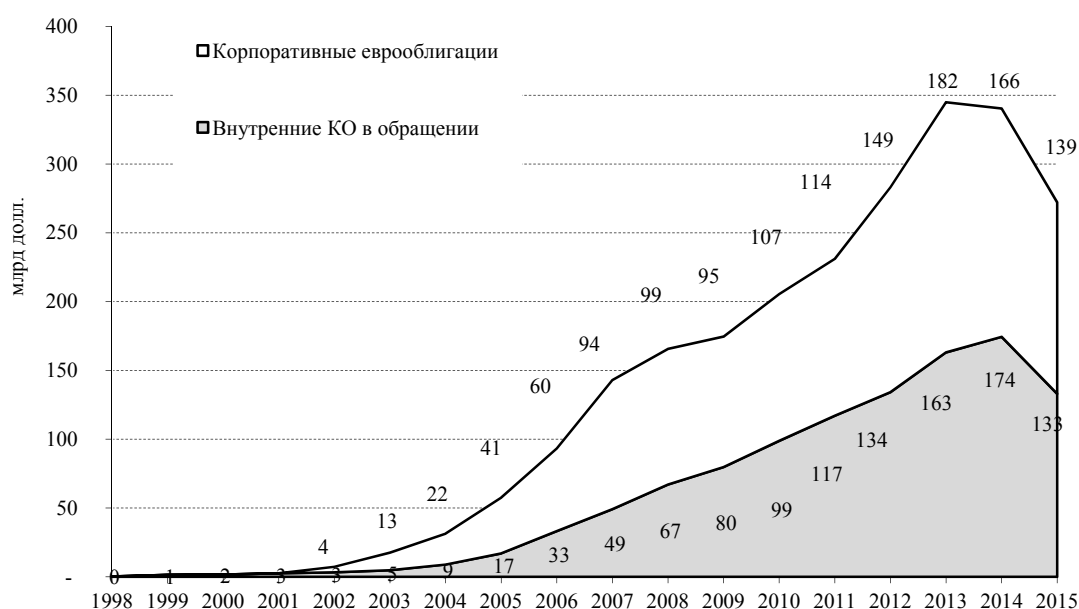


Рис. 31. Объемы корпоративных облигаций российских эмитентов в обращении, млрд долл.

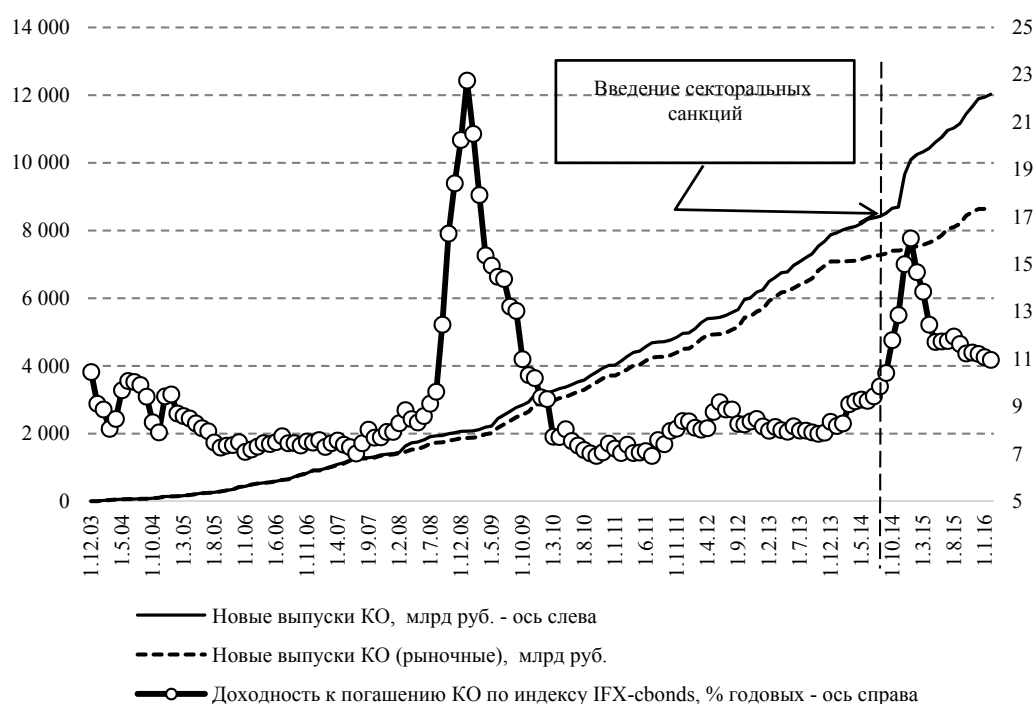
Источник: расчеты Института Гайдара по данным Cbonds и Московской биржи.

### 3.4.2. Факторы роста рынка корпоративных и региональных облигаций

Отрицательное воздействие на рост внутреннего рынка корпоративных облигаций в 2015 г. оказывали сохраняющаяся на высоком уровне ключевая ставка процента и нестабильность курса рубля в условиях падения нефтяных цен. Повышение в декабре 2014 г. ключевой ставки до 17% привело к росту доходности на рынке корпоративных облига-

ций, в январе 2015 г. средняя доходность к погашению по индексу IFX-Bonds здесь достигла 16,0% годовых (рис. 32). Однако по мере снижения ключевой ставки к началу июня 2015 г. указанная доходность по облигациям сократилась до 11,7%.

Снижение ключевой ставки в условиях ограниченности внешних финансовых рынков в 2015 г. позволило расширить круг рыночных выпусков корпоративных облигаций. В 2014 г. доля рыночных выпусков облигаций в общем объеме их эмиссии составляла только 20,1% по сравнению с 53,3% в 2013 г. В 2015 г. данный показатель повысился до 87,3%. Такой рост рыночных размещений облигаций в 2015 г. обеспечили прежде всего инвестиции негосударственных пенсионных фондов за счет полученных ими из Пенсионного фонда России 550 млрд руб. в виде замороженных в 2013 г. пенсионных накоплений граждан.



**Рис. 32.** Объемы размещений корпоративных облигаций (нарастающим итогом) и доходность к погашению КО по индексу IFX-Cbonds

Источник: расчеты по данным Cbonds.

Объемы рынка корпоративных облигаций в значительной мере зависят от уровня ликвидности банковской системы, которая, в свою очередь, в разные периоды формировалась за счет различных факторов. В развитии рынка корпоративных облигаций можно выделить несколько этапов: умеренная ликвидность (январь 2001 г. – июль 2004 г.); *carry trading* (август 2004 г. – март 2009 г.); восстановление после кризиса (апрель 2009 г. – декабрь 2012 г.); рост рефинансирования Банка России (с 2013 г. по декабрь 2014 г.); переход к новым формам рефинансирования банковской системы за счет средств Минфина России (рис. 33).

Смена модели рефинансирования в 2015 г. не привела к снижению ликвидности в виде остатков средств банков на корреспондентских счетах и депозитах в Банке России. Если в

2014 г. средневзвешенный остаток указанных средств составлял 1209 млрд руб., то в 2015 г. – 1595 млрд руб. Наличие банковской ликвидности позволило в 2015 г. поддержать на сложившемся уровне не только объемы сделок по размещению корпоративных облигаций, но и объемы сделок на вторичном биржевом рынке с ними (рис. 33). Вместе с тем при высокой волатильности валютного курса и ключевой ставки непосредственно рыночные сделки с облигациями снизились до минимума, а вторичный рынок долговых ценных бумаг существовал преимущественно в виде сделок РЕПО с Банком России или РЕПО на рынке МБК.

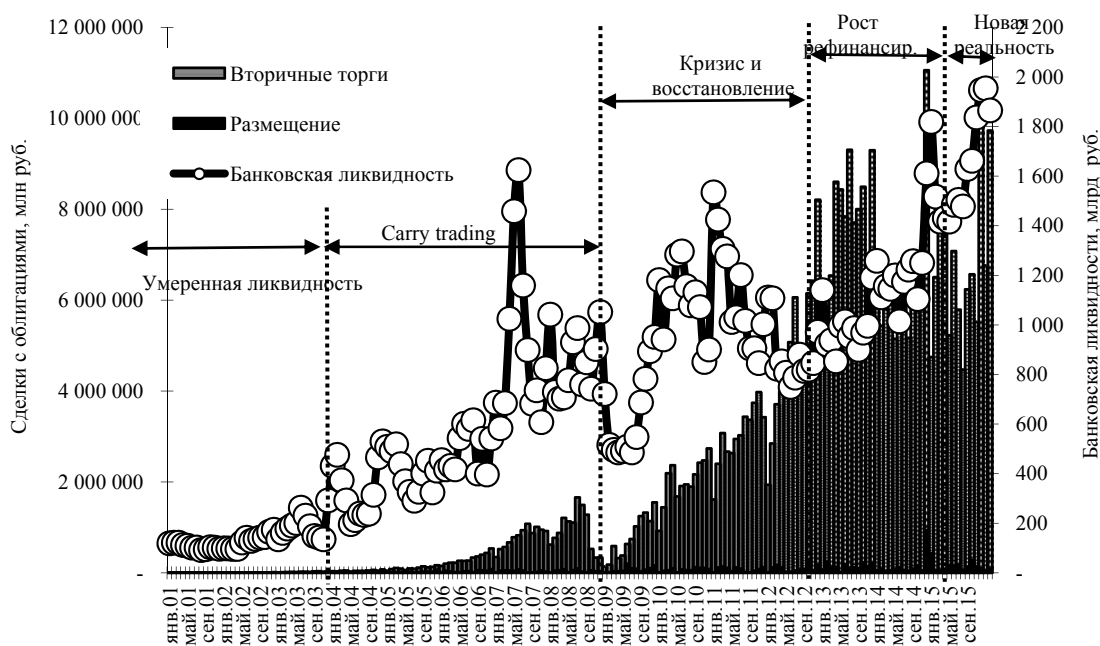


Рис. 33. Операции с корпоративными облигациями и банковская ликвидность с января 2001 г. по февраль 2016 г.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Банка России и Московской биржи.

Как показано на рис. 34, переход к новой модели рефинансирования банковской системы не только не привел к сокращению банковской ликвидности как залога устойчивого функционирования облигационного рынка, но и сопровождался снижением ставок на рынке межбанковского кредитования (МБК) по мере уменьшения ключевой ставки. Пока не известно, насколько устойчивыми будут данные изменения, например, в условиях отказа Минфина России от использования Резервного фонда для финансирования бюджетного дефицита. Однако с точки зрения рынка облигаций данный процесс, вероятно, приведет к перераспределению функции Банка России как главного поставщика ликвидности в банковскую систему к крупным государственным банкам, на счета которых будут аккумулироваться средства бюджетополучателей.

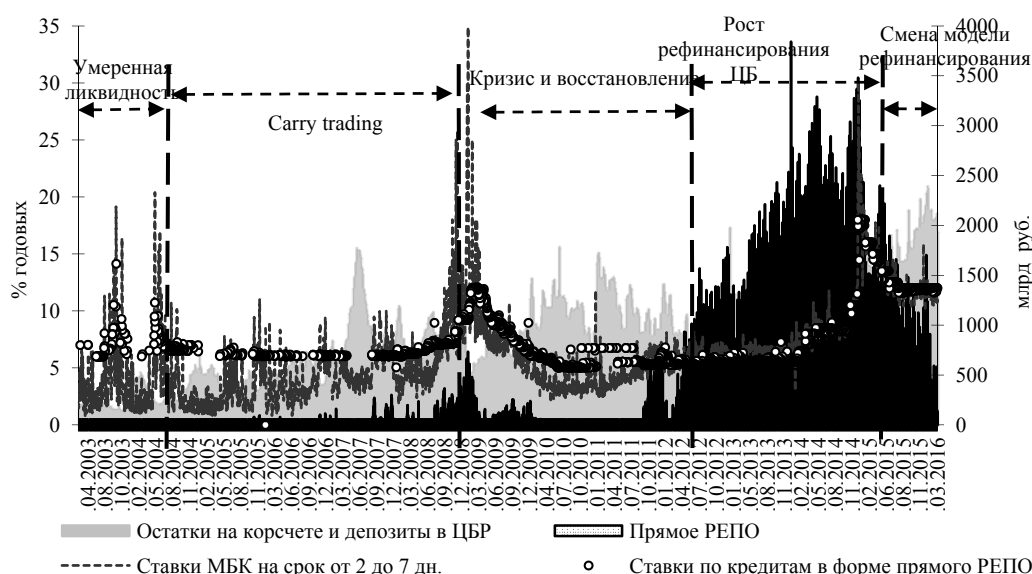


Рис. 34. Использование механизма прямого РЕПО для регулирования банковской ликвидности в 2003 г. – марте 2016 г.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Банка России.

### 3.4.3. Сегментация рынка корпоративных и региональных облигаций

То, что рынок корпоративных облигаций все больше превращается в инструмент денежного рынка в противовес долгосрочной природе самих корпоративных облигаций, показывает структура сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже (рис. 35).

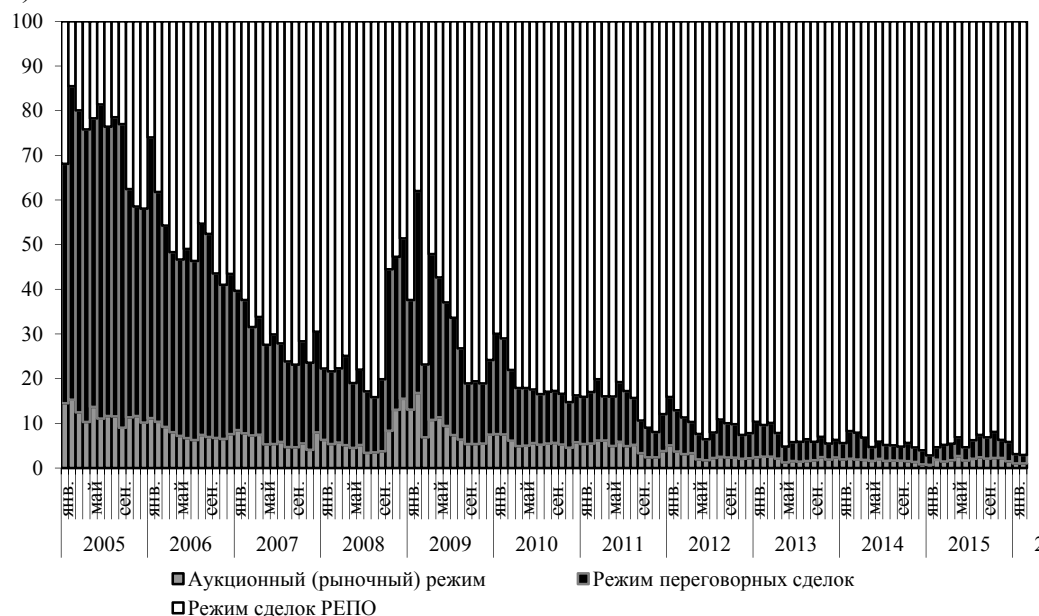


Рис. 35. Структура сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже, %

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

В феврале 2016 г. доля сделок РЕПО в стоимости биржевых сделок с корпоративными облигациями достигла абсолютного рекорда – 97,1%. В это же время только 1,0% сделок с корпоративными облигациями являлись действительно рыночными. Столь резкое снижение удельного веса рыночных сделок существенно повышает риски объективности ценообразования корпоративных облигаций при совершении сделок на бирже. Наши исследования факторов, влияющих на спреды доходности рублевых корпоративных облигаций, проведенные в 2014 г., показывают, что такие фундаментальные факторы, как кредитоспособность эмитента, финансовые показатели его деятельности и ликвидность выпуска облигаций, не имеют существенного влияния на размеры спредов по корпоративным облигациям.

Стоимость сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже в 2015 г. в размере 77,5 трлн руб. практически осталась на уровне прошлого года, когда она составляла 77,2 трлн руб. Однако данные показатели были существенно меньше по сравнению с 90,3 трлн руб. в 2013 г. (рис. 36). При этом объемы как рыночных, так и переговорных сделок с корпоративными облигациями на бирже не растут в абсолютном выражении начиная с 2010 г., что обусловлено ограниченностью базы внутренних и иностранных инвесторов. Решению данной проблемы может способствовать одобренная президентом Российской Федерации инициатива об освобождении от НДФЛ и налога на прибыль доходов внутренних инвесторов, получаемых в виде купонного дохода<sup>1</sup>, которая, как ожидается, будет оформлена в виде поправок в Налоговый кодекс РФ и вступит в силу в середине 2016 г.

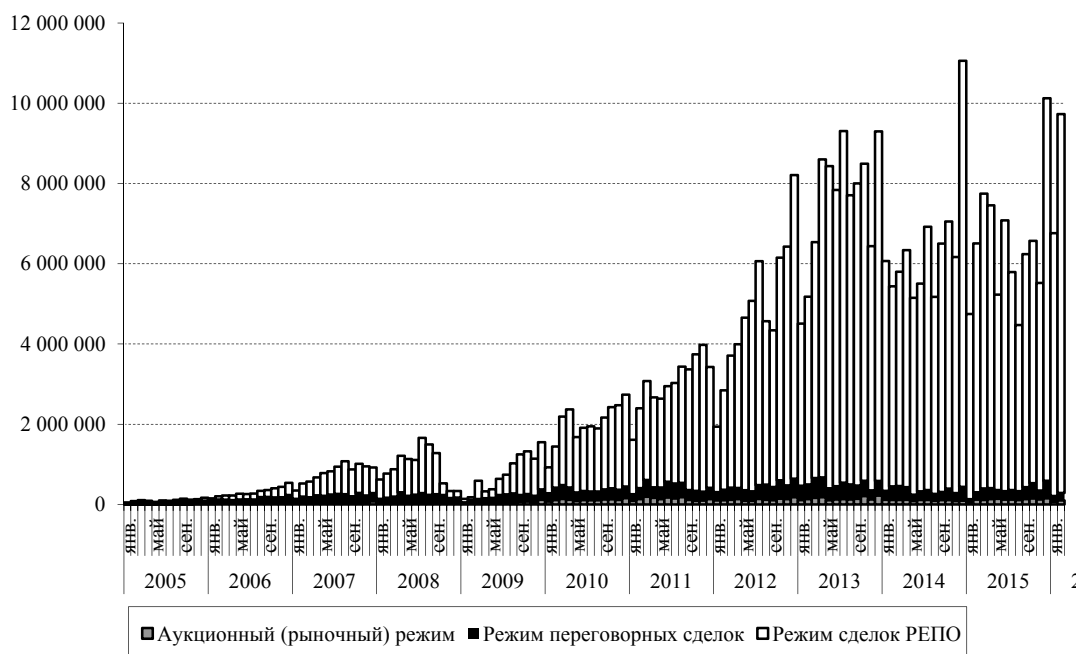


Рис. 36. Стоимость сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже, млн руб.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

<sup>1</sup> Интерфакс. 3 декабря 2015 г. Опубликовано: <http://www.interfax.ru/business/482987>.

Аналогичные проблемы, связанные с сокращением доли рыночных сделок, испытал биржевой рынок региональных облигаций (рис. 37). В феврале 2016 г. доля рыночных сделок здесь составила 5,1%, в то время как доля сделок РЕПО достигла 91,7% по сравнению соответственно с 1,2 и 90,2% в 2014 г. При таком сочетании рыночных и нерыночных сделок также встает вопрос об обоснованности рыночной оценки стоимости региональных облигаций при использовании их в качестве залога при выдаче кредитов Банком России в виде сделок РЕПО.

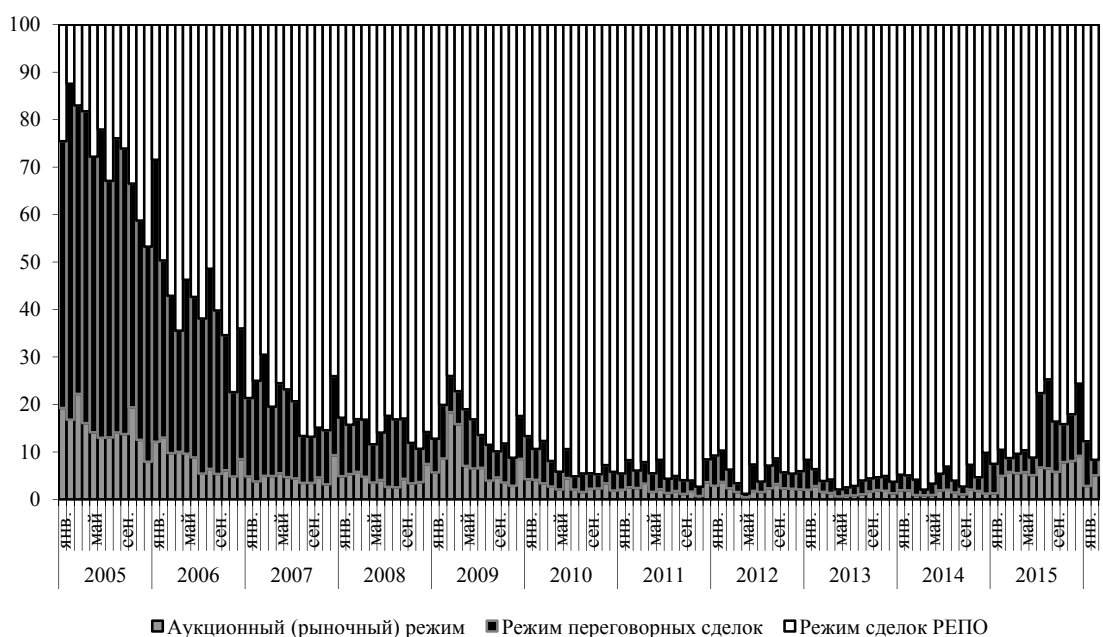


Рис. 37. Структура сделок с региональными облигациями на Московской бирже, %

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

Некоторый рост доли рыночных сделок на основном рынке региональных облигаций на Московской бирже в 2015 г. произошел не за счет повышения торговой активности участников рынка в сегменте рыночных сделок с региональными облигациями, а за счет резкого спада объемов сделок РЕПО с региональными облигациями (рис. 38). Общий объем биржевых сделок с региональными облигациями уменьшился с 7,5 трлн руб. в 2014 г. до 2,8 трлн руб. в 2015 г., или в 2,7 раза; в том числе за указанный период произошло сокращение сделок РЕПО с 7,1 трлн до 2,3 трлн руб., или в 3,1 раза. Основной причиной столь резких изменений в параметрах сделок с региональными облигациями стало сокращение использования данных ценных бумаг в качестве залогового инструмента для кредитования участников финансового рынка.



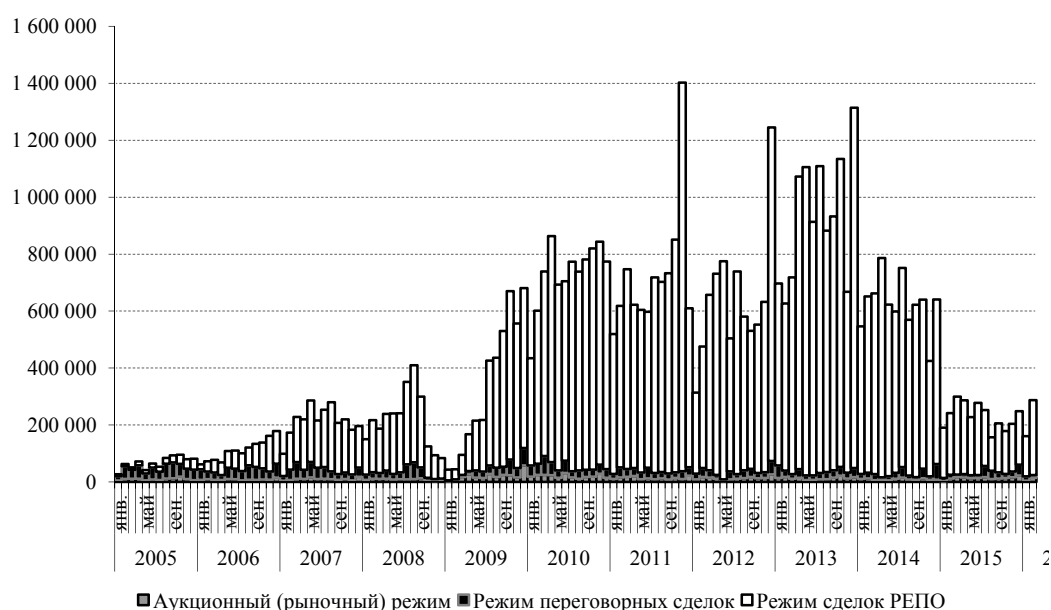


Рис. 38. Стоимость сделок с региональными облигациями на Московской бирже, млн руб.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

#### 3.4.4. Конкуренция на облигационном рынке

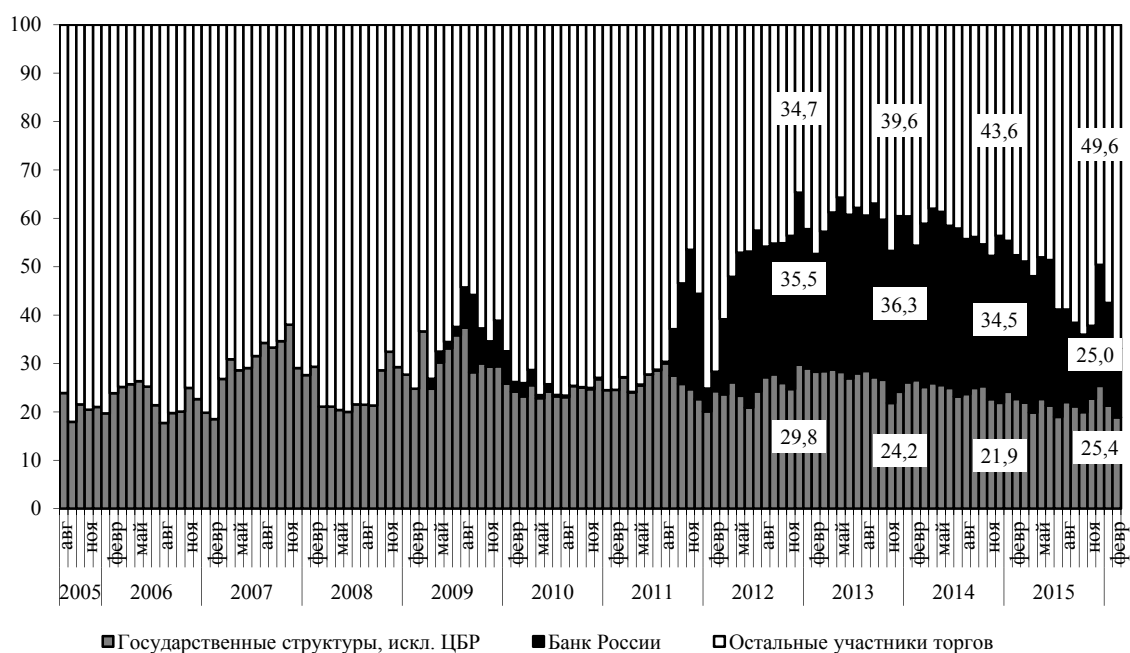
На рис. 39 анализируются доли разных групп участников торгов (частных и государственных финансовых организаций<sup>1</sup>, Банка России) в объемах биржевых торгов облигациями на Московской бирже во всех режимах, включая рыночные, переговорные сделки и сделки РЕПО<sup>2</sup>. В феврале 2016 г. доля государственных структур и Банка России в объемах сделок с облигациями на бирже составила соответственно 25,4 и 25,0% по сравнению с 21,9 и 34,5% в декабре 2014 г. Существенное снижение прямого участия Банка России в биржевых торгах с облигациями отражает изменения механизма рефинансирования банковской системы, произошедшие с 2015 г., а именно сокращение объемов кредитования в форме прямого РЕПО. Некоторое повышение доли государственных структур в общем объеме сделок с облигациями свидетельствует о повышении их роли, прежде всего на рынке РЕПО как поставщиков ликвидности в банковскую систему. Однако важную роль в этом процессе играют и некоторые крупные частные банки, в которых держат счета крупные получатели бюджетных средств.

По разным показателям концентрации выпусков корпоративных облигаций, приводимым в табл. 12, в 2014–2015 гг. наблюдалось снижение уровня концентрации выпусков самых крупных эмитентов, в том числе выпусков облигаций государственных компаний. Например, в 2015 г. доля 10 эмитентов с самыми большими эмиссиями корпоративных облигаций составила 44,4% по сравнению с 60,4% в 2014 г. Из них доля государственных компаний в суммарных объемах эмиссии корпоративных облигаций уменьшилась с

<sup>1</sup> Перечень государственных структур приводится в сноске к рис. 19.

<sup>2</sup> Включая корпоративные, региональные и государственные облигации. С августа 2015 г. Московская биржа прекратила раскрытие информации об объемах ежемесячных сделок, совершаемых по отдельным категориям облигаций.

53,7% в 2014 г. до 41,1% в 2015 г. То, что рынок корпоративных облигаций в 2015 г. стал менее концентрированным и на нем уменьшилась доля крупных государственных компаний, было обусловлено двумя обстоятельствами. С одной стороны, за счет поступления на облигационный рынок примерно 550 млрд руб. дополнительных средств за счет НПФ резко увеличилась доля рыночных выпусков облигаций, в том числе тех, где эмитентами выступали частные компании и банки. С другой стороны, данные по концентрации выпусков корпоративных облигаций и доле государственных структур в них в 2014 г. оказались завышенными из-за аномально большого объема нерыночного выпуска облигаций ОАО «Роснефти» на сумму 625 млрд руб.



*Рис. 39.* Доля частных и государственных брокеров в объемах торгов облигациями на Московской бирже, %

*Источник:* расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

Однако в целом концентрация выпусков корпоративных облигаций остается высокой. В 2015 г. на 24 самых крупных эмитента приходилось 61,5% всей суммы эмиссии корпоративных облигаций, в том числе на государственные компании – 46,4%. Соответственно данный рынок остается механизмом перераспределения финансовых ресурсов в пользу крупных государственных структур.

*Таблица 12*

**Концентрация эмитентов рублевых корпоративных облигаций в 2009–2015 гг.**

	Первые 5 эмитентов		Первые 10 эмитентов		Первые 24 эмитента		Всего по рынку
	всего	в том числе государственные	всего	в том числе государственные	всего	в том числе государственные	
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>2009</b>							
Млрд руб.	440	390	610	441	803	513	917
Доля, %	48,1	42,5	66,8	48,1	87,8	55,9	100,0

Окончание таблицы 12

1	2	3	4	5	6	7	8
<b>2010</b>							
Млрд руб.	177	147	304	200	513	317	855
Доля, %	20,6	17,2	35,4	23,4	59,9	37,1	100,0
<b>2011</b>							
Млрд руб.	241	191	389	309	642	405	1089
Доля, %	22,0	17,5	35,7	28,4	58,9	37,2	100,0
<b>2012</b>							
Млрд руб.	265	265	429	334	690	443	1199
Доля, %	22,1	22,1	35,7	27,9	57,8	36,9	100,0
<b>2013</b>							
Млрд руб.	550	550	705	640	1035	830	1741
Доля, %	31,6	31,6	40,5	36,8	59,4	47,7	100,0
<b>2014</b>							
Млрд руб.	875	827	1051	934	1334	1038	1739
Доля, %	50,3	47,6	60,4	53,7	76,7	59,7	100,0
<b>2015</b>							
Млрд руб.	683	683	861	788	1180	891	1919
Доля, %	35,6	35,6	44,9	41,1	61,5	46,4	100,0

Источник: расчеты Института Гайдара по данным [www.Cbonds.ru](http://www.Cbonds.ru), [www.rusbonds.ru](http://www.rusbonds.ru) и Московской биржи.

С каждым годом рынок корпоративных облигаций все больше обслуживает денежные потоки между государственными структурами. Государственные компании заимствуют деньги у государственных структур. Вторичный рынок также поддерживается преимущественно государственными банками вместе с Банком России. Более того, андеррайтерами и инвестиционными консультантами при размещении корпоративных облигаций также выступают преимущественно государственные инвестиционные банки (табл. 13). В 2009–2015 гг. доля государственных банков на рынке услуг андеррайтеров стабильно составляет 50–60% по выпускам корпоративных облигаций и 50–80% по выпускам региональных облигаций.

Таблица 13

**Доля государственных и частных финансовых организаций на рынке услуг организаторов внутренних облигационных займов в России**

1	Организаторы выпусков					
	корпоративных облигаций			региональных облигаций		
	государственные финансовые организации	частные финансовые организации	всего	государственные финансовые организации	частные финансовые организации	всего
2	3	4	5	6	7	
<b>2007</b>						
Млн руб.	169 668	298 302	467 970	7 551	45 481	53 032
Доля, %	36,3	63,7	100,0	14,2	85,8	100,0
<b>2008</b>						
Млн руб.	219 892	249 900	469 792	42 227	29 716	71 943
Доля, %	46,8	53,2	100,0	58,7	41,3	100,0
<b>2009</b>						
Млн руб.	620 044	373 978	994 022	133 325	22 511	155 836
Доля, %	62,4	37,6	100,0	85,6	14,4	100,0
<b>2010</b>						
Млн руб.	393 743	461 292	855 035	86 613	28 288	114 901
Доля, %	46,0	54,0	100,0	75,4	24,6	100,0
<b>2011</b>						
Млн руб.	620 698	374 146	994 844	7 767	46 177	53 944
Доля, %	62,4	37,6	100,0	14,4	85,6	100,0

Окончание таблицы 13

1	2	3	4	5	6	7
<b>2012</b>						
Млн руб.	734 697	502 831	1 237 528	61 925	57 637	119 562
Доля, %	59,4	40,6	100,0	51,8	48,2	100,0
<b>2013</b>						
Млн руб.	1 033 849	686 894	1 720 743	79 980	74 259	154 239
Доля, %	60,1	39,9	100,0	51,9	48,1	100,0
<b>2014</b>						
Млн руб.	621 007	548 729	1 169 736	81 283	29 705	110 988
Доля, %	53,1	46,9	100,0	73,2	26,8	100,0
<b>2015</b>						
Млн руб.	840 664	644 626	1 485 290	57 380	41 075	98 455
Доля, %	56,6	43,4	100,0	58,3	41,7	100,0

Источник: по данным рейтингов организаторов размещений облигаций [www.Cbonds.ru](http://www.Cbonds.ru) за 2007–2015 гг.

О слабом уровне конкуренции на рынках андеррайтинговых и консалтинговых услуг при размещении корпоративных и региональных облигаций свидетельствуют данные индекса Херфиндаля – Хиршмана (рис. 40). Начиная с 2009 г. рынок инвестиционно-банковских услуг на рынке корпоративных облигаций превратился из высококонкурентного в умеренно концентрированный, когда ежемесячные значения НИИ попадают в диапазон от 800 до 1800. В 2015 г. в сегменте услуг по корпоративным облигациям НИИ был равен 964. С 2011 г. рынок услуг по выпускам региональных облигаций балансирует между умеренно и высококонцентрированными зонами рынка. В 2015 г. со значением НИИ 1743 он переместился в категорию рынков с умеренным уровнем концентрации.

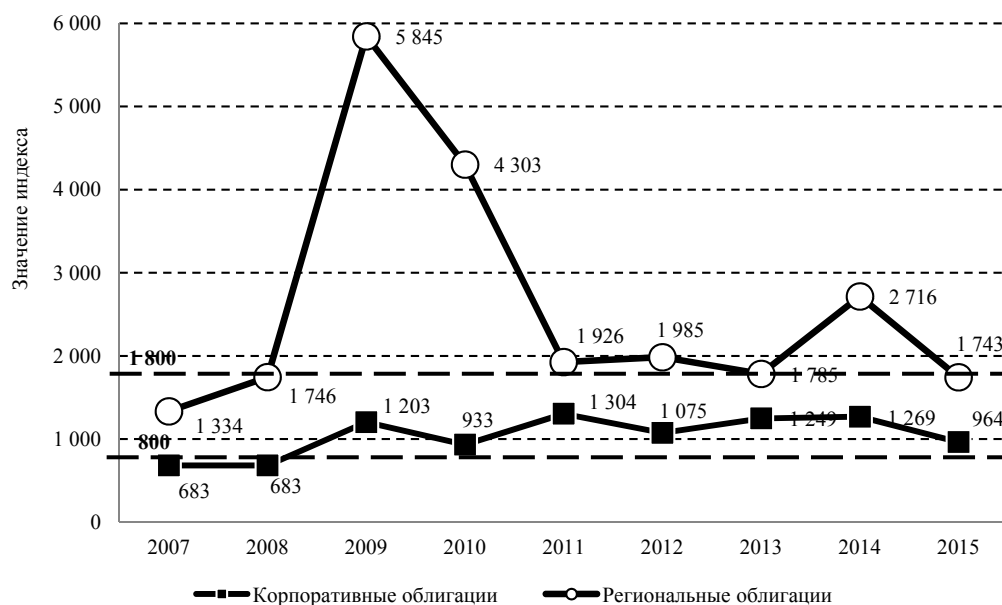


Рис. 40. Индекс Херфиндаля – Хиршмана: услуги по организации выпусков рублевых корпоративных и региональных облигаций в 2007–2015 гг.

Источник: по данным рейтингов организаторов размещений облигаций [www.Cbonds.ru](http://www.Cbonds.ru) за 2007–2015 гг.

### 3.4.5. Корпоративные облигации и экономический рост

Важным критерием эффективности рынка корпоративных облигаций является его способность привлекать инвестиции в компании реального сектора и банковские структуры. Информацию о том, как средства, привлекаемые российскими компаниями путем размещения облигаций, используются для роста их основного капитала, публикуются Росстатом на основе опроса представителей компаний-эмитентов. По данным Росстата, получается, что в течение 2000–2015 гг. из общих выпусков корпоративных облигаций в инвестиции в основной капитал попадала лишь очень незначительная часть привлекаемых компаниями средств.

В 2014 г. из общего объема эмиссии за год в размере 46 млрд долл. на инвестиции в основной капитал было направлено лишь 0,2 млрд долл., или 0,4% суммы эмиссии облигаций. В 2015 г. из общего объема эмиссии в размере 26 млрд долл. на инвестиции в основной капитал пошло 2,6 млрд долл., или 10% привлеченных средств (табл. 14). На основании данной статистики можно сделать вывод о том, что рынок корпоративных облигаций не оказывает заметного влияния ни на инвестиции в основной капитал, ни на экономический рост. Видимо, поддерживаемые за счет фондирования с денежного рынка корпоративные облигации де-факто являются слишком краткосрочными источниками финансирования компаний, поэтому последние предпочитают использовать их для пополнения оборотных средств и на рефинансирование старых долгов. Все это ставит вопрос о поиске альтернативных форм рефинансирования банковской системы Банком России с таким расчетом, чтобы данный механизм реально заинтересовывал банки в финансировании долгосрочных проектов компаний реального сектора экономики, позитивно влияющих на экономический рост.

Таблица 14

**Параметры рынка рублевых корпоративных облигаций, млрд долл.**

	Капитализация	Вторичный рынок, включая РЕПО	Размещения	Поступления в основной капитал от размещений		
				млрд долл.	то же в % к капитализации	то же в % к объему размещения
2000	2	0,2	1,1			
2001	3	1	0,8			
2002	3	2	2	0,1	3,0	6,7
2003	5	8	3	0,1	2,1	3,8
2004	9	15	5	0,1	1,1	2,0
2005	17	44	9	0,3	1,8	3,3
2006	33	135	17	0,1	0,3	0,6
2007	49	371	18	0,2	0,4	1,1
2008	67	457	16	0,2	0,3	1,2
2009	80	293	29	0,1	0,1	0,3
2010	99	757	28	0,03	0,03	0,1
2011	117	1237	31	0,014	0,01	0,05
2012	134	1866	39	0,14	0,1	0,4
2013	163	2839	54	0,05	0,03	0,1
2014	174	2032	46	0,2	0,1	0,4
2015	133	1277	26	2,6	1,9	10,0

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи, Cbonds, Банка России и Росстата.

### 3.4.6. Рынок государственных ценных бумаг

В 2014–2015 гг. рынок федеральных ценных бумаг переживал сложные времена. Введение международных санкций ограничило возможности для новых внешних заимствований, а повышение волатильности на внутреннем финансовом рынке сократило спрос на рублевые ОФЗ и привело к росту ставок заимствования. В условиях замораживания

накопительной части пенсий в 2014–2015 гг. на внутренний рынок госдолга перестали поступать новые средства в виде пенсионных накоплений. Проведенная в феврале 2013 г. либерализация доступа на рынок ОФЗ нерезидентов за счет открытия счетов Евроклир и Клирстрим в НРД в условиях введения ограничений для европейских и американских инвесторов на приобретение государственных ценных бумаг Российской Федерации позволила привлечь новые средства нерезидентов, но в то же время повысила риски внезапного оттока средств нерезидентов из ОФЗ, которые, к счастью, так и не материализовались в последующем.

В 2015 г. объем размещений ОФЗ снизился с 1349 млрд руб. в 2014 г. до 836 млрд руб. в 2014 г. Пытаясь повысить привлекательность государственных ценных бумаг в глазах инвесторов, в 2015 г. Минфин России пошел на выпуск ОФЗ с привязкой купона к индексу RUONIA, а также на эмиссию ОФЗ-ИН с номинальной стоимостью, привязанной к инфляции, и с умеренной ставкой купонного дохода. Индексируемые в соответствии с инфляцией облигации вызвали большой спрос среди внутренних институциональных инвесторов, что позволило Минфину привлечь около 150 млрд руб.

По мнению Банка России, открытие в российском центральном депозитарии счетов номинального держателя для иностранных расчетно-клиринговых организаций в начале 2013 г. привело к значительному притоку иностранных инвестиций на внутренний рынок государственного долга. Иностранная инвестиционная база является достаточно диверсифицированной и включает участников, придерживающихся самых разных инвестиционных стратегий<sup>1</sup>. В 2013 г. доля нерезидентов в структуре владельцев ОФЗ достигла 24,9%. Столь быстрый рост доли нерезидентов на рынке ОФЗ был неожиданным даже для Минфина России. Согласно «Основным направлениям государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг.» (с. 25) ожидалось, что указанный показатель повысится лишь до 10% в среднесрочной перспективе, а до 25% – в долгосрочной перспективе.

В условиях санкций и ожидаемого снижения суверенного рейтинга Российской Федерации со стороны трех ведущих международных рейтинговых агентств до уровня ниже инвестиционного в конце 2014 г. существенно выросли риски оттока средств нерезидентов из ОФЗ. Однако снижение до «мусорного» уровня суверенного кредитного рейтинга России со стороны агентств S&P 25 января 2015 г. и Moody's 20 февраля 2015 г. не повлекло массовых распродаж ОФЗ. Доля нерезидентов в структуре владельцев ОФЗ сократилась с 24,2% в декабре 2014 г. до 18,7% в январе 2015 г. Это стало следствием, скорее, увеличения объемов ОФЗ за счет учета внерыночных выпусков, чем распродаж государственных бумаг иностранными инвесторами. Однако в последующем доля нерезидентов в ОФЗ выросла с 18,7% в январе 2015 г. до 21,5% в январе 2016 г. (рис. 41).

---

<sup>1</sup> Центральный банк Российской Федерации. Обзор денежного рынка. IV квартал 2014 г. С. 22.

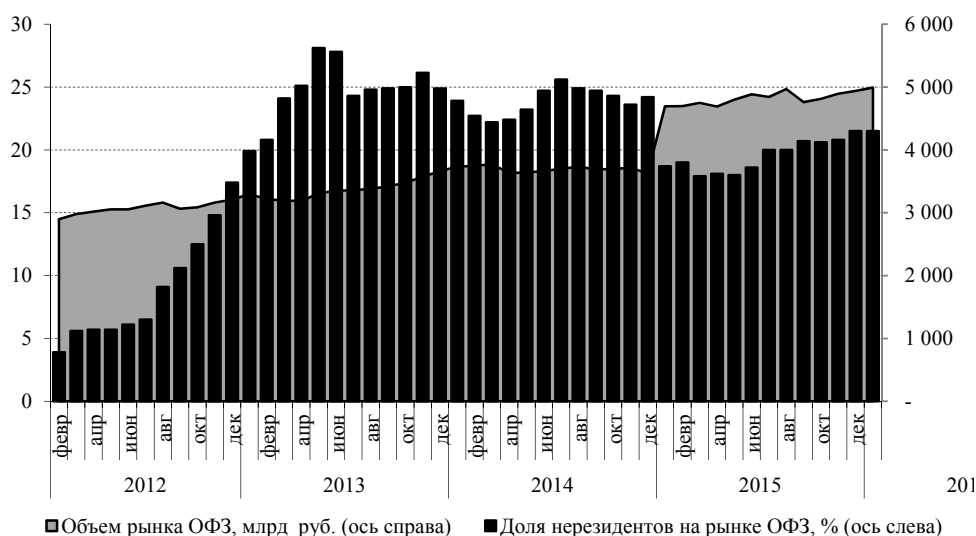


Рис. 41. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ с февраля 2012 г. по январь 2016 г.

Источник: данные Банка России и расчеты автора по данным Московской биржи.

В 2012–2015 гг. благодаря статистике Московской биржи стали публично доступными данные о разных режимах сделок на рынке государственных облигаций. До этого в обзорах финансового рынка Банк России раскрывал лишь информацию об объемах рыночных (аукционных) сделок и об операциях в режиме переговорных сделок по ОФЗ. Из данных рис. 42 видно, что доля сделок РЕПО на рынке государственных облигаций в декабре 2015 г. составляла 96,1%. На рыночные сделки приходилось около 1,1% торгового оборота. В такой ситуации не вполне ясно, какую функцию выполняют собственно рыночные сделки, насколько их информация позволяет получить объективную рыночную информацию о параметрах рынка ОФЗ и еврооблигаций.

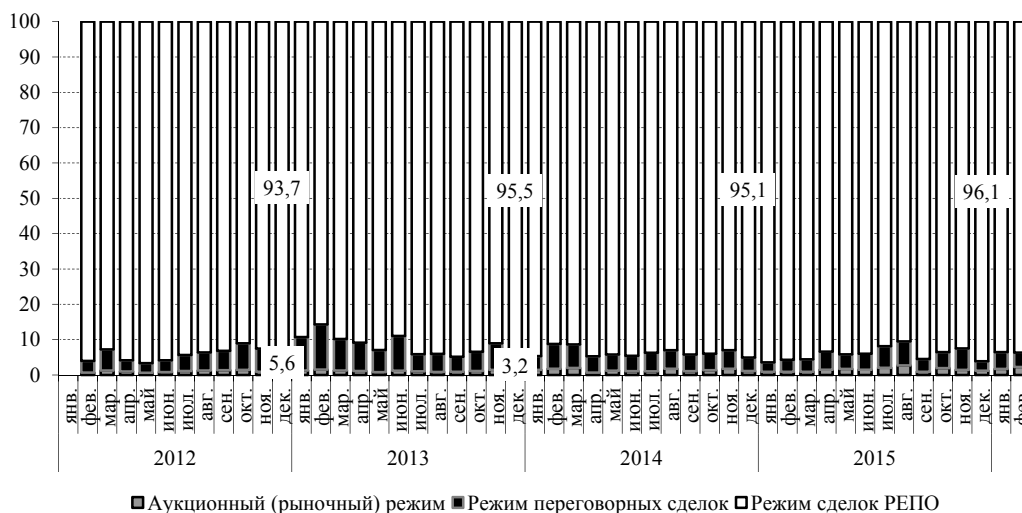


Рис. 42. Структура сделок с федеральными облигациями на Московской бирже с февраля 2012 г. по февраль 2016 г., %

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

Общий объем торгов государственными ценными бумагами на Московской бирже вырос с 62,6 трлн руб. в 2014 г. до 63,7 трлн руб. в 2015 г., или на 2,0%. При этом объем сделок РЕПО за указанный период вырос с 58,6 трлн до 60,1 трлн руб., или на 3,0% (рис. 43). Объем рыночных сделок за 2015 г. вырос до 0,9 трлн руб. по сравнению с 0,8 трлн руб. в 2014 г., или на 8,0%. Тем не менее абсолютный размер рыночных сделок с государственными облигациями на бирже практически не растет начиная с 2012 г.

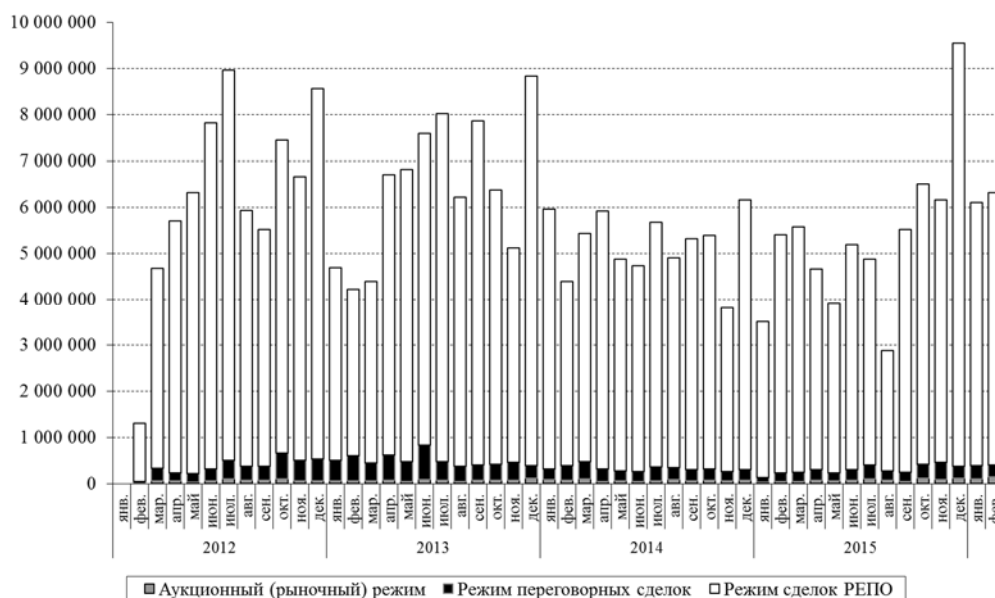


Рис. 43. Объемы сделок с федеральными облигациями на Московской бирже с февраля 2012 г. по февраль 2016 г., млн руб.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

К началу 2014 г. на фоне краткосрочного валютного кризиса и роста ключевой ставки до 17% произошло резкое ухудшение условий заимствования средств государством, о чем свидетельствует рис. 44, на котором динамика курса рубля сопоставлена с ростом стоимости дефолтного свопа (CDS)<sup>1</sup> на суверенные облигации РФ со сроком обращения 5 лет. С 11 июля 2014 г. по 31 января 2015 г. курс доллара вырос с 33,84 до 68,73 руб., или в 2,0 раза, а стоимость CDS Russia 5Y подскочила со 173,3 до 629 б.п., или в 3,5 раза. Однако с февраля ситуация на рынке еврооблигаций постепенно начала нормализоваться, к 25 мая 2015 г. CDS Russia 5Y опустилась до 289 б.п. После этого стоимость CDS проявляла заметную волатильность, однако в целом колебалась вокруг значения 300–310 б.п. Интересно, что с конца мая 2015 г. размер премии по CDS Russia 5Y полностью отвязался от валютного курса, хотя до этого премия и курс изменялись синхронно. После этого премия по дефолтному свопу в большей мере следовала за динамикой ключевой ставки. Вероятно, данные изменения были связаны с тем, что основная часть еврооблигаций РФ была скуплена российскими участниками рынка, которые в большей мере ориентировались на рублевую, а не на валютную доходность данного инструмента.

<sup>1</sup> Дефолтный своп представляет собой премию по страховке на случай дефолта соответствующего эмитента. CDS является показателем кредитного риска эмитента.



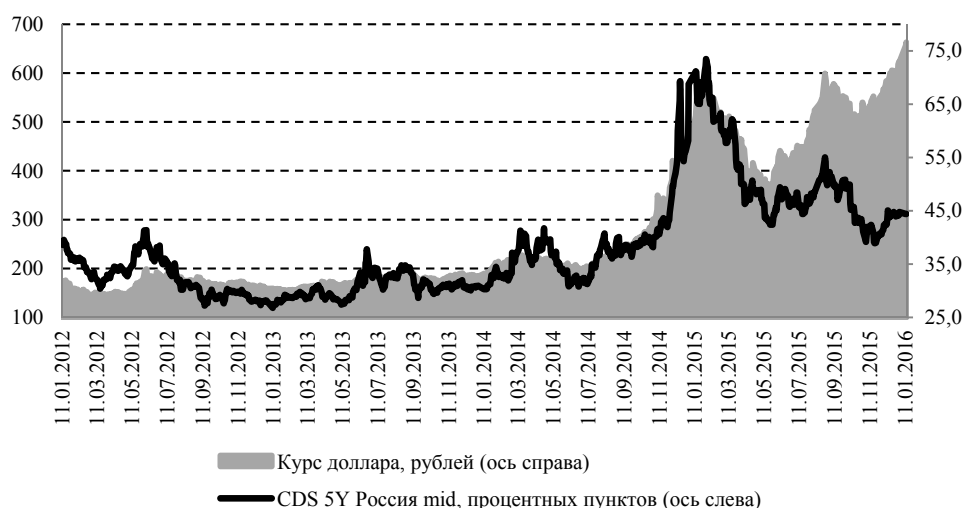


Рис. 44. Стоимость CDS Russia 5Y и курс доллара в 2012 г. – январе 2016 г.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Cbonds.

Согласно «Основным направлениям государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг.» (с. 25) ожидалось, что повышение доли иностранных инвесторов в ОФЗ неизбежно приведет к снижению их доходности на 1 процентный пункт. Именно так произошло в 2012 г., на который пришелся основной прирост доли нерезидентов на рынке ОФЗ. Уровень инфляции в 2012 г. вырос, составив 6,6% по сравнению с 6,1% в 2011 г., а среднемесячная долгосрочная ставка ОФЗ в декабре 2012 г. понизилась до 7,10% годовых вместо 8,10% годом ранее (рис. 45). В 2013 г. наблюдалась иная тенденция. Несмотря на продолжавшийся, но замедлившийся рост доли нерезидентов на рынке ОФЗ, снижение инфляции до уровня 6,5%, долгосрочная ставка по ОФЗ выросла с 7,1% годовых в декабре 2012 г. до 7,53% годовых в декабре 2013 г.

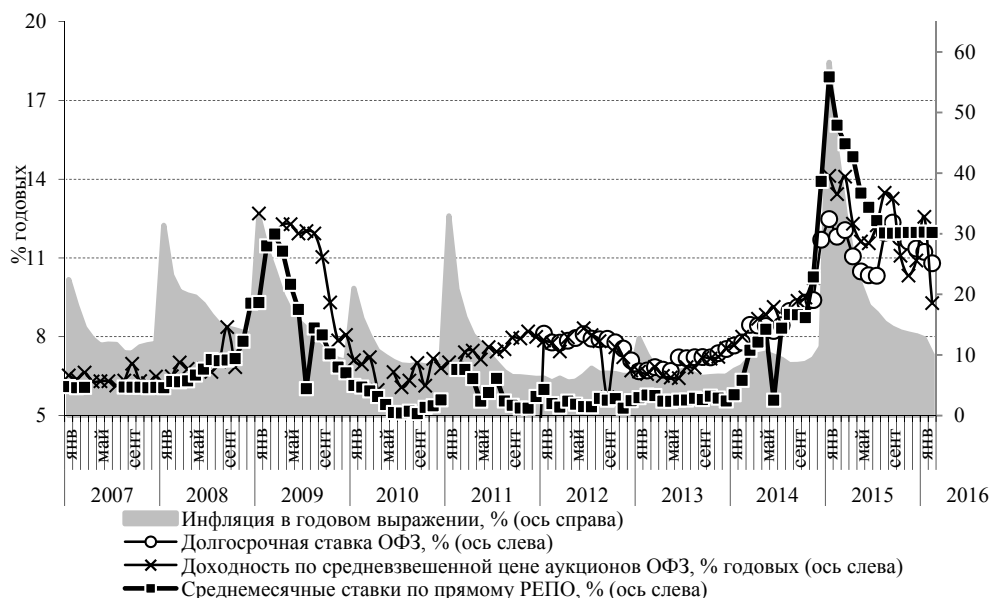


Рис. 45. Среднемесячные ставки рынка ОФЗ, прямого РЕПО и инфляция, % годовых

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Банка России, Минфина России и Росстата.

В 2014 г. при годовой инфляции в 11,4% долгосрочная ставка по ОФЗ выросла с 7,53% годовых в декабре 2013 г. до 12,48% годовых в январе 2015 г. В 2015 г. Банку России и правительству РФ в целом удалось справиться с шоком на валютном рынке и с инфляцией, случившимися в январе. По итогам года инфляция оказалась на уровне 12,9%, а ставка по долгосрочным ОФЗ – 11,36%. К февралю 2016 г. в годовом выражении потребительская инфляция снизилась до 10,0%, среднемесячная ставка по долгосрочным ОФЗ – до 10,8%.

### 3.5. Срочный рынок<sup>1</sup>

В 2015 г. на срочном биржевом рынке произошли серьезные изменения. Прежде всего, они связаны с существенным ростом торговой активности участников рынка, особенно фьючерсного рынка. Темпы развития срочного рынка существенно опережали как фондовый, так и денежный рынки. Число клиентов на срочном рынке выросло с 34,2 тыс. в 2014 г. до 44,9 тыс. по итогам 2015 г., или на 31,2%, в то время как на фондовом рынке число активных клиентов брокеров сократилось с 83,0 тыс. до 81,9 тыс., или на 1,0%.

Объем торгов фьючерсами вырос с 7,6 трлн руб. в декабре 2014 г. до 26,5 трлн руб. в феврале 2016 г., или в 3,5 раза (рис. 46). За это же время число заключенных на фьючерсном рынке сделок увеличилось с 12,9 млн до 41,5 млн, или в 3,2 раза.

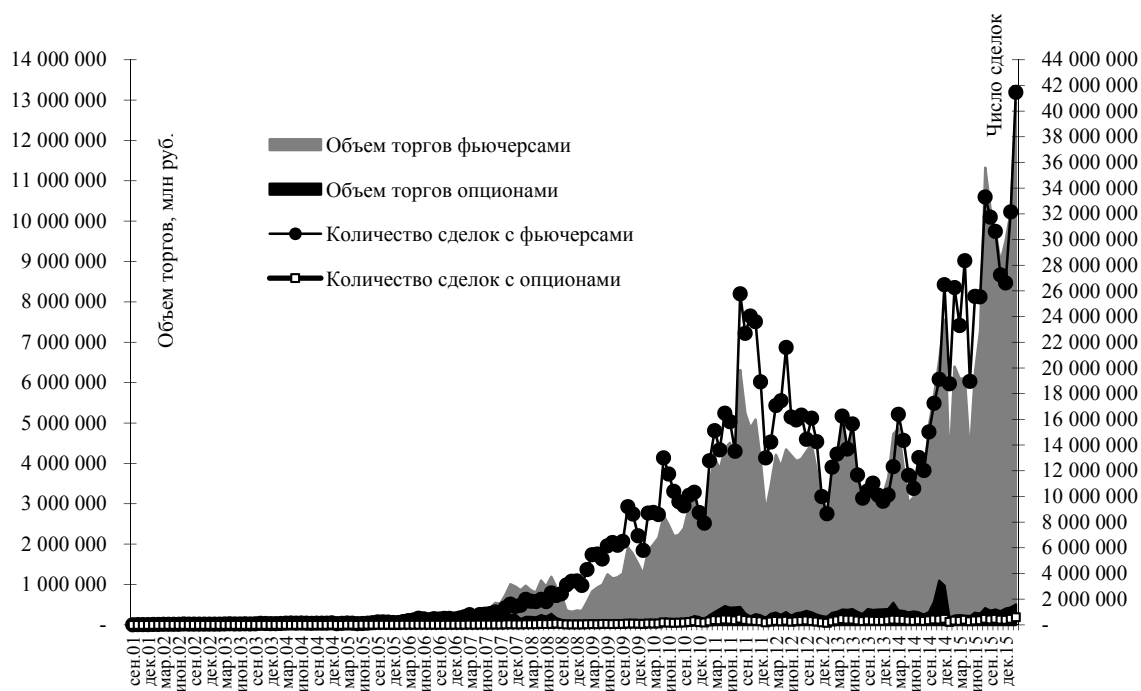


Рис. 46. Объемы торгов и количество сделок на срочном рынке Московской биржи с 1 сентября 2001 г. по 29 февраля 2016 г.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

Фьючерсы стали популярным инструментом для хеджирования, прежде всего от валютных рисков. Наоборот, торговая активность с опционами снижалась в стоимостном измерении и росла по количеству сделок. Объем торгов опционами сократился с 1,0 трлн

<sup>1</sup> Автор раздела: А. Абрамов – РАНХиГС при Президенте РФ.

руб. в декабре 2014 г. до 0,5 трлн руб. в феврале 2016 г., или в 2,0 раза. При этом число заключенных на опционном рынке сделок увеличилось с 0,5 млн до 0,6 млн, или на 20,0%. Более активное развитие фьючерсного рынка по сравнению с опционами связано с опережающим ростом срочных сделок на валютном рынке, где фьючерсы являются преобладающим типом контрактов. Из-за волатильности ключевой ставки значительный спад произошел на рынке процентных опционов, которые в начале 2015 г. биржа рассматривала как важный перспективный драйвер роста срочного рынка.

В 2015 г. на срочном рынке Московской биржи часто случались технические сбои. Повышение операционной надежности систем, а также переход на механизм торговли различными активами на бирже с единой торговой позиции участников являются ключевыми проектами развития Московской биржи на 2016 г.

Срочный рынок все более активно развивается в сторону валютных сделок, доля индексных инструментов на рынке фьючерсов существенно сокращается (рис. 47). На фьючерсном рынке доля сделок с валютными инструментами выросла с 65,1% в декабре 2014 г. до 71,9% в декабре 2015 г., доля сделок с индексными инструментами за соответствующий период снизилась с 28,4 до 19,3%. Это показывает, что во время острой фазы текущего кризиса участники рынка для целей хеджирования в большей мере использовали фьючерсы на валюту, чем на ценные бумаги и индексы. В 2015 г. объемы сделок с фьючерсами на индексы даже сократились в абсолютном выражении с 2,1 трлн руб. в декабре 2014 г. до 1,8 трлн руб. в декабре 2015 г., или на 14,0%. Невысокой пока остается роль процентных инструментов срочного рынка.

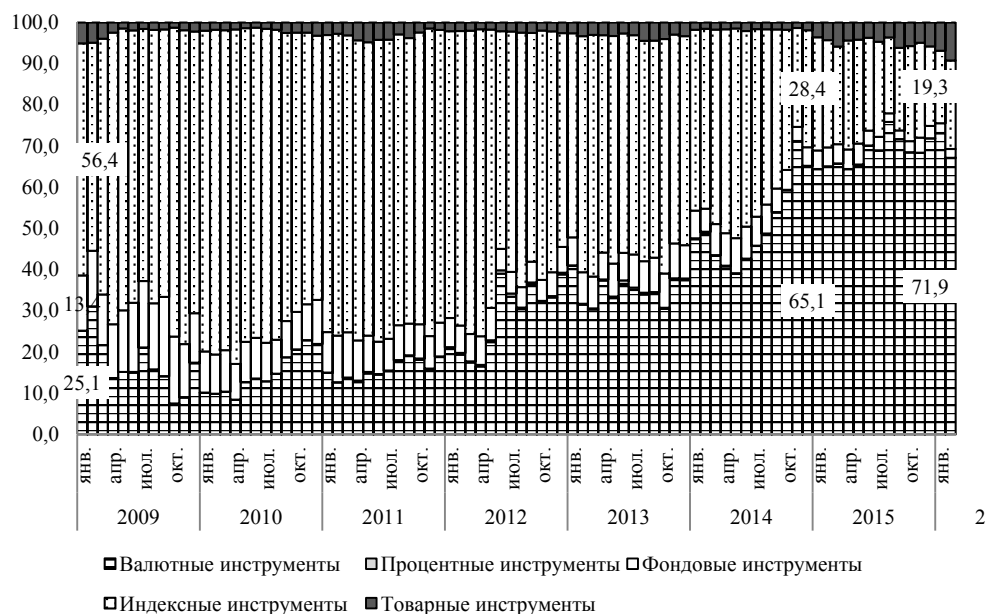


Рис. 47. Структура фьючерсного рынка Московской биржи в 2009 г. – феврале 2016 г., % по стоимости сделок

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

На рынке опционов доля сделок с валютными инструментами, наоборот, снизилась с 77,1% в декабре 2014 г. до 46,0% в декабре 2015 г., доля сделок с индексными инструментами за соответствующий период времени выросла с 22,2 до 50,7% (рис. 48). Тем не

менее это происходило на фоне абсолютного снижения объемов торгов на опционном рынке с 971 млрд руб. в декабре 2014 г. до 400 млрд руб. в декабре 2015 г.

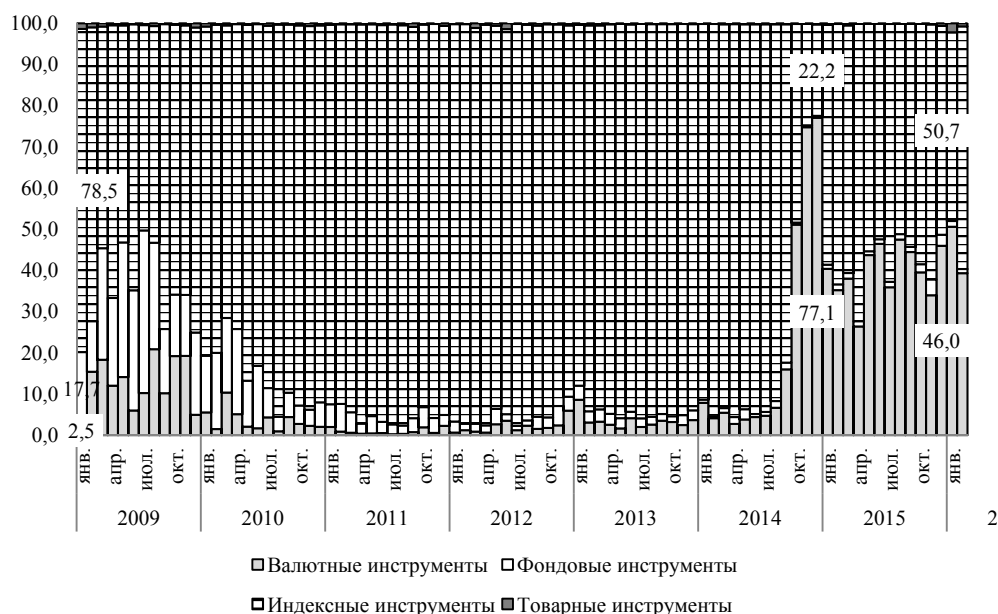


Рис. 48. Структура рынка опционов Московской биржи в 2009 г. – феврале 2016 г., % по стоимости сделок

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

### 3.6. Инвесторы и финансовые посредники<sup>1</sup>

#### 3.6.1. Внутренние институциональные инвесторы

Для повышения нормы сбережений населения и привлечения долгосрочных ресурсов, как и в случае с резервами государства, нужны стабильно работающие институциональные инвесторы. Их относительно низкий уровень развития в России является ключевой проблемой для российского финансового рынка. Первый этап пенсионной реформы привел к замедлению роста пенсионных накоплений за счет предоставления права выбора застрахованным лицам между нулевой ставкой и 6%-ными отчислениями в накопительную часть пенсии, а также временного отказа от формирования пенсионных накоплений в 2014–2016 гг.

В 2014 г. был запущен процесс акционирования НПФ, обслуживающих обязательные пенсионные накопления, и вступления данных фондов в систему гарантирования сохранности пенсионных накоплений и проведения массовой ревизии их финансовой стабильности. В 2015 г. в отрасли негосударственных пенсионных фондов происходит процесс дальнейшей централизации бизнеса. По данным «Обзора ключевых показателей некредитных финансовых организаций Банка России», количество НПФ, управлявших пенсионными резервами, сократилась со 115 в 2014 г. до 103 в сентябре 2015 г. За тот же период количество НПФ, управляющих пенсионными накоплениями, уменьшилось с 87 до 78. Согласно сведениям Национальной ассоциации негосударственных пенсионных фондов (НАПФ), на конец ноября 2015 г. в реестр негосударственных пенсионных фондов –

<sup>1</sup> Автор раздела: А. Абрамов – РАНХиГС при Президенте РФ.

участников системы гарантирования прав застрахованных лиц были включены 32 НПФ. Под их управлением находилось около 95,2% стоимости пенсионных накоплений. По данным Банка России, количество застрахованных в НПФ достигло 26,7 млн человек.

В III квартале 2015 г. объем пенсионных накоплений НПФ составил 1,7 трлн руб., объем накоплений на счетах Пенсионного фонда России, управление которыми осуществляется государственной и частными управляющими компаниями, достиг 1,9 трлн руб. Основная часть пенсионных накоплений в размере 41% от стоимости активов была вложена в корпоративные облигации. В акции было размещено лишь 12% портфелей пенсионных накоплений.

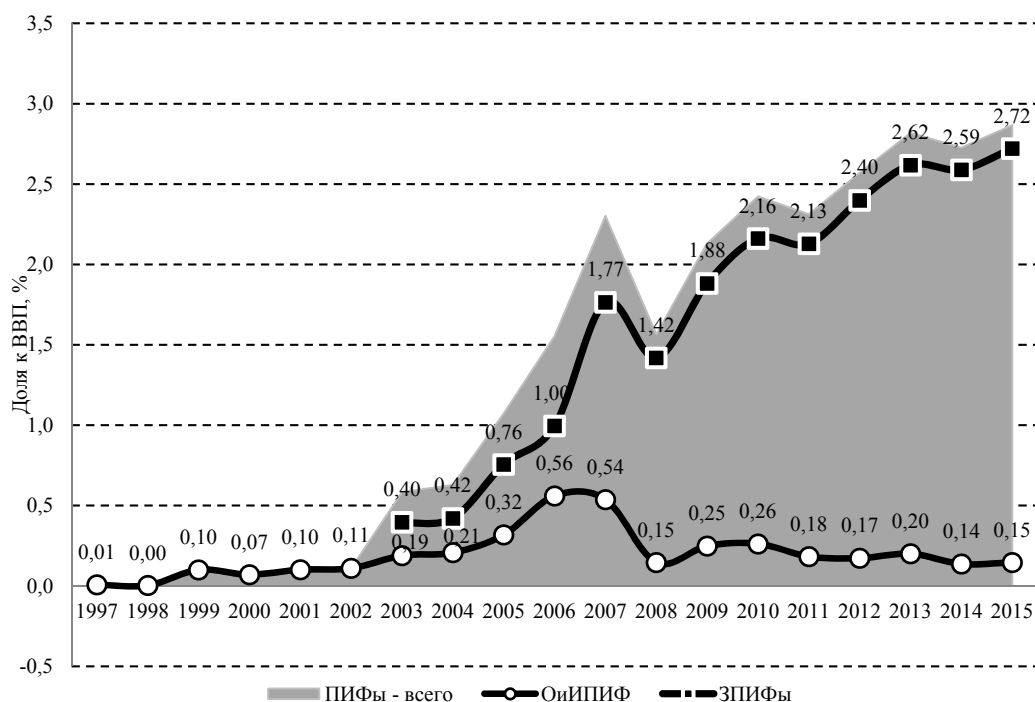
Объем пенсионных резервов в НПФ в сентябре 2015 г. составил 984,3 млрд руб. Умеренный рост данных ресурсов обеспечивался за счет поступления по корпоративным программам негосударственного пенсионного обеспечения. Несмотря на наличие налоговых льгот по НДФЛ, физические лица самостоятельно практически не участвуют в формировании пенсионных резервов. По итогам 9 месяцев 2015 г. около 24% портфеля пенсионных резервов было вложено в акции и корпоративные облигации и еще около 18% – в паи паевых инвестиционных фондов.

По данным Банка России, за 9 месяцев 2015 г. средневзвешенная доходность накоплений в НПФ составила 10,8% годовых, в ГУК ВЭБ – 12,2% годовых.

Неопределенность вокруг судьбы пенсионных накоплений была одним из основных рисков фондового рынка в 2015 г. По результатам наших исследований, до настоящего времени большинство стран в мире, за исключением Аргентины и Венгрии, сумели преодолеть негативное отношение к перспективе пенсионных накоплений и продолжают успешно развивать в данном направлении свою пенсионную систему. В 2016 г. России также предстоит определиться с судьбой накопительной пенсионной системы и с ролью в ней негосударственных пенсионных фондов. По нашему мнению, наиболее близкой к России по тренду развития пенсионной системы является Чехия. В 2014–2015 гг. в этой стране отказались от системы обязательных пенсионных накоплений, перейдя к системе стимулирования индивидуальных пенсионных планов граждан. По данным страховой компании «Альянц», в настоящее время этими индивидуальными пенсионными программами охвачено около 95% экономически активного населения страны.

Решить проблему вовлечения средств частных инвесторов на внутренний фондовый рынок невозможно без ускоренного развития коллективных инвестиций. В 2015 г. общая стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов (ПИФов) составила 2,3 трлн руб., или 2,9% ВВП, в 2014 г. – 2,1 трлн руб., 2,7% ВВП. Из данных фондов чистые активы закрытых ПИФов увеличились с 2,0 трлн руб., или 2,6% ВВП в 2014 г., до 2,7 трлн руб., или 2,7% ВВП в 2015 г. (рис. 49).

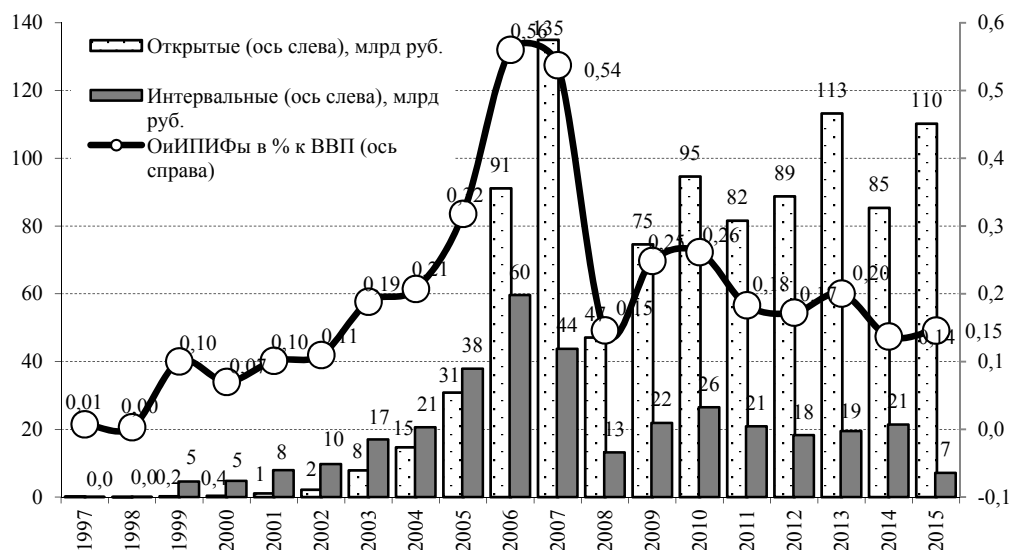
Из-за слабых показателей доходности акций российских компаний, высокой волатильности финансового рынка и сформированного за последние годы недоверия населения к частным финансовым структурам открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды (ОиИПИФы), ориентированные на сбережения частных инвесторов, в России пока развиты слабо. При этом во многих экономиках мира, включая страны БРИКС, взаимные фонды являются самым крупным институтом, за исключением банков, привлекающих сбережения частных инвесторов. Однако и на российском финансовом рынке в 2015 г. появились признаки оживления интереса частных инвесторов к ОиИПИФ. Активы данных фондов выросли со 106,8 млрд руб. в 2014 г. до 117,3 млрд руб. в 2015 г., или на 10,0% (рис. 50).



**Примечание.** Данные по размеру активов закрытых ПИФов для квалифицированных инвесторов за 2015 г. взяты по оценке исходя из данных Банка России по указанным фондам за 9 месяцев 2015 г.

*Рис. 49.* Относительный размер стоимости активов паевых инвестиционных фондов, % ВВП

*Источник:* расчеты Института Гайдара по данным НЛУ, Банка России и Росстата.



*Рис. 50.* Относительные и абсолютные размеры открытых и интервальных ПИФов

*Источник:* расчеты Института Гайдара по данным НЛУ, Банка России и Росстата.

Даже несмотря на продолжавшееся в 2015 г. падение индекса РТС, характеризующего валютную стоимость вложений в акции российских эмитентов, впервые после 2013 г. начиная с августа 2015 г. наблюдается пусть небольшой, но устойчивый приток новых средств частных инвесторов в ОиИПИФы (рис. 51). Фонды демонстрировали высокую доходность за счет использования стратегий смешанного инвестирования, глобальной диверсификации активов, применения отраслевых стратегий инвестирования.

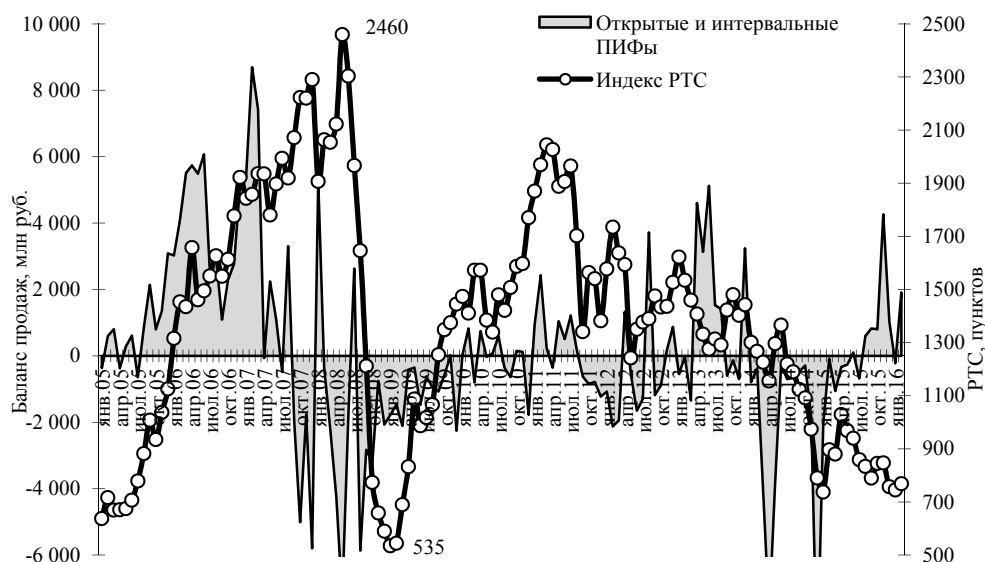


Рис. 51. Баланс продаж открытых и интервальных ПИФов и индекс РТС с января 2005 г. по февраль 2016 г.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным НЛЮ и Московской биржи.

В целях поддержания инвестиционной активности России необходимо сокращать отставание в развитии институциональных инвесторов. Это означает, что основной акцент в банковской сфере заключается в поддержании надежности и укреплении банковской системы, а применительно к пенсионным фондам, страховым организациям, открытым и интервальным ПИФам более актуальной является реализация политики развития, направленной на формирование эффективных компаний, которым доверяет население. Для этого необходимо поддержание конкуренции на рынке финансовых услуг и обеспечение защиты прав инвесторов, т.е. то, что принято относить не к надзорной, а к регулирующей функции государства.

### 3.6.2. Брокеры и индивидуальные внутренние инвесторы

Для выхода на траекторию экономического роста России необходимо поддерживать высокие нормы внутренних накоплений. Резервом роста накоплений является повышение нормы сбережений домашних хозяйств. Согласно данным по методике Росстата<sup>1</sup>, российские домашние хозяйства сберегали 9,8% располагаемого дохода в 2013 г., 6,9% в 2014 г. и 14,1% в 2015 г. (рис. 52). В странах – лидерах по экономическому росту и

<sup>1</sup> Согласно методике Росстата по России сбережения включают прирост (уменьшение) вкладов, приобретение ценных бумаг, изменение средств на счетах индивидуальных предпринимателей, изменение задолженности по кредитам, приобретение недвижимости, покупку населением скота и птицы.

модернизации (Китай, Индия, Сингапур, Гонконг) норма сбережений домашних хозяйств к располагаемому доходу значительно выше. Социальная и демографическая ситуация в данных странах, конечно, отличается от российской, но необходимо признать, что любая масштабная модернизация предполагает опору на внутренние финансовые ресурсы. Это тем более актуальным стало в 2014 г. после введения санкций, ограничивших возможности привлечения внешних инвестиций для российских компаний и банков.

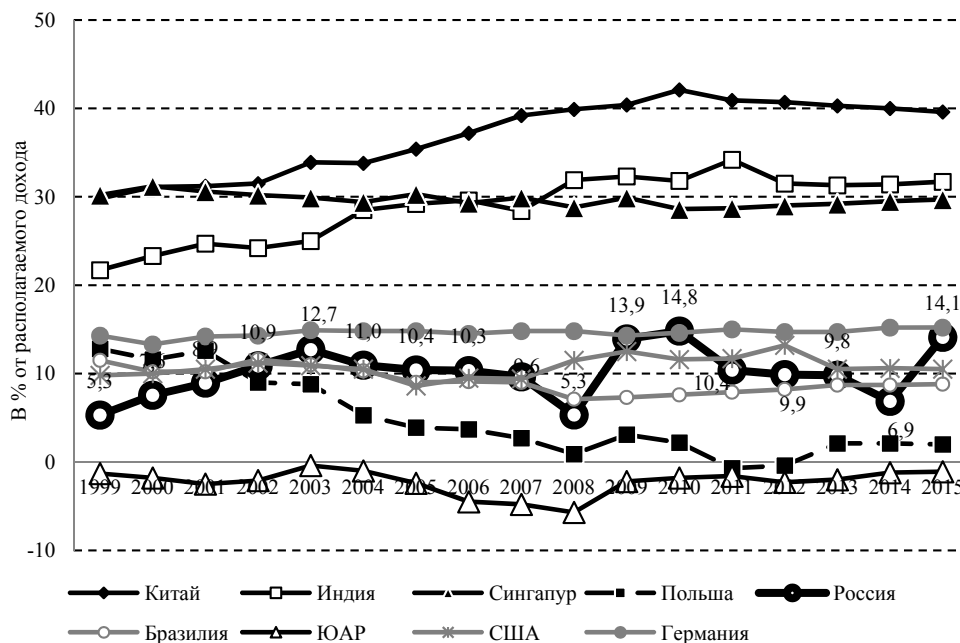


Рис. 52. Норма сбережений домашних хозяйств, % к располагаемому доходу в 1999–2015 гг.

Источник: расчеты по данным Росстата и Euromonitor International по России.

Сокращение объемов биржевой активности частных инвесторов и повышение роли государственных структур на финансовом рынке, пользующихся преимуществом при привлечении финансовых ресурсов от монетарных властей, ставит вопрос о сохранении бизнеса многих частных компаний-брокеров и управляющих компаний. В связи с этим важное позитивное значение для развития отрасли имеет инициатива Банка России по снижению требований по собственному капиталу профессиональных участников рынка ценных бумаг. В соответствии с указанием Банка России от 21 июля 2014 г. № 3329-У «О требованиях к собственным средствам профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов», вступившим в силу с 1 сентября 2014 г., были снижены требования по минимальному размеру капитала дилеров и брокеров, не использующих средства клиентов, с 35 млн до 3 млн руб., для депозитариев – с 60 млн до 15 млн руб. Требования к минимальному капиталу брокеров, использующих активы клиентов, снижены с 35 млн до 15 млн руб., а управляющих ценными бумагами – с 35 млн до 5 млн руб. при условии, что они являются членами СРО, которая утвердила и согласовала с Банком России стандарты деятельности. Для прайм-брокеров и управляю-



щих ценными бумагами, не являющихся членами СРО, минимальные требования к собственному капиталу оставлены соответственно на уровне 35 и 60 млн руб. 18 февраля 2015 г. совет директоров Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) утвердил окончательную редакцию базовых стандартов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и направил их на согласование в Банк России. Это свидетельствует о стремлении действующих СРО как можно быстрее перейти на новые условия работы в соответствии с требованиями Банка России.

Однако простого устранения избыточного административного давления на бизнес небанковских финансовых организаций оказывается недостаточно. Уже в течение четырех лет – начиная с 2009 г. – число профессиональных участников рынка ценных бумаг продолжает сокращаться (табл. 15). Количество брокеров сократилось с 803 в 2014 г. до 633 в 2015 г., за тот же период времени число дилеров уменьшилось с 817 до 651, или на 20,3%. Всего, по данным Банка России, общее число профессиональных участников рынка ценных бумаг уменьшилось с 1079 в 2014 г. до 875 в 2015 г., т.е. на 18,9%. Сокращение числа участников рынка на данном этапе в целом является позитивным моментом, однако в большей мере беспокойство вызывает отсутствие новых участников рынка, что является следствием недостаточно конкурентной среды на финансовом рынке.

Таблица 15

### Число профессиональных участников фондового рынка

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Число организаций, имеющих лицензию на право осуществления:									
1. Брокерской деятельности	1445	1475	1335	1213	1090	983	885	803	633
изменение в % к предыдущему периоду	0,8	2,1	-9,5	-9,1	-10,1	-9,8	-10,0	-9,3	-21,2
2. Дилерской деятельности	1422	1470	1337	1198	1088	994	888	817	651
изменение в % к предыдущему периоду	2,0	3,4	-9,0	-10,4	-9,2	-8,6	-10,7	-8,0	-20,3

Источник: по данным ФСФР России и Банка России.

На рис. 53 приведены данные о количестве счетов индивидуальных инвесторов у брокеров и лицевых счетов в реестрах владельцев инвестиционных паев ПИФов. Всего на бирже в 2015 г. было зарегистрировано немногим более миллиона частных клиентов брокеров, из которых только 82 тыс. человек были активными клиентами, т.е. совершали хотя бы одну сделку в месяц через Московскую биржу. Действовавшая несколько последних лет тенденция сокращения числа активных клиентов брокеров свидетельствовала о том, что текущая модель привлечения клиентов на российский фондовый рынок себя исчерпала. Она предусматривала привлечение клиентов, стремившихся к извлечению краткосрочной прибыли, в то время как во всех развитых странах основными клиентами крупных брокерских компаний являются преимущественно долгосрочные частные инвесторы. В значительной мере на отток клиентов брокеров повлияло медленное восстановление российского фондового рынка после кризиса.

Самым примечательным событием в сфере частных сбережений в 2014–2015 гг. стало принятие революционных поправок в законодательство, предусматривающих введение с 1 января 2014 г. существенных льгот по НДФЛ при налогообложении доходов по цен-

ным бумагам при сроке владения ими не менее трех лет, а также с 1 января 2015 г. введение льгот по взносам граждан на так называемые индивидуальные инвестиционные счета (ИИС)<sup>1</sup>.

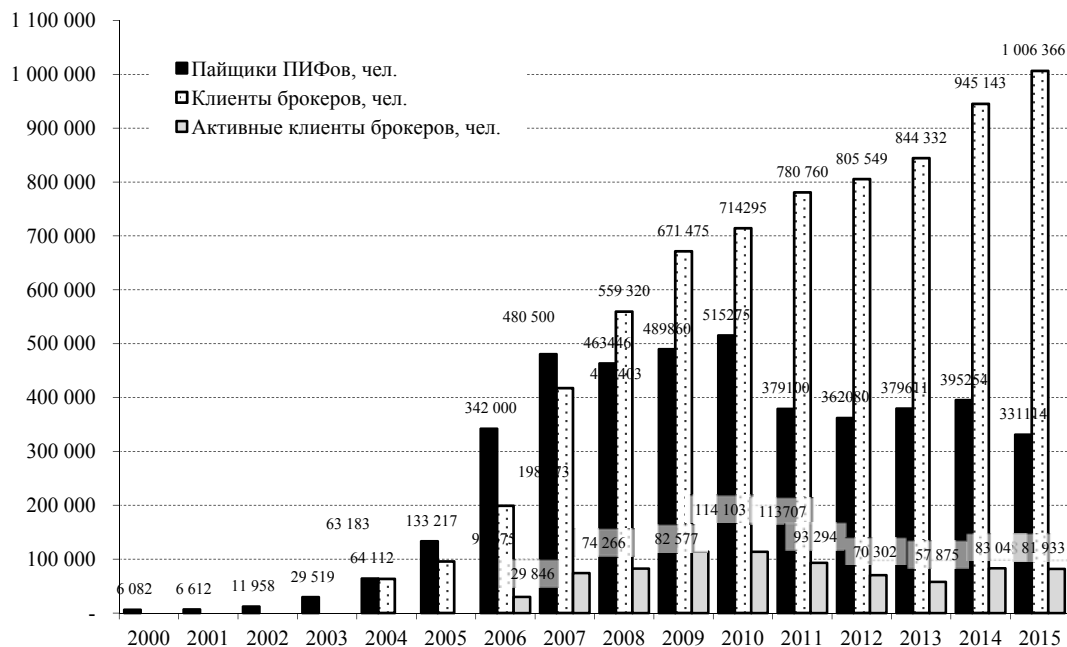


Рис. 53. Число рыночных розничных клиентов УК и брокеров

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи, НЛУ и эксперта РА.

В соответствии с Федеральным законом от 28 декабря 2013 г. № 420-ФЗ «О внесении изменений в статью 27.5-3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации» доходы от инвестирования во вновь приобретаемые ценные бумаги будут освобождены от налогов, если физическое лицо владело ими три года и более. До этого со всех доходов, полученных гражданами от инвестиций в ценные бумаги – через ПИФы, доверительное управление или прямое владение через брокерские счета, – взимался НДФЛ по ставке 13%. Предельный размер вычета из налоговой базы составляет 3 млн руб. за каждый год пребывания ценных бумаг (паев) в собственности. Льгота по НДФЛ не распространяется на доходы в виде дивидендов по акциям и купонных выплат по облигациям, за исключением случаев, когда лицо владеет данными ценными бумагами не напрямую, а через открытый паевой инвестиционный фонд. По этой причине наибольшую выгоду данная налоговая льгота будет приносить пайщикам открытых паевых фондов, инвестирующим на длительный срок.

Кроме того, в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и в Налоговый кодекс РФ введено понятие индивидуальных инвестиционных счетов, которые частные инвесторы

<sup>1</sup> По своему статусу данные счета являются аналогом двух инвестиционных механизмов, популярных во многих странах: индивидуальных пенсионных счетов (IRAs), распространенных в США, в Польше, в Республике Корея, в Канаде и в других странах, а также индивидуальных сберегательных счетов (ISAs), применяемых в Великобритании.

смогут открывать у брокеров и доверительных управляющих с 1 января 2015 г. Гражданин вправе иметь только один договор на ведение ИИС. Данный счет может пополняться на сумму до 400 тыс. руб. в год<sup>1</sup>. По выбору владельца ИИС может применяться одна из двух форм инвестиционного вычета. Первый вариант предполагает, что при закрытии ИИС, если оно происходит не ранее чем через три года после открытия, инвестор получает право на налоговый вычет в размере 13% от суммы всех взносов. Возмещение налога в данном случае будет происходить на ежегодной основе. Для получения данной льготы владельцу ИИС необходимо будет взять справку о внесении денег на счет у своего брокера и в конце года сослаться на нее при заполнении налоговой декларации. Второй вариант не предусматривает получения налогового вычета на взносы, однако вся сумма, выплачиваемая владельцу ИИС при его погашении, не облагается НДФЛ.

По нашему мнению, обе льготы создали серьезные стимулы для частных инвесторов, вкладывающих сбережения в ценные бумаги на срок не менее трех лет. По данным Московской биржи, на конец февраля 2016 г. количество ИИС составило 103,6 тыс. по сравнению с 25,9 тыс. на конец мая 2015 г. (рис. 54). То есть всего за 9 месяцев число ИИС у брокеров и УК выросло в 4,0 раза.

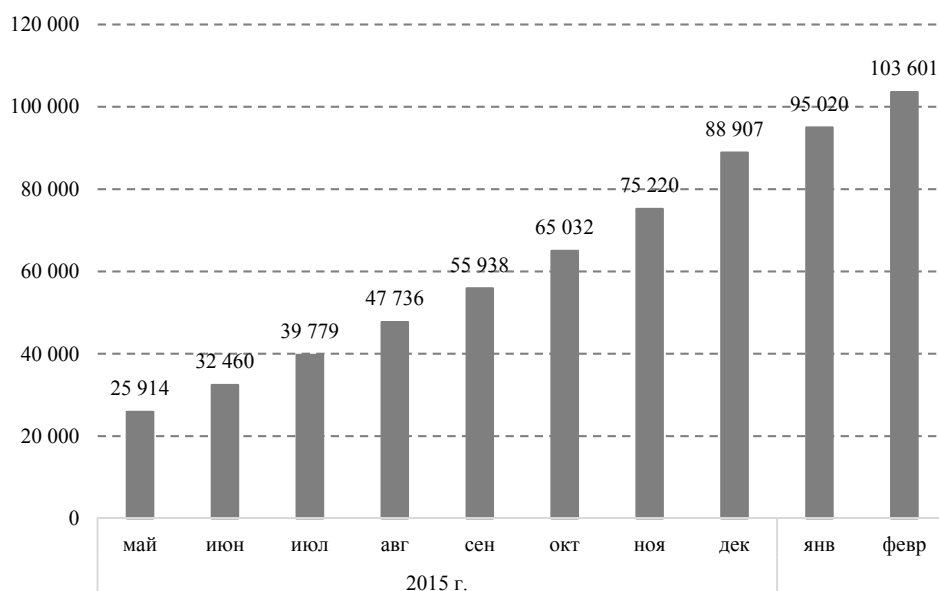


Рис. 54. Количество индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) на рынке с мая 2015 г. по февраль 2016 г.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи.

Характерной чертой фондового рынка акций последних лет является опережающий рост объемов торгов по сравнению с активами участников рынка и их клиентов. Растет популярность высокочастотной торговли. Эпизодически публикуемые в СМИ данные о клиентских операциях позволяют предполагать, что у крупных брокерских компаний частный клиент в среднем в два-три дня полностью обновляет свой портфель<sup>2</sup>. По нашим

<sup>1</sup> В настоящее время в Государственную Думу внесен законопроект об увеличении данной предельной суммы до 1 млн руб.

<sup>2</sup> БКС строит планы // Ведомости. 22 июня 2010 г.

расчетам, средний уровень оборачиваемости портфелей частных инвесторов у брокеров составляет 150 раз за год, что предполагает полное обновление портфеля каждые два дня.

### 3.6.3. Банковская система

Несмотря на неблагоприятную ситуацию на финансовом рынке банковская система в целом сохраняла стабильность. Об этом свидетельствует показатель превышения стоимости валютных активов банков над стоимостью их валютных обязательств перед нерезидентами (рис. 55). В 2015 г. седьмой год подряд стоимость валютных активов банков превышала сумму обязательств перед нерезидентами, составляя 8,2% от стоимости банковских активов. Во время предыдущих банковских кризисов в 1998 г. и 2008 г. именно проблема диспропорции между валютными активами и обязательствами банков неизбежно вызывала кризис ликвидности при девальвации рубля в период снижения цен на нефть.

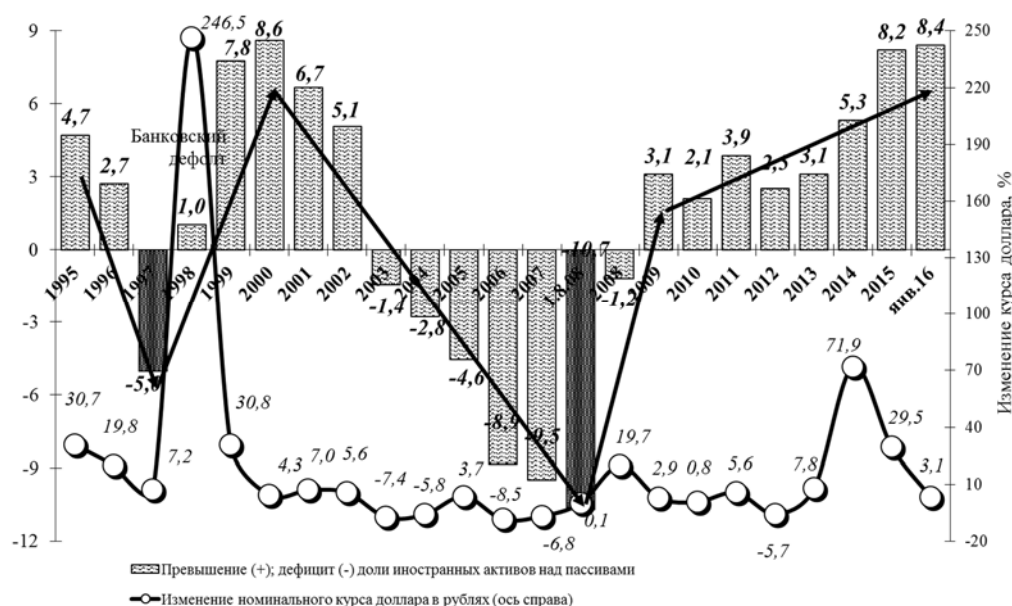


Рис. 55. Превышение (+) / дефицит (-) иностранных активов банков над пассивами (доля от стоимости активов (пассивов) банков, % – левая шкала)

Источник: расчеты по данным Банка России.

С 2012 г. возобновилась тенденция делевереджа банковской системы<sup>1</sup> (рис. 56), то есть замедления роста кредитного портфеля по сравнению с депозитами. В 2015 г. стоимость превышения кредитного портфеля над банковскими депозитами, соотношенная с банковскими активам, составила 2,3 п.п. по сравнению с 9,7 п.п. в 2014 г. С одной стороны, это говорит о повышении уровня устойчивости банковской системы, а с другой стороны, о замедлении темпов роста кредитования под влиянием высоких рисков и процентных ставок.

<sup>1</sup> Показатель стоимости чистых требований банков к населению и бизнесу по отношению к суммарным активам банков.

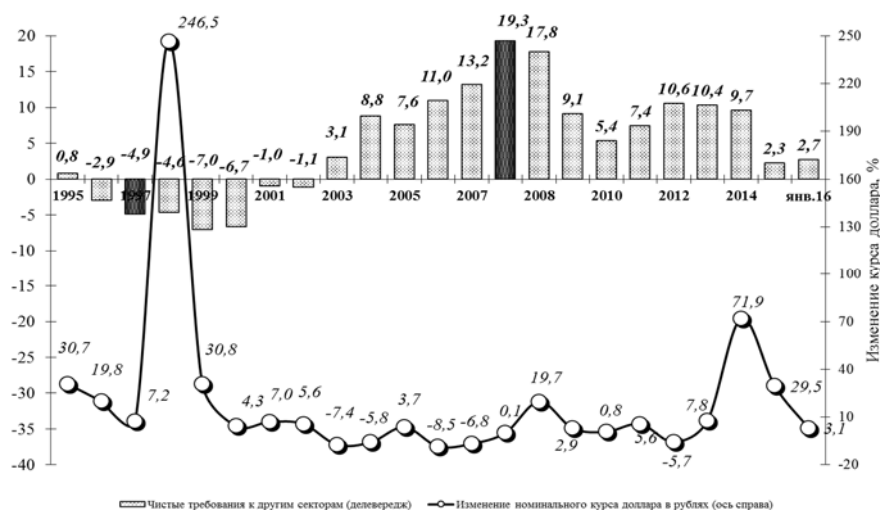


Рис. 56. Превышение кредитов над депозитами (в % от стоимости банковских активов – левая ось)

Источник: расчеты по данным Банка России.

В 2015 г. в целом сохранялась стабильность банковской системы, однако в силу высоких ключевых ставок, повышенной волатильности валютного и финансового рынка и падения реальных доходов населения рост кредитов в рублевом выражении наблюдался лишь в корпоративном секторе, в то время как кредитный портфель населения сокращался.

Номинальные доходы населения выросли с 47,9 трлн руб. в 2014 г. до 53,2 трлн руб. в 2015 г., или на 11,0%. Объем кредитного портфеля населения за тот же период времени сократился с 12,2 трлн руб. до 11,5 трлн руб. или на 5,7%. В определенной мере это позволило немного сократить накопленный за последние 10 лет существенный разрыв между ростом доходов и задолженности по кредитам у населения (рис. 57). По отношению к 2005 г. портфель кредитов, выданных населению, вырос в 9,8 раз, в то время как номинальные доходы населения выросли лишь в 3,8 раза.

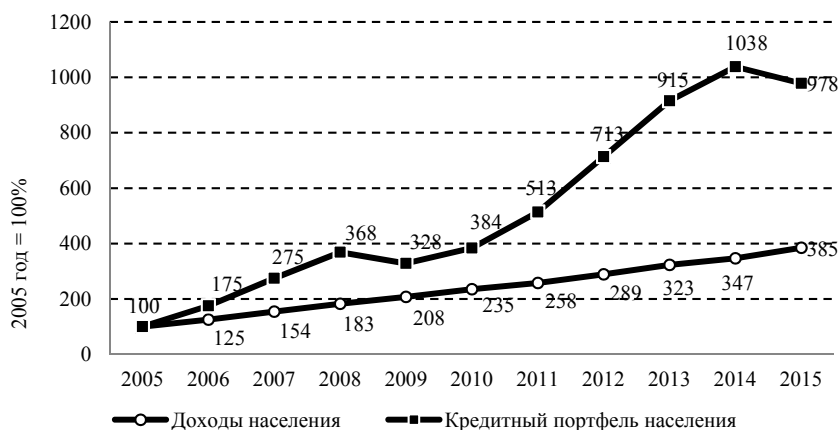


Рис. 57. Динамика доходов и кредитного портфеля населения, %

Источник: расчеты по данным Банка России и Росстата.

Определенное беспокойство вызывают данные о росте кредитного портфеля банков по нефинансовому сектору и о динамике инвестиций бизнеса (без субъектов малого предпринимательства) за счет банковских кредитов (рис. 58). По отношению к 2005 г. портфель кредитов, выданных небанковскому бизнесу, вырос в 8,2 раз, в то время как инвестиции за счет данного кредита только в 3,4 раза. При росте кредитного портфеля нефинансового бизнеса с 30,1 трлн руб. в 2014 г. до 34,0 трлн руб. в 2015 г., то есть на 13,0%, объем инвестиций в основной капитал за счет банковских кредитов в российской экономике сократился с 1,1 трлн руб. до 0,8 трлн руб. или на 27,3%.

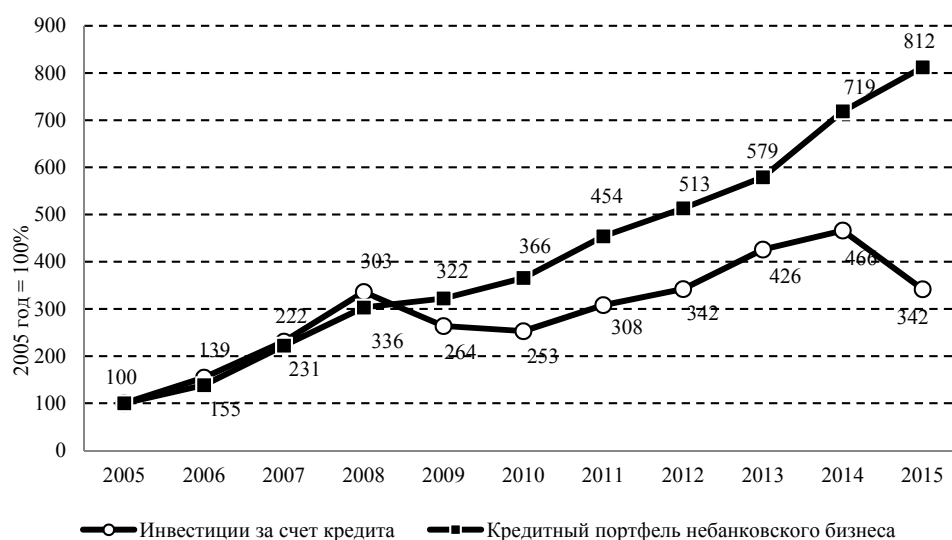


Рис. 58. Динамика инвестиций за счет кредитов<sup>1</sup> и кредитного портфеля нефинансового бизнеса, %

Источник: по данным Банка России и Росстата.

### 3.6.4. Иностранные портфельные инвесторы

При инвестициях в акции российских компаний, как и других крупных развивающихся рынков, иностранные портфельные инвесторы, статистику по которым собирает EPFR, нередко характеризуются стадным поведением. Это означает, что их стратегии на разных развивающихся рынках часто похожи, решения о притоках или оттоках средств в таких фондах принимаются преимущественно исходя из циклических закономерностей в развитии глобальной экономики, а не индивидуальных особенностей той или иной развивающейся страны. На рис. 59 приводится сводная картина по размерам активов, денежному потоку и общей доходности портфелей иностранных фондов, инвестирующих в акции восьми крупнейших развивающихся экономик. Как показано на рисунке, начиная с 2011 г., несмотря на то что частные инвесторы преимущественно выводили средства из таких фондов, их совокупные активы росли главным образом за счет высокой кумулятивной доходности инвестиций. На 100 долл., вложенных в начале 2000 г., инвесторы таких фондов получили за 16 лет инвестиций к 2015 г. 536 долл. чистой прибыли, что эквивалентно доходности в 12,3% годовых в долларах в виде сложного процента.

<sup>1</sup> Значение за IV квартал 2015 г. определено расчетным образом.

Несмотря на некоторый спад в доходности данных фондов, зафиксированный в 2015 г., показанные на долгосрочном периоде стабильные совокупные результаты восьми рассматриваемых развивающихся рынков позволяют предположить, что в будущем приток средств инвесторов на данные рынки возобновится. В данный момент под влиянием глобальных рисков частные инвесторы стремятся вернуть ранее вложенные в развивающиеся рынки средства, оставляя там работать активы, заработанные в виде кумулятивной доходности.

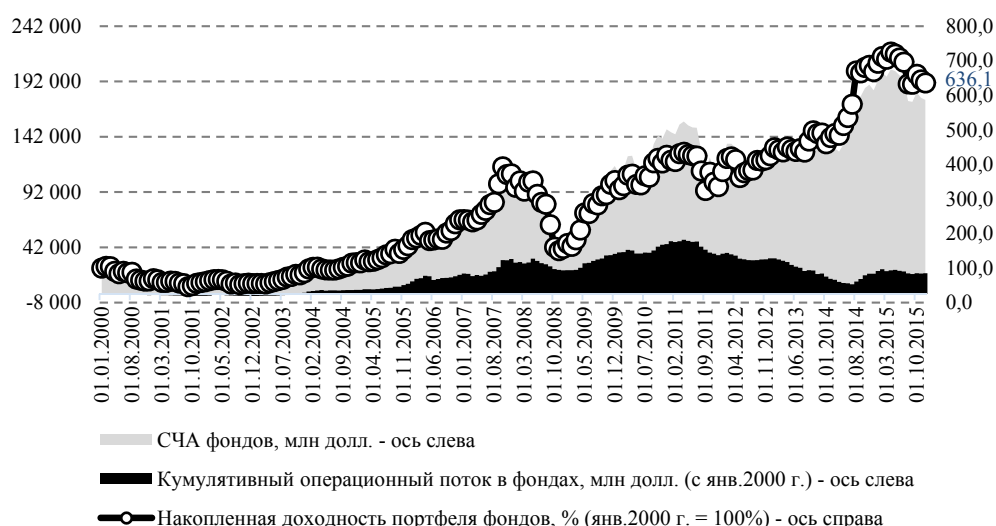


Рис. 59. Общие размеры, денежные потоки и накопленная доходность иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в Россию, Китай, Индию, Бразилию, ЮАР, Республику Корея, Индонезию и Мексику, с января 2000 г. по декабрь 2015 г.

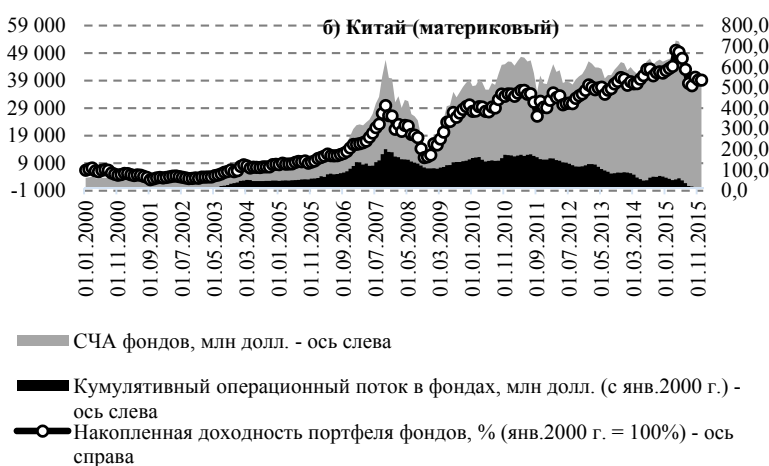
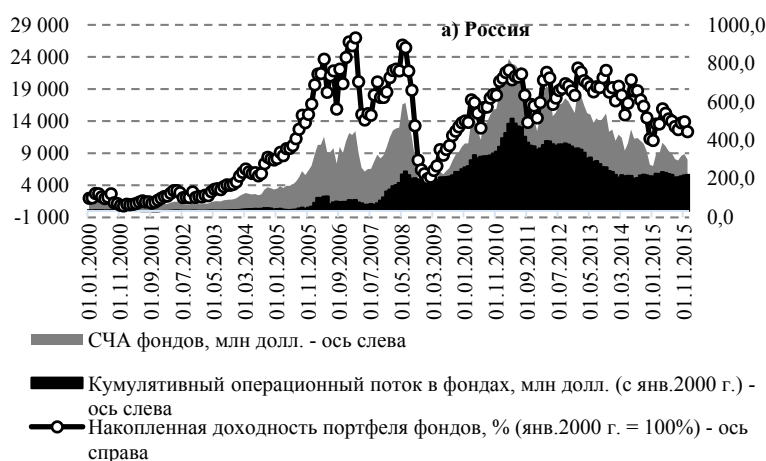
Источник: расчеты Института Гайдара по данным ресурса EPFR.

Более детально все восемь развивающихся рынков, включая российский, рассматриваются на рис. 60. Условно их можно разделить на три группы. К первой группе относятся материковый Китай и Республика Корея (рис. 60, б и 60, е). На 16-летнем горизонте они демонстрируют относительно стабильный рост доходности портфеля. Среднегеометрическая годовая доходность инвестиций фондов в акции китайских и корейских компаний составила за это время соответственно 11,1 и 9,3% годовых. Активы данных фондов следуют тенденции роста. При этом на китайском рынке частные инвесторы практически полностью вывели ранее вложенные ими собственные средства, а на рынке Республики Корея данные инвесторы не вывели и первоначально внесенных средств. Все это можно рассматривать как проявление в целом позитивной оценки инвесторами двух первых рынков.

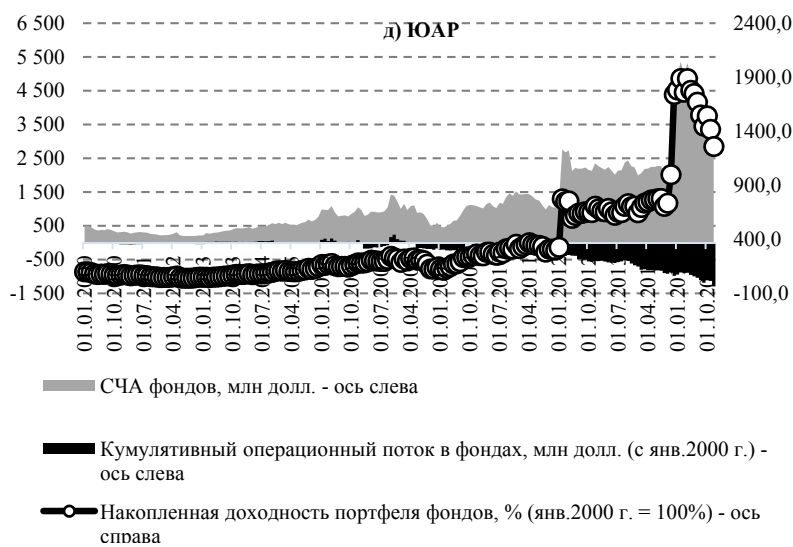
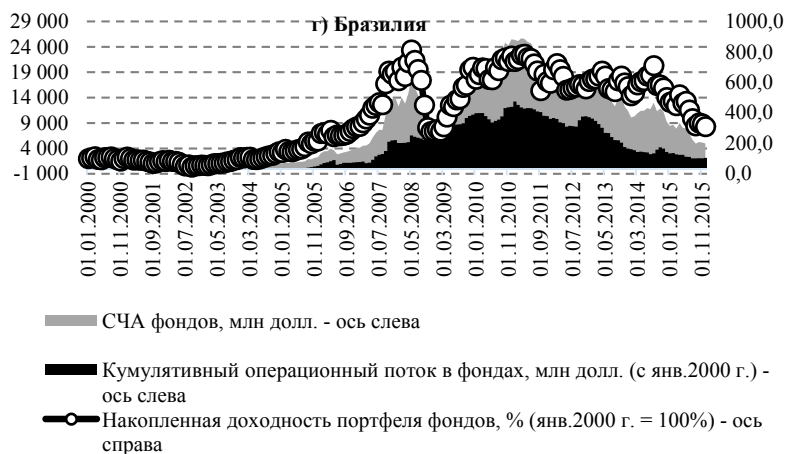
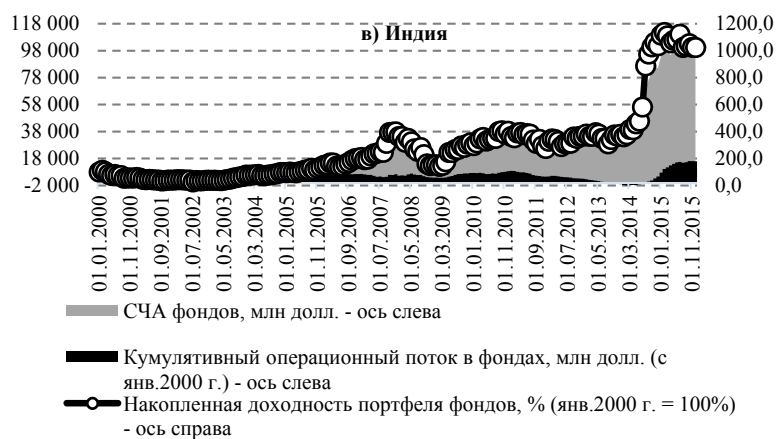
Ко второй группе относятся иностранные инвестиционные фонды, инвестирующие в акции компаний из России (рис. 60, а), Бразилии (рис. 60, г) и Индонезии (рис. 60, ж). В течение нескольких лет на этих рынках падала доходность портфельных инвестиций, что вело к сокращению активов иностранных фондов. Средняя доходность инвестиций данных фондов на рынках акций компаний из России, Бразилии и Индонезии составила соответственно 9,8, 7,3 и 16,7% годовых. Ухудшающиеся показатели инвестирования в акции данных рынков, происходящие здесь экономические спады заставляют инвесторов

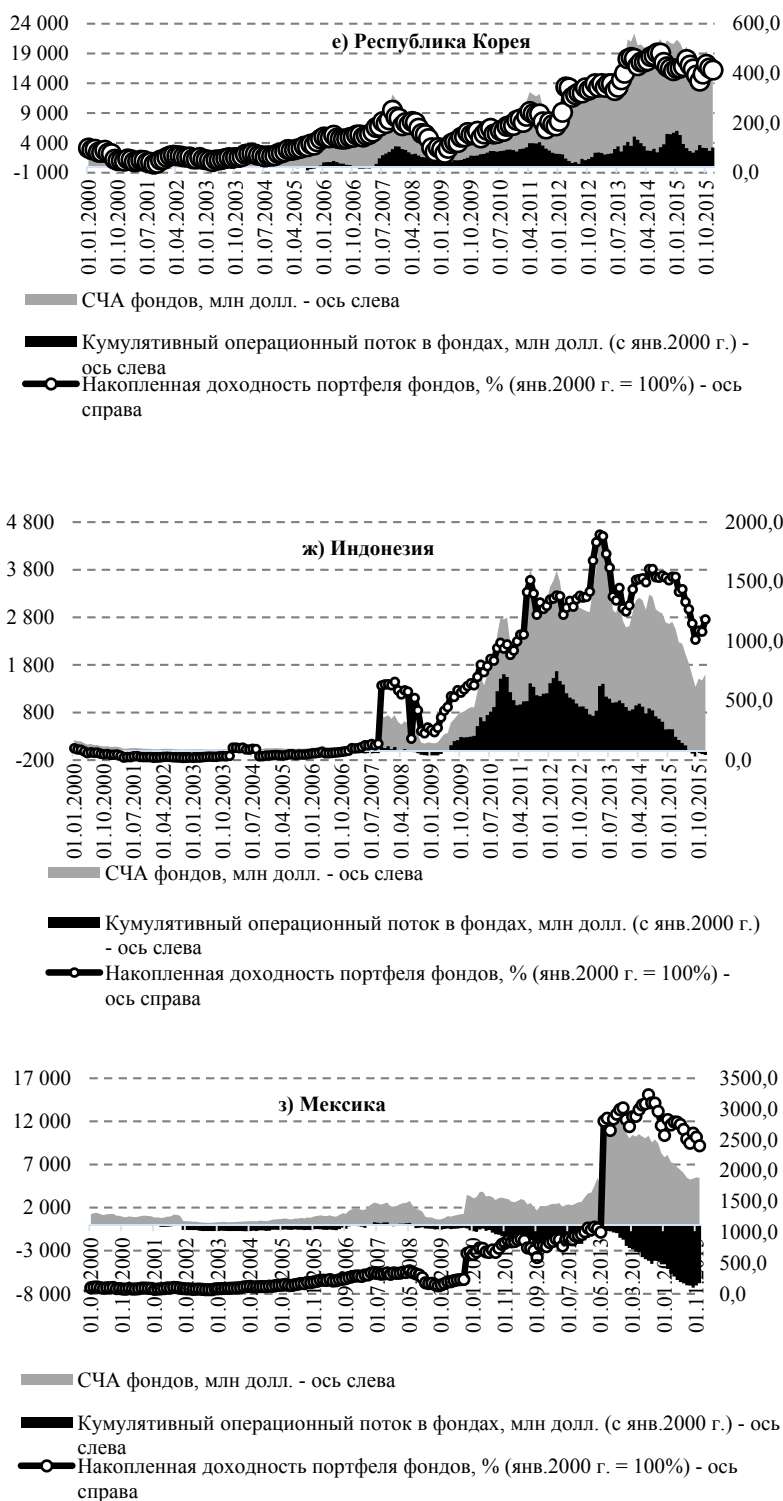
выводить ранее вложенные средства из фондов, инвестирующих в национальные акции. В этом смысле Россия пока выгодно смотрится на фонде рынков Бразилии и Индонезии, поскольку масштабы вывода средств нерезидентов здесь существенно меньше.

Третью группу составляют инвестиционные фонды, специализирующиеся на инвестициях в акции компаний из Индии, ЮАР и Мексики. Данные страны характеризуются сильной волатильностью портфелей иностранных инвесторов, однако за последние 2–3 года в этих странах наиболее быстро шло восстановление цен акций на докризисном уровне. За счет этого портфельные инвесторы получили на этих рынках самую высокую доходность. Средняя доходность вложений в акции компаний из Индии, ЮАР и Бразилии на 16-летнем периоде составила соответственно 15,6 17,2 и 22,0% годовых. Однако инвесторы воспринимают данные рынки как слишком волатильные, поэтому здесь они уже вывели из акций южноафриканских и мексиканских компаний значительно больше средств, чем первоначально инвестировали. В фонды, инвестирующие в индийские акции, в 2015 г. средства, наоборот, вносились.







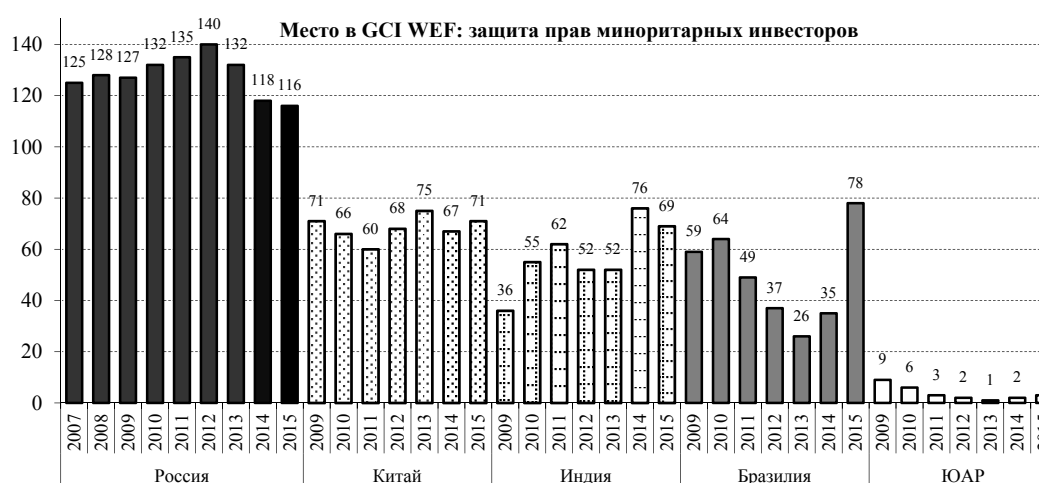
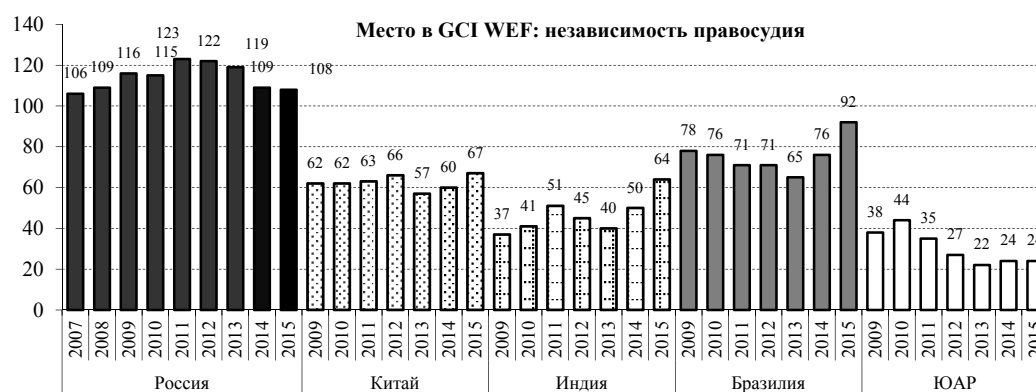


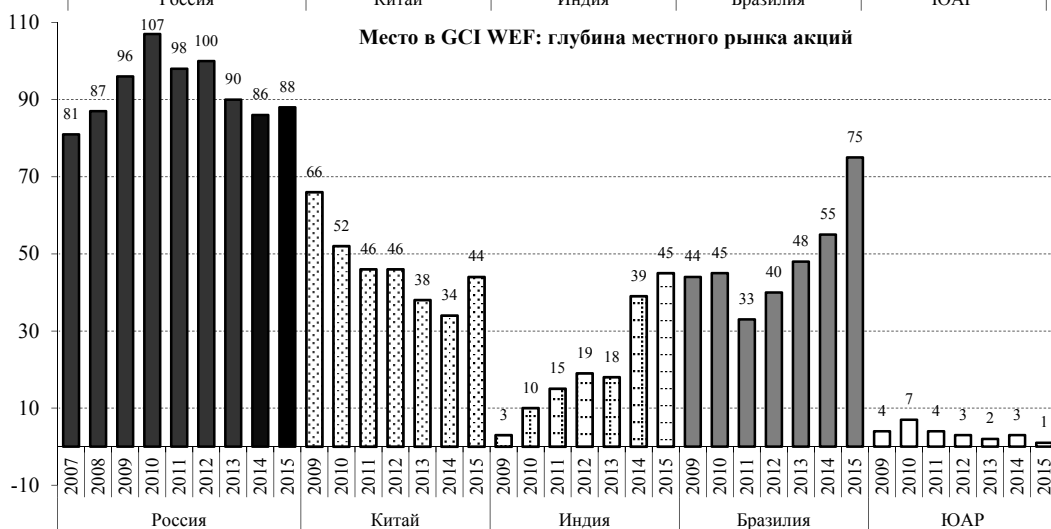
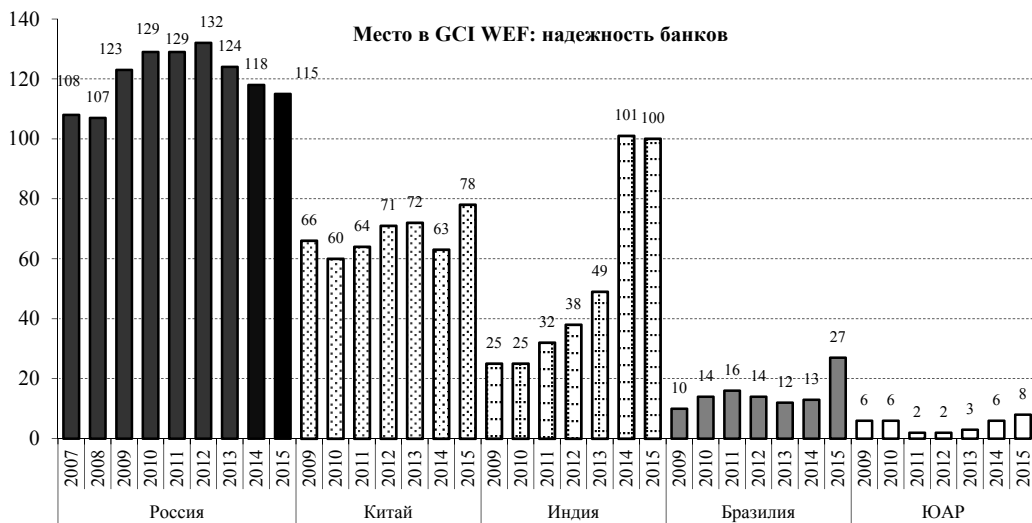
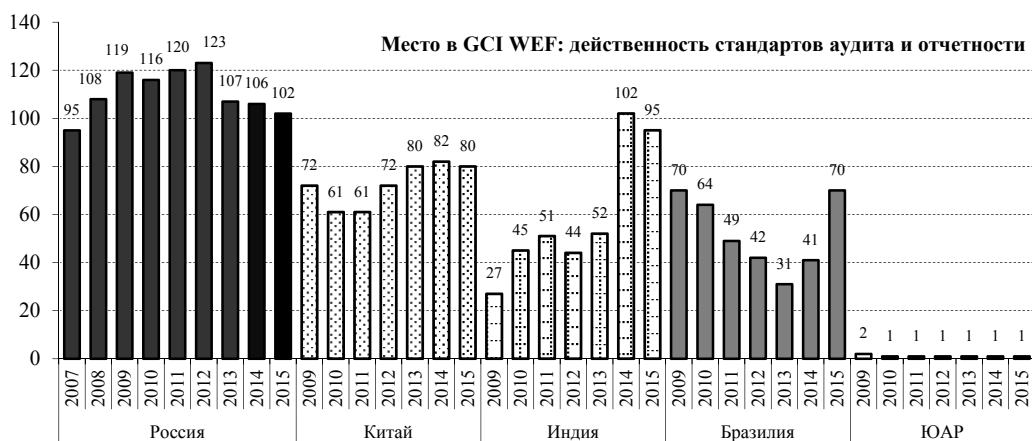
*Рис. 60.* Размеры, денежные потоки и накопленная доходность иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в Россию, Китай, Индию, Бразилию, ЮАР, Республику Корея, Индонезию и Мексику, с января 2000 г. по декабрь 2015 г.

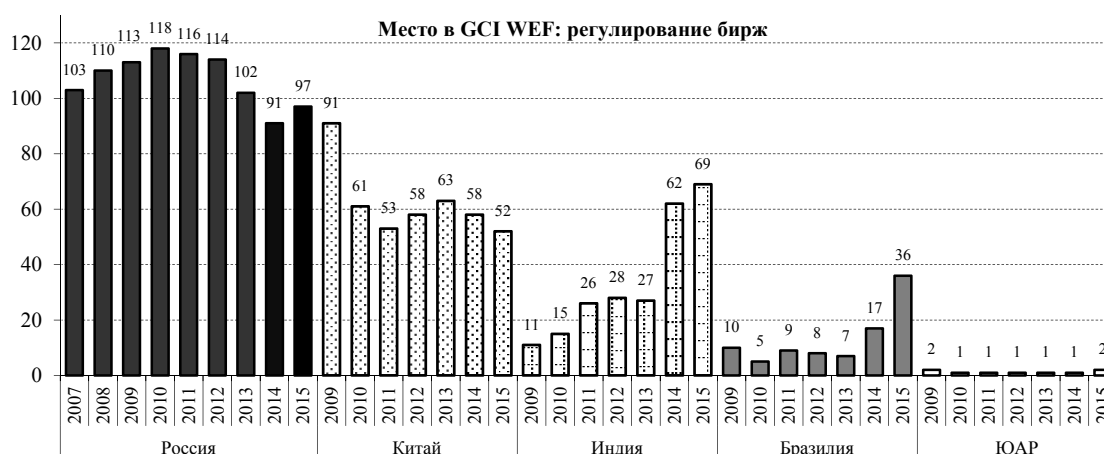
Источник: расчеты Института Гайдара по данным ресурса EPFR.

Таким образом, отток средств иностранных портфельных инвесторов из российского рынка акций является, скорее, общим циклическим трендом для стран с развивающейся экономикой, чем проявлением тех особых рисков, которыми он характеризуется с точки зрения санкций, цены на нефть и затянувшейся рецессии экономики. Тем не менее необходимо в большей мере ориентироваться на опыт таких стран, как Китай, Республика Корея и Индия, которые даже в условиях неблагоприятной конъюнктуры для развивающихся рынков продолжают оставаться привлекательными для иностранных инвесторов.

В предыдущих обзорах российского финансового рынка нами были выделены несколько критериев оценки инвестиционного климата в России, которые в середине 2000-х годов препятствовали инвестициям в акции и облигации российских эмитентов со стороны консервативных американских инвесторов. Это было сделано на примере одного из крупнейших американских пенсионных фондов Calpers, который до 2006 г. раскрывал публично перечень тех критериев и показателей, на основании которых им принимались решения об инвестировании активов в тот или иной развивающийся рынок. В данном случае оценка динамики указанных изменений инвестиционного климата в России проводится на основе ряда показателей рейтинга глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (рис. 61).







*Рис. 61.* Положение стран БРИКС в Рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума по ряду критериев, существенных для принятия решений консервативными портфельными инвесторами

*Источник:* Рейтинг глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума за ряд лет.

По наиболее проблемным вопросам – независимость правосудия, уровень защиты прав миноритарных инвесторов, действенность стандартов аудита и отчетности, глубина рынка акций, эффективность регулирования бирж и надежность банков – Россия существенно отстает от рынков других стран БРИКС. Однако согласно рейтингу 2015–2016 гг., опубликованному в сентябре 2014 г., отставание России от других стран БРИКС заметно уменьшилось. Это произошло за счет улучшения показателей России по всем шести рассматриваемым критериям. Например, по критерию независимости правосудия в рейтинге 2015–2016 гг. Россия переместилась на 108-е место по сравнению со 109-м по результатам рейтинга предшествующего года. За год Россия передвинулась вперед по таким критериям, как: применение международных стандартов аудита – со 106-го места на 102-е; соблюдение прав миноритарных инвесторов – со 118-го на 116-е; надежность банков – со 118-го на 115-е. Несколько неожиданно по итогам рейтинга 2015–2016 гг. существенно ухудшились оценки по рассматриваемым критериям по Бразилии и особенно сильно – по Индии. Однако по двум критериям показатели России ухудшились: по доступу к финансированию на локальном рынке акций Россия переместилась с 86-го на 88-е место; по эффективности регулирования бирж – с 91-го на 97-е.

### 3.7. Риски на финансовом рынке<sup>1</sup>

#### 3.7.1. Финансовые риски в 2015 г.

По итогам 2015 г. в России материализовались различные риски, которые анализировались в нашем обзоре за предыдущий год. Обвал цен на нефть вызвал снижение курса рубля и новый виток падения фондовых индексов. Ситуацию усугубил продолжавшийся отток иностранного капитала. Введение международных санкций по отношению к России ограничило возможности рефинансирования внешних долгов, прежде всего для банков и нефинансовых компаний. Это вынудило корпоративных заемщиков к погашению внешних долгов за счет валютной выручки и других внутренних ресурсов, что создало

<sup>1</sup> Автор раздела: А. Абрамов – РАНХиГС при Президенте РФ.

дополнительную нагрузку на валютный рынок и курс рубля. Для стабилизации рубля и оказания поддержки компаниям в погашении внешней задолженности государство вынуждено было расходовать золотовалютные резервы.

Много дискуссий в обществе вызвали изменение в указанных условиях приоритетов денежно-кредитной политики Банка России, его решительный переход к политике таргетирования инфляции и либерализации валютного курса. По нашему мнению, такой переход даже в столь сложных условиях на финансовых рынках был оправдан как со стратегической, так и с тактической точек зрения. В долгосрочном плане это позволяет получить серьезные рычаги воздействия на инфляцию и инфляционные ожидания, добиться макроэкономической стабильности, необходимой для притока инвестиций. С позиций антикризисного регулирования данная мера способствовала сохранению золотовалютного резерва и формированию рыночного курса рубля, соответствующего новым экономическим реалиям.

В 2016 г. основные риски финансового рынка будут связаны с такими факторами, как стагнация рынка акций из-за медленного восстановления нефтяных цен и стагнация потоков иностранных инвестиций; умеренное ослабление рубля из-за медленного восстановления цен на нефть и погашения внешних долгов компаний в условиях сохранения запрета на рефинансирование долгов на зарубежных рынках; повышение волатильности валютного курса в случае ослабления денежно-кредитной политики без адекватных изменений в инвестиционном климате и либерализации условий ведения бизнеса.

### 3.7.2. Риски высокого уровня зависимости внутреннего финансового рынка от поведения иностранных инвесторов

Особенностью рынка акций Московской биржи в отличие от глобальных бирж является высокий уровень его зависимости от иностранных портфельных инвесторов. По оценкам аналитиков Сбербанка КИБ, около 70% акций российских эмитентов, находящихся в свободном обращении (*free-float*), в настоящее время находятся в руках нерезидентов. При этом на 14 крупнейших инвестиционных фондов приходилось 28% всех вложений иностранных портфельных инвесторов<sup>1</sup>. В список указанных фондов, по данным Сбербанка КИБ, входят Государственный пенсионный фонд Норвегии, Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund, Oppenheimer Developing Markets Fund, ISHARES MSCI Emerging Markets ETF группы BlackRock, Lazard Emerging Market Equity Portfolio. Существенное упрощение процедур приобретения и хранения ценных бумаг российских эмитентов на внутреннем рынке для иностранных инвесторов, произошедшее в последнее время, с одной стороны, сделало внутренний рынок более привлекательным для иностранных инвесторов, а с другой – может усиливать волатильность внутреннего рынка за счет ускорения оттока иностранного капитала в шоковых ситуациях.

### 3.7.3. Риски снижения курса рубля в среднесрочной перспективе

Опыт прошедших кризисов в России показывает необходимость поддержания определенного соотношения между объемом рублевой денежной массы (M2) и золотовалютными резервами (*рис. 62*).

---

<sup>1</sup> Гайдаев В. Заграничный контроль над свободным обращением // Коммерсантъ. 17 января 2014 г.

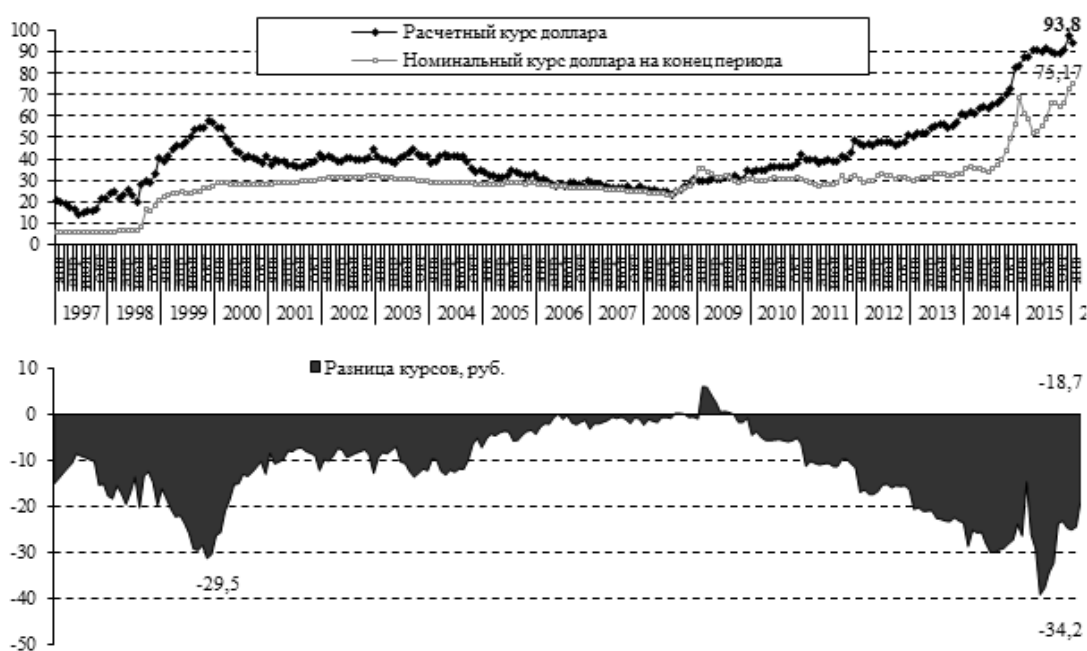


Рис. 62. Зависимость номинального курса доллара в рублях от расчетного курса, январь 1997 г. – январь 2016 г.

Источник: рассчитано по данным Банка России и Минфина России.

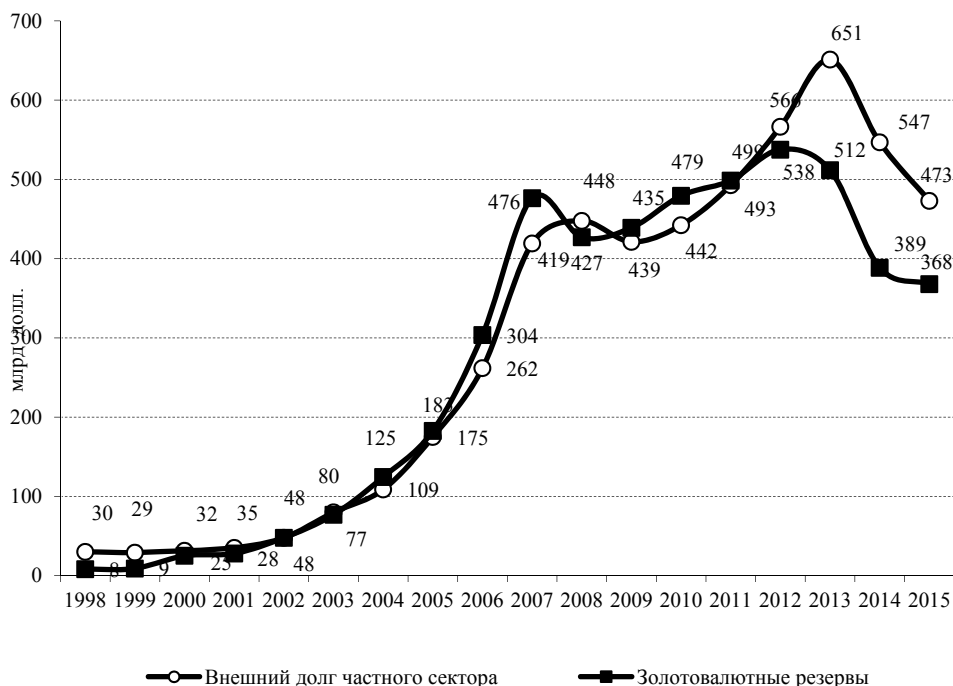
На графиках показано соотношение между официальным курсом доллара в рублях на конец месяца и расчетным курсом доллара, определяемым путем деления величины денежной массы (M2) на стоимость золотовалютного резерва<sup>1</sup>. Опережающий рост расчетного курса, отражающий обеспеченность рублевой массы золотовалютными запасами, по сравнению с официальным курсом, как правило, свидетельствует о более мягкой монетарной политике властей и об увеличивающихся рисках девальвации рубля. После кризиса 2008 г. рост золотовалютных резервов прекратился, монетарные власти перешли к стимулированию экономического роста за счет наращивания денежного предложения. Разрыв расчетного и официального курсов вновь стал расти. Интересно, что каждый раз при достижении разрыва между указанными курсами в размере около 30 руб. (в обоих случаях – примерно двукратного превышения расчетного курса над официальным) монетарные власти приступали к реализации неординарных мер, направленных на сокращение разрыва между данными курсами.

#### 3.7.4. Риски обслуживания внешнего долга банками и нефинансовыми компаниями

Санкции привели к тому, что российские компании и банки не смогли рефинансировать на международных рынках свои внешние долги и были вынуждены для их погашения приобретать дополнительный объем валюты на внутреннем рынке. В результате санкций сумма указанной задолженности сократилась с 651 млрд долл. в 2013 г. до 473 млрд долл. в 2015 г., или на 178 млрд долл. (рис. 63). Одновременно с этим размер

<sup>1</sup> Данный индикатор не является универсально информативным для разных стран, особенно с диверсифицированной экономикой, однако из-за высокой зависимости курса рубля от экспортной выручки его аналитическая ценность для российской финансовой системы существенна.

золотовалютного резерва уменьшился с 512 млрд до 368 млрд долл., или на 144 млрд долл. Данная сумма пошла на поддержку курса рубля на валютном рынке в 2014 г., в том числе косвенным образом – на пополнение запасов валюты российских организаций, необходимых для погашения их внешней задолженности. Для сравнения: в период управляемой девальвации рубля в августе 2008 г. – феврале 2009 г. золотовалютные резервы сократились на 212 млрд долл., достигнув минимума в размере 384 млрд долл.



*Рис. 63.* Рост долгов частного сектора и финансового излишка государства

*Источник:* расчеты Института Гайдара по данным платежного баланса за ряд лет.

В 2015 г. основное снижение внешнего долга пришлось на банки и нефинансовые компании (*рис. 64*). Долг банков нерезидентам сократился с 214 млрд долл. в 2013 г. до 132 млрд долл. в 2015 г., или на 38,3%. Внешний долг нефинансовых компаний за тот же период уменьшился с 437 млрд до 341 млрд долл., или на 22,0%. Те сложности, с которыми столкнулась Россия в 2014–2015 г. при погашении внешнего долга бизнеса в условиях действия международных санкций, еще раз заставляют задуматься о необходимости тщательного регулирования внешней долговой нагрузки российских компаний. Без оперативно принятых мер по поддержке российских компаний за счет валютных интервенций, кредитования банков в валюте Банком России в форме валютных свопов и валютного РЕПО, мер по использованию золотовалютных резервов для финансовой поддержки бизнеса компании вряд ли смогли самостоятельно справиться в 2014–2015 гг. с обслуживанием своих валютных долгов.



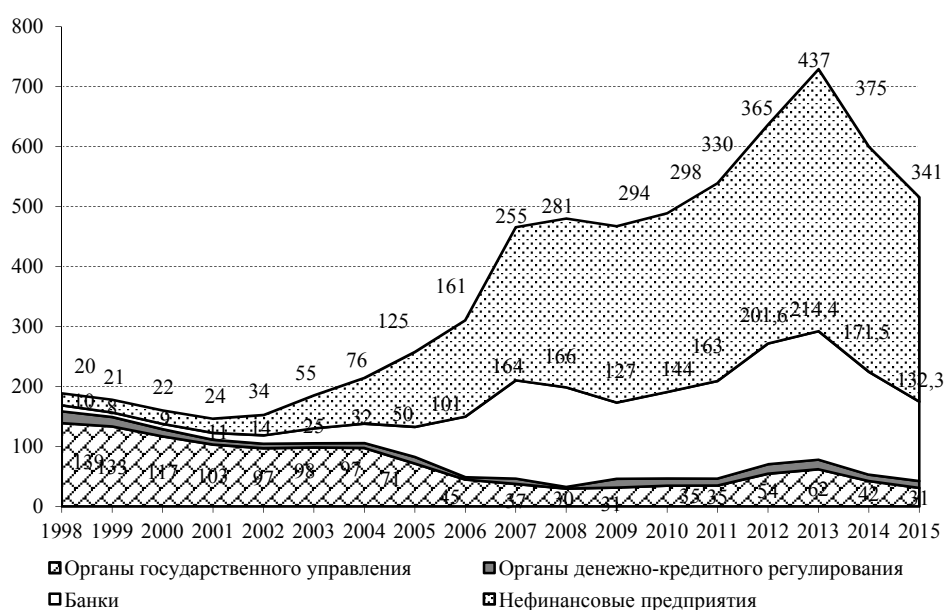


Рис. 64. Внешний долг Российской Федерации в 1998–2015 гг., млрд долл.

Источник: по данным платежного баланса за ряд лет.

### 3.8. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований<sup>1</sup>

#### 3.8.1. Динамика развития рынка

По итогам 2015 г. консолидированный региональный бюджет и бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов были сведены с дефицитом в размере 178,7 млрд руб. (0,22% ВВП). По сравнению с 2014 г. размер дефицита консолидированного регионального бюджета в долях ВВП сократился более чем в 3 раза. Так, в 2014 г. дефицит территориальных бюджетов составил 485,6 млрд руб. (0,68% ВВП).

В 2015 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с дефицитом в 108,2 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом в 52,1 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований г. Москвы и Санкт-Петербурга – с профицитом в 1,4 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с дефицитом в 10,5 млрд руб., бюджеты городских и сельских поселений – с профицитом в 2,2 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с дефицитом в 7,1 млрд руб.

В 2014 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с дефицитом в 393,2 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом в 38,4 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований г. Москвы и Санкт-Петербурга – с профицитом в 1,2 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с дефицитом в 20,1 млрд руб., бюджеты городских и сельских поселений – с профицитом в 2,6 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с дефицитом в 37,8 млрд руб.

<sup>1</sup> Автор раздела: А. Шадрин – Минэкономразвития России.

Таблица 16

**Отношение профицита (дефицита) консолидированного регионального  
и региональных бюджетов к бюджетным расходам, %**

Год	Консолидированный региональный бюджет*	Региональные бюджеты
2015	-1,6	-1,3
2014	-4,6	-4,9
2013	-6,4	-8,1
2012	-3,0	-3,5
2011	-0,2	-0,3
2010	-1,4	-1,6
2009	-5,3	-5,3
2008	-0,7	-0,7
2007	0,8	0,6

\* С учетом государственных внебюджетных фондов.

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т.Гайдара на основе данных Федерального казначейства.

Таблица 17

**Отношение профицита (дефицита) территориальных бюджетов  
к бюджетным расходам в 2007–2015 гг., %**

Год	Бюджеты внутригородских муниципальных образований г. Москвы и Санкт-Петербурга	Бюджеты городских округов	Бюджеты муниципальных районов	Бюджеты городских и сельских поселений
2015	6,7	-3,0	-0,7	-0,6
2014	6,0	-2,2	-1,4	0,7
2013	-3,47	-2,61	-5,59	2,24
2012	2,26	-2,01	-0,08	1,34
2011	6,15	-2,10	1,13	0,64
2010	-1,12	-1,16	-0,11	1,72
2009	-0,63	-3,32	-1,88	2,63
2008	-1,47	1,09	-0,26	2,72
2007	5,34	1,23	-0,04	2,34

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т.Гайдара на основе данных Федерального казначейства.

По состоянию на 1 января 2016 г. с дефицитом был сведен консолидированный бюджет (включая территориальные государственные внебюджетные фонды) в 76 субъектах РФ (в 2014 г. – в 75 регионах). Суммарный объем дефицита был на уровне 377,6 млрд руб., или 5,1% доходной части их бюджетов (в 2014 г. – 559,5 млрд руб., или 6,3%).

Медианный уровень бюджетного дефицита составил 5,7% к доходам соответствующего бюджета. Наибольшее значение отношения бюджетного дефицита к доходной части бюджета сложилось в Республике Мордовия – 20,3%, в Магаданской области – 18,2%, в Мурманской области – 16,5%, в Смоленской области – 15,2%, в Республике Хакасия – 14,7% (табл. 19)

С профицитом в 2015 г. был сведен консолидированный бюджет в 9 субъектах Российской Федерации (по сравнению с 10 в 2014 г.). Суммарный объем бюджетного профицита в этих регионах составил 199,0 млрд руб., или 6,0% величины доходной части их бюджетов (в 2014 г. – 73,9 млрд руб., или 6,1% доходной части бюджетов). Медианное значение бюджетного профицита составило 7,2% доходной части бюджета.

Наибольшее значение отношения профицита к уровню доходов консолидированного бюджета сложилось в г. Севастополе (11,7%) и в г. Москве (8,0%).

Основной объем (73,2%) суммарного профицита консолидированного регионального бюджета обеспечила Москва, размер бюджетного профицита которой составил 145,7 млрд руб.

### 3.8.2. Структура накопленного долга

По данным Минфина России, объем накопленного долга субъектов Российской Федерации в 2015 г. увеличился на 239,6 млрд руб., составив 2318,6 млрд руб., объем накопленного долга муниципальных образований вырос на 28,1 млрд руб., достигнув 341,3 млрд руб.

Таблица 18

#### Чистые заимствования региональных и местных бюджетов, % ВВП

Год	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Чистые заимствования субфедеральных и местных органов власти	0,17	0,29	0,74	0,51	0,21	0,33	0,61	0,53	0,33
В том числе:									
возвратные ссуды из бюджетов других уровней	-0,01	0,03	0,33	0,37	0,15	0,01	0,06	0,24	0,21
субфедеральные (муниципальные) облигации	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12	-0,01	-0,01
прочие заимствования	0,10	0,09	0,17	0,07	0,17	0,26	0,43	0,30	0,13

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т.Гайдара на основе данных Федерального казначейства.

### 3.8.3. Структура заимствований

Суммарный объем заимствований регионов и муниципалитетов составил 2541,2 млрд руб. Крупнейшими заемщиками стали: Свердловская область – 165,6 млрд руб., Новосибирская область – 147,1 млрд, Омская область – 129,2 млрд, Ставропольский край – 102,1 млрд, Пермский край – 98,3 млрд, Республика Татарстан – 96,4 млрд, Смоленская область – 51,7 млрд руб.

В общем объеме заимствований консолидированного регионального бюджета на эмиссию ценных бумаг пришлось 3,9%, на ссуды из вышестоящих бюджетов (бюджетные кредиты) – 49,5%, на заимствования в коммерческих банках и международных кредитных организациях – 46,6%.

Общий объем чистых заимствований консолидированного регионального бюджета составил 263,1 млрд руб. Наибольшее отношение чистых заимствований к доходам бюджета продемонстрировали: Магаданская область – 21,0%, Республика Мордовия и Республика Хакасия – по 17,0% (табл. 19).

Крупнейшими чистыми заемщиками стали: Красноярский край – 19,0 млрд руб., Свердловская область – 17,7 млрд, Ростовская область – 14,6 млрд, Краснодарский край – 12,1 млрд, Самарская область – 11,5 млрд руб.

За счет превышения объемов погашения ранее сделанных займов над вновь проводимыми накопленный долг сократили 13 регионов, в том числе: г. Москва – на 22,0 млрд руб., Московская область – на 3,9 млрд, Ямало-Ненецкий АО – на 2,3 млрд, Челябинская область – на 2,0 млрд, Сахалинская область – на 1,3 млрд руб.

Таблица 19

**Исполнение консолидированных бюджетов субъектов  
Российской Федерации в 2015 г.**

	Доходы бюджета, млрд руб.	Дефицит (профицит) бюджета, млрд руб.	Отношение дефицита (профицита) к доходам, %	Привлеченные заемные средства к доходам, %	Чистое заимствование к доходам, %	Расходы на погашение заимствований к доходам, %	Чистые заимствования к дефициту (профициту), %
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Центральный федеральный округ</b>							
Белгородская область	94,1	2,5	2,7	13,5	2,3	10,9	83,0
Брянская область	60,38	3,0	5,0	18,3	2,5	8,2	50,4
Владимирская область	69,6	-0,5	-0,7	2,9	0,0	16,9	3,2
Воронежская область	118,3	6,6	5,6	29,4	4,0	38,3	71,4
Ивановская область	45,5	3,5	7,7	109,3	8,1	56,9	104,8
Тверская область	73,4	0,6	0,9	12,6	-0,2	7,0	-21,7
Калужская область	63,9	7,3	11,4	27,9	10,5	26,1	91,7
Костромская область	30,9	3,4	11,1	68,2	6,7	108,9	60,2
Курская область	61,0	0,4	0,7	66,6	0,3	35,6	37,7
Липецкая область	68,6	0,3	0,5	8,3	2,0	41,8	444,3
Московская область	611,1	0,7	0,1	5,9	-0,6	2,6	-584,0
Орловская область	38,7	2,8	7,3	22,4	6,1	11,6	83,4
Рязанская область	59,9	1,5	2,5	10,8	-0,1	51,2	-4,6
Смоленская область	46,7	7,1	15,2	110,7	11,8	58,7	77,4
Тамбовская область	57,4	3,6	6,2	54,8	3,8	51,4	60,8
Тульская область	88,6	0,8	0,9	12,9	-0,2	25,9	-25,9
Ярославская область	75,8	4,4	5,8	50,4	3,8	22,3	64,5
г. Москва	1 828,6	-145,7	-8,0	0,0	-1,2	1,2	15,2
г. Байконур	3,7	0,1	3,4	0,0	0,0	3 235,5	0,0
<b>Итого</b>	<b>3 495,7</b>	<b>-97,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>11,1</b>	<b>0,3</b>	<b>6,0</b>	<b>-9,0</b>
<b>Северо-Западный федеральный округ</b>							
Республика Карелия	44,0	3,8	8,7	42,6	6,1	86,8	69,8
Республика Коми	81,3	8,7	10,8	80,4	6,3	82,7	58,6
Архангельская область	95,9	2,7	2,8	71,2	4,9	35,3	176,2
Вологодская область	69,4	1,9	2,7	18,6	0,2	20,7	6,4
Калининградская область	67,2	11,1	16,5	21,4	5,0	14,2	30,5
Ленинградская область	147,0	-11,4	-7,7	3,0	-0,5	13,1	6,0
Мурманская область	79,5	1,6	2,0	40,2	1,5	27,3	74,7
Новгородская область	35,3	1,3	3,8	56,9	3,6	41,5	94,8
Псковская область	32,4	2,2	6,8	41,8	4,3	19,0	63,4
г. Санкт-Петербург	503,0	-7,7	-1,5	1,6	0,0	1,6	-1,4
Ненецкий автономный округ	19,3	2,1	11,0	5,3	5,3	247,2	48,3
<b>Итого</b>	<b>1 174,2</b>	<b>16,4</b>	<b>1,4</b>	<b>22,0</b>	<b>1,7</b>	<b>10,6</b>	<b>124,1</b>

*Продолжение таблицы 19*

1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Южный федеральный округ</b>							
Республика Калмыкия	13, 6	1, 1	8,1	28,4	8,0	93,9	98,1
Краснодарский край	281, 8	17, 1	6,1	14,8	4,3	14,0	70,9
Астраханская область	47, 0	3, 9	8,3	63,8	3,1	45,2	36,8
Волгоградская область	121, 8	7, 2	5,9	29,5	5,8	16,8	96,9
Ростовская область	205, 6	14, 2	6,9	9,1	7,1	0,8	103,0
Республика Адыгея (Адыгея)	20, 7	1, 1	5,5	10,9	1,5	477,2	27,8
<b>Итого</b>	<b>690, 5</b>	<b>44, 6</b>	<b>6,5</b>	<b>19,2</b>	<b>5,3</b>	<b>7,0</b>	<b>81,9</b>
<b>Северо-Кавказский федеральный округ</b>							
Республика Дагестан	111, 7	4, 1	3,6	11,7	2,2	22,7	60,0
Кабардино-Балкарская Республика	35, 8	3, 3	9,3	108,5	2,2	65,7	23,9
Республика Северная Осетия – Алания	30, 832 150 860,8	0,8	2,7	56,5	2,1	26,3	76,6
Республика Ингушетия	28, 2	2, 0	7,1	13,2	3,5	189,8	48,9
Ставропольский край	116, 5	10, 3	8,8	87,7	6,4	44,3	72,3
Карачаево-Черкесская Республика	26, 1	0,7	2,5	60,4	2,2	29,1	85,4
Чеченская Республика	84, 3	0,8	0,9	0,9	0,0	321,0	0,0
<b>Итого</b>	<b>433, 3</b>	<b>21, 9</b>	<b>5,1</b>	<b>44,2</b>	<b>3,0</b>	<b>20,5</b>	<b>58,6</b>
<b>Приволжский федеральный округ</b>							
Республика Башкортостан	214, 6	2, 6	1,2	2,3	0,4	1,4	31,0
Республика Марий Эл	33,3	2, 4	7,2	36,7	7,2	77,8	99,1
Республика Мордовия	44, 7	9, 1	20,3	109,3	17,0	65,2	83,6
Республика Татарстан (Татарстан)	274,0	6, 7	2,4	35,2	3,2	33,2	130,0
Удмуртская Республика	80, 7	8, 0	10,0	43,0	5,6	45,5	56,2
Чувашская Республика-Чувашия	55, 1	3, 0	5,7	63,7	5,2	252,9	92,1
Нижегородская область	179, 9	12, 1	6,7	117,6	5,2	54,1	77,4
Кировская область	67,0	43, 0	5,9	49,1	4,8	51,0	81,7
Самарская область	186, 4	14, 0	7,5	23,5	6,2	12,1	81,8
Оренбургская область	111, 2	4, 3	3,9	17,1	2,4	6,5	61,8
Пензенская область	60, 0	3, 0	5,0	15,2	1,2	76,3	23,5
Пермский край	151, 6	6,8	4,5	64,8	4,7	38,7	104,6
Саратовская область	108, 9	5, 7	5,3	30,0	3,1	25,1	59,3
Ульяновская область	56, 2	7, 7	13,8	27,3	9,3	182,5	67,1
<b>Итого</b>	<b>1 623, 7</b>	<b>89, 5</b>	<b>5,5</b>	<b>42,8</b>	<b>4,3</b>	<b>22,0</b>	<b>78,2</b>

Окончание таблицы 19

1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Уральский федеральный округ</b>							
Курганская область	42,3	5,1	12,1	19,5	9,5	175,5	78,4
Свердловская область	264,3	18,1	6,8	62,6	6,7	29,1	98,0
Тюменская область	166,0	-11,9	-7,2	0,0	0,0	6,6	0,0
Челябинская область	186,7	2,2	1,2	5,2	-1,1	1,7	-89,0
Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	301,1	-6,1	-2,0	0,7	-0,1	4,0	4,8
Ямало-Ненецкий автономный округ	149,4	0,5	0,3	6,6	-1,6	150,7	-516,7
<b>Итого</b>	<b>1 109,9</b>	<b>7,8</b>	<b>0,7</b>	<b>17,6</b>	<b>1,5</b>	<b>7,4</b>	<b>218,6</b>
<b>Сибирский федеральный округ</b>							
Республика Бурятия	65,1	1,1	1,6	20,2	3,4	7,6	207,7
Республика Тыва	25,8	1,4	5,5	10,0	3,5	10,7	62,6
Алтайский край	118,5	2,5	2,1	2,0	0,5	8,8	21,4
Красноярский край	249,8	21,2	8,5	17,8	7,6	16,3	89,8
Иркутская область	160,0	10,0	6,2	53,5	6,3	34,0	100,6
Кемеровская область	159,0	8,9	5,6	13,3	4,9	51,4	87,3
Новосибирская область	158,0	13,6	8,6	93,1	8,0	83,2	92,6
Омская область	97,3	5,1	5,3	132,8	4,2	81,4	80,4
Томская область	74,7	2,8	3,7	85,9	4,9	52,3	132,0
Республика Алтай	20,1	0,7	3,4	11,5	0,1	35,2	3,8
Республика Хакасия	34,9	5,1	14,7	63,9	17,0	37,9	115,8
Забайкальский край	66,5	6,6	9,9	39,3	10,0	94,9	101,0
<b>Итого</b>	<b>1 229,7</b>	<b>79,0</b>	<b>6,4</b>	<b>45,6</b>	<b>6,0</b>	<b>21,8</b>	<b>93,0</b>
<b>Дальневосточный федеральный округ</b>							
Республика Саха (Якутия)	207,3	4,4	2,1	5,0	2,8	7,9	130,2
Приморский край	130,4	0,6	0,4	11,1	0,0	15,7	8,8
Хабаровский край	109,9	11,3	10,3	39,2	8,1	19,6	78,0
Амурская область	62,7	4,2	6,8	28,8	3,8	17,1	55,4
Камчатский край	72,1	0,7	0,9	9,2	2,1	7,8	222,6
Магаданская область	30,8	5,6	18,2	43,8	21,0	20,0	115,0
Сахалинская область	232,6	-10,7	-4,6	0,0	-0,6	0,7	12,2
Еврейская автономная область	12,6	1,4	10,9	57,8	10,9	34,8	99,7
Чукотский автономный округ	29,4	-2,1	-7,2	17,7	-3,4	21,1	46,7
<b>Итого</b>	<b>887,8</b>	<b>15,5</b>	<b>1,7</b>	<b>13,4</b>	<b>2,7</b>	<b>5,5</b>	<b>155,8</b>
<b>Крымский федеральный округ</b>							
г. Севастополь	24,5	-2,9	-11,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Республика Крым	112,1	4,3	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Итого</b>	<b>136,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Итого Российская Федерация</b>	<b>10 781,5</b>	<b>178,7</b>	<b>1,7</b>	<b>23,6</b>	<b>2,4</b>	<b>12,7</b>	<b>147,2</b>

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т.Гайдара на основе данных Федерального казначейства.

### **Внутренние облигационные займы**

В 2015 г. были зарегистрированы проспекты эмиссии облигационных займов 18 субъектов Федерации и 3 муниципальных образований (по сравнению с 31 регионами

и 5 муниципалитетами, выпустившими облигации в 2014 г.). Проспекты эмиссии в Минфине РФ в 2015 г. зарегистрировали: Волгоградская область, Красноярский край, Нижегородская область, Санкт-Петербург, Томская область, Республика Саха (Якутия), Ярославская область, Удмуртская Республика, Самарская область, Республика Башкортостан, Белгородская область, Тульская, Оренбургская, Иркутская области, Республика Мордовия, Республика Коми, Республика Хакасия, Краснодарский край, Новосибирск, Томск, Волгоград.

В 2015 г. объем размещаемых облигаций составил 98,5 млрд руб., сократившись по сравнению с уровнем 2014 г на 18% в номинальном выражении. Таким образом, за год объем эмиссии субфедеральных и муниципальных облигаций сократился с 0,16 до 0,12% ВВП (табл. 20).

Таблица 20

### Объем выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, % ВВП

Год	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Выпуск	0,26	0,43	0,41	0,25	0,10	0,19	0,23	0,16	0,12
Погашение	0,18	0,26	0,16	0,18	0,21	0,13	0,12	0,17	0,13
Чистое финансирование	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12	-0,01	-0,01

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т.Гайдара по данным Минфина РФ.

Крупнейшие размещения ценных бумаг осуществили: Красноярский край – 16,8 млрд руб., или 17,0% общего объема внутренних заимствований, Самарская область – 7,0 млрд руб., или 7,1%, Нижегородская область – 12,0 млрд руб., или 12,2%, Республика Коми – 9,9 млрд руб., или 10,0%.

Таким образом, на четырех крупнейших эмитентов пришлось 46,3% общего объема размещенных региональных и муниципальных облигаций (табл. 21).

Таблица 21

### Размещение субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 2015 г.

	Объем эмиссии, млрд руб.	Доля эмитента в общем объеме эмиссии, %	Объем эмиссии к внутренним заимствованиям, %
1	2	3	4
<b>Центральный федеральный округ</b>			
Белгородская область	5,25	5,3	41,5
Тульская область	5,00	5,1	43,9
Ярославская область	1,89	1,9	5,0
<b>Северо-Западный федеральный округ</b>			
Республика Коми	9,87	10,0	15,1
<b>Южный федеральный округ</b>			
Краснодарский край	4,80	4,9	11,5
Волгоградская область	6,30	6,4	17,5
<b>Приволжский федеральный округ</b>			
Республика Башкортостан	1,50	1,5	30,5
Республика Мордовия	3,00	3,0	6,1
Удмуртская Республика	3,00	3,0	8,6
Нижегородская область	12,00	12,2	5,7
Самарская область	7,00	7,1	16,0
Оренбургская область	5,00	5,1	26,3
<b>Сибирский федеральный округ</b>			
Красноярский край	16,75	17,0	37,7
Новосибирская область	2,00	2,0	1,4
Омская область	4,07	4,1	3,1
Томская область	2,16	2,2	3,4
Республика Хакасия	2,84	2,9	12,8

Окончание таблицы 21

1	2	3	4
<b>Дальневосточный федеральный округ</b>			
Республика Саха (Якутия)	5,50	5,6	53,2
Магаданская область	0,52	0,5	3,9
<b>Российская Федерация Итого</b>	<b>98,46</b>	<b>100,0</b>	<b>3,9</b>

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т.Гайдара по данным Федерального казначейства.

Наиболее высокий уровень секьюритизации (43,9%) наблюдался у Тульской области. Объем погашаемых ценных бумаг превысил объем размещаемых на 5,8 млрд руб., тогда как в 2014 г. этот показатель составил 9,2 млрд руб. (табл. 22).

Таблица 22

**Объемы чистых заимствований на рынке внутренних субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, тыс. руб.**

	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
<b>2015</b>			
Чистые заимствования	-5 817 814,4	-7 108 555,7	1 290 741,3
Привлечение средств	98 458 019,0	94 251 869,0	4 206 150,0
Погашение основной суммы задолженности	104 275 833,3	101 360 424,7	2 915 408,6
<b>2014</b>			
Чистые заимствования	-9 235 928,1	-7 410 458,9	-1 825 469,2
Привлечение средств	111 494 394,7	110 094 379,7	1 400 015,9
Погашение основной суммы задолженности	120 730 322,8	117 504 838,6	3 225 484,2
<b>2013</b>			
Чистые заимствования	77 610 485,8	75 454 011,5	2 156 474,3
Привлечение средств	154 642 004,9	149 641 823,0	5 000 181,9
Погашение основной суммы задолженности	77 031 519,1	74 187 811,5	2 843 707,6
<b>2012</b>			
Чистые заимствования	38 175 959,8	36 797 479,3	1 378 480,5
Привлечение средств	119 855 045,4	115 953 169,3	3 901 876,1
Погашение основной суммы задолженности	81 679 085,5	79 155 690,0	2 523 395,5
<b>2011</b>			
Чистые заимствования	-58 202 600,7	-57 113 066,4	-1 089 534,3
Привлечение средств	55 050 750,6	53 366 195,4	1 684 555,1
Погашение основной суммы задолженности	113 253 351,3	110 479 261,9	2 774 089,4
<b>2010</b>			
Чистые заимствования	29 774 599,3	28 611 970,0	1 162 629,3
Привлечение средств	111 106 318,3	105 854 346,2	5 251 972,1
Погашение основной суммы задолженности	81 331 719,0	77 242 376,2	-4 089 342,8
<b>2009</b>			
Чистые заимствования	95 457 576,8	97 916 509,1	-2 458 932,3
Привлечение средств	158 114 034,3	153 992 570,1	4 121 464,2
Погашение основной суммы задолженности	62 656 457,5	56 076 061,0	6 580 396,5
<b>2008</b>			
Чистые заимствования	68 851 271,9	72 984 947,8	-4 133 675,9
Привлечение средств	178 565 731,4	177 324 359,3	1 241 372,1
Погашение основной суммы задолженности	109 714 459,5	104 339 411,5	5 375 048,0
<b>2007</b>			
Чистые заимствования	25 867 011	23 691 970	2 175 041
Привлечение средств	84 159 197	79 889 761	4 269 436
Погашение основной суммы задолженности	58 292 185	56 197 791	2 094 394

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т.Гайдара на основе данных Федерального казначейства.

Большинство регионов, выпускающих долговые ценные бумаги на регулярной основе, продолжили их эмиссию и в 2015 г. С 1999 г. ежегодные эмиссии облигаций проводит Волгоградская область, с 2003 г. – Красноярский край, с 2004 г. – Нижегородская область (табл. 23).



Таблица 23

**Регистрация проспектов эмиссии субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 1999–2015 гг.**

Эмитент	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
<b>Субъекты Федерации</b>																	
Волгоградская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Красноярский край					*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Нижегородская область						*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Санкт-Петербург	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Томская область		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Саха (Якутия)				*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Ярославская область					*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Удмуртская Республика							*		*	*		*	*	*	*	*	*
Самарская область					*		*	*	*	*	*		*	*	*	*	*
Республика Башкортостан			*	*		*	*	*	*				*	*	*	*	*
Белгородская область				*	*		*	*		*				*	*	*	*
Тульская область								*						*	*	*	*
Оренбургская область														*	*	*	*
Республика Мордовия				*											*	*	*
Республика Хакасия												*		*	*	*	*
Республика Коми		*	*	*	*	*	*	*		*		*	*		*	*	*
Республика Карелия						*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Тверская область				*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Ставропольский край			*							*			*	*	*	*	*
Липецкая область						*	*	*	*	*				*	*	*	*
Воронежская область						*	*	*	*					*	*	*	*
Новосибирская область	*				*	*	*	*	*						*	*	*
Смоленская область															*	*	*
Омская область															*	*	*
Свердловская область												*	*	*		*	*
Республика Чувашия	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*		*	*	*	*	*
Республика Марий Эл														*	*	*	*
Ханты-Мансийский АО				*	*						*				*	*	*
Ленинградская область			*	*	*	*									*	*	*
Магаданская область															*	*	*
Костромская область				*	*		*		*				*		*	*	*
Москва	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Кемеровская область															*	*	*

Продолжение таблицы 23

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
Калужская область						*		*	*	*			*	*			
Вологодская область													*	*			
Рязанская область												*		*			
Краснодарский край						*			*			*		*			*
Иркутская область			*	*	*	*	*	*	*	*	*			*			*
Ивановская область									*				*				
Республика Бурятия													*				
Мурманская область				*	*							*					
Пензенская область								*	*	*							
Ульяновская область									*	*							
Курганская область								*		*							
Московская область				*	*	*	*	*	*	*							
Республика Калмыкия									*								
Хабаровский край				*	*	*	*										
Кабардино-Балкарская Республика		*					*										
Ямало-Ненецкий АО					*	*											
Брянская область						*											
Сахалинская область				*													
Курская область				*													
Приморский край		*															
<b>Муниципалитеты</b>																	
Новосибирск					*	*	*	*				*	*	*	*	*	*
Волгоград	*	*	*	*	*		*	*		*	*	*	*	*	*	*	*
Томск					*	*		*	*	*		*		*		*	*
Омск																*	
г. Волжский Волгоградской области																*	
Казань							*	*	*		*	*	*				
Краснодар												*	*				
Красноярск					*	*	*		*	*	*	*	*	*			
Уфа				*	*	*						*					
г. Электросталь Московской области									*		*						
Смоленск											*						
Липецк								*	*	*							
Магадан								*	*	*							
Братск										*							
Новороссийск										*							
Екатеринбург		*	*	*	*	*	*	*	*								
Клинский район Московской области							*	*	*								
Ногинский район Московской области						*		*	*								

*Окончание таблицы 23*

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
Благовещенск								*	*								
Чебоксары	*						*		*								
г. Балашиха Московской области									*								
Одинцовский район Московской области							*	*									
Астрахань								*									
Брянск								*									
Воронеж								*									
г. Орехово-Зуево Московской области								*									
Ярославль								*									
Южно-Сахалинск					*	*	*										
Новочебоксарск	*		*			*	*										
Ангарск							*										
Вурнарский район Чувашской Респуб- лики							*										
г. Шумерля Чувашской Респуб- лики							*										
Барнаул						*											
Пермь						*											
Нижний Новгород				*													
Кострома	*	*															
Архангельск	*																
Дзержинский	*																

Источник: Минфин РФ.

