УДК 338.24

О.И. Рекундаль

АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПРИ ФОРМИРОВАНИИ ПОРТФЕЛЯ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ

Проведен анализ инвестиционной привлекательности субъектов-эмитентов облигаций на основании показателей отчетов об исполнении бюджетов. Основной целью анализа, проведенного в данной работе, является получение приоритетных показателей, дающих объективную оценку надежности рассматриваемых облигаций. По результатам проделанной работы путем сравнения рассчитываемых показателей были выбраны наиболее «привлекательные» ценные бумаги для последующего включения их в инвестиционный портфель пенсионных накоплений.

Ключевые слова: субъекты-эмитенты; облигации; инвестиционный портфель; пенсионные накопления.

Задача формирования инвестиционных портфелей (далее ИП) занимает ключевое место на финансовых рынках. Современные ученые активно занимаются изучением проблемы формирования ИП [1–3], рассматривая различные ее аспекты, такие как оценка рисков, оценка эффективной доходности портфеля, учет издержек (например, комиссия брокера, комиссия биржи) и т.д. В настоящее время существует множество финансовых институтов (негосударственные пенсионные фонды, управляющие и инвестиционные компании, паевые инвестиционные фонды и пр.), аккумулирующих денежные средства для дальнейшего их инвестирования в различные инструменты рынка (например, облигации, акции, депозиты в банках) для последующего получения дохода. Финансовые инструменты выбираются, исходя из конечной цели инвестирования и законодательных ограничений, в случае их наличия. Так, например, управляющие средствами пенсионных накоплений вкладывают переданные им в доверительное управление средства, основываясь на принципах сохранности, ликвидности и диверсификации [4].

В работе [2] представлена модель формирования портфеля ценных бумаг, состоящего из акций и облигаций, с ориентацией на соотношение риск / доходность, где капиталом инвестирования являются пенсионные накопления граждан, имеющих в составе своей будущей пенсии накопительную часть. Для того чтобы наиболее эффективно сработала предложенная модель, необходимо правильно подобрать инструменты, входящие в портфель.

В данной работе проводится анализ инвестиционной привлекательности субъектов-эмитентов облигаций на основании показателей отчетов об исполнении бюджетов за I полугодие 2011 г. [5, 6] с целью последующего включения наиболее привлекательных бумаг в портфель пенсионных накоплений.

В настоящее время на рынке обращаются долговые инструменты 26 субъектов РФ [7], среди них облигации четырех субъектов не могут быть включены в инвестиционный портфель пенсионных накоплений (к ним относятся Воронежская, Костромская, Московская, Тверская области), поскольку они не удовлетворяют законодательным ограничениям: рейтинг эмитента должен быть не ниже BB-(Ba3) по классификации ведущих рейтинговых агентств (Standard and Poor's, Fitch Ratings, Moody's), или облигации должны быть включены в котировальный список А1.

Анализ исполнения бюджетов и долговой нагрузки субъектов РФ. Доходы бюджетов субъектов РФ[1] за первое полугодие 2011 г. составили 1 817,5 млрд руб., что на 18,5%, или 335,7 млрд руб., больше показателя доходов, исполненного за аналогичный период 2010 г. Из суммарного показателя доходов 40,8% приходится на Москву, 10,5% – на Санкт-Петербург, 7,4% – на Московскую область, 5,3% – на Краснодарский край; доля доходов остальных субъектов в общем объеме не превышает 5%. В целом рассматриваемые субъекты продемонстрировали рост уровня доходов (рис.1). Наибольший рост доходов зафиксирован у Краснодарского края (80,4%), Белгородской обл. (51,1%) и Иркутской обл. (38,4%).

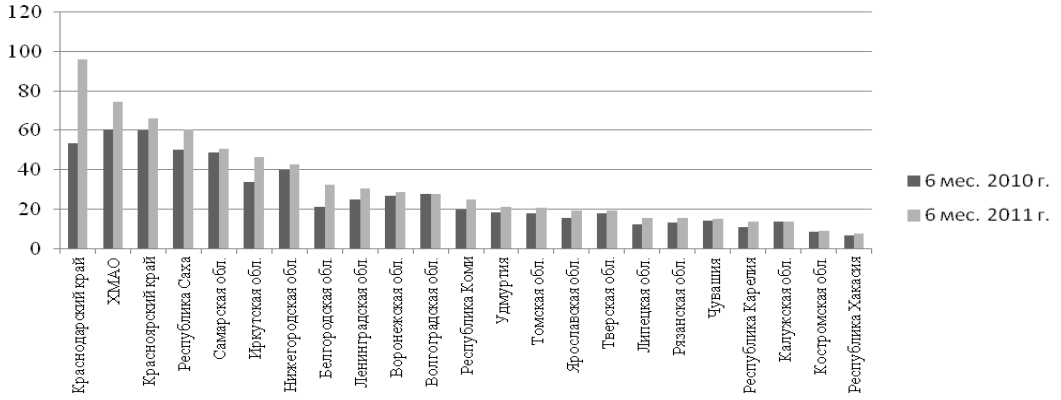


Рис. 1. Динамика исполнения доходов бюджетов субъектов-эмитентов РФ, млрд руб.[2]

Расходы бюджетов за 6 месяцев 2011 г. исполнены в объеме 1 251,96 млрд руб. Рост расходов в среднем по всем рассматриваемым субъектам составил 12,6%.

В результате, как показано на рис. 2, по всем субъектам, за исключением Нижегородской и Волгоградской области, рост доходов превышает рост расходов, в результате чего бюджеты исполнены с профицитом.

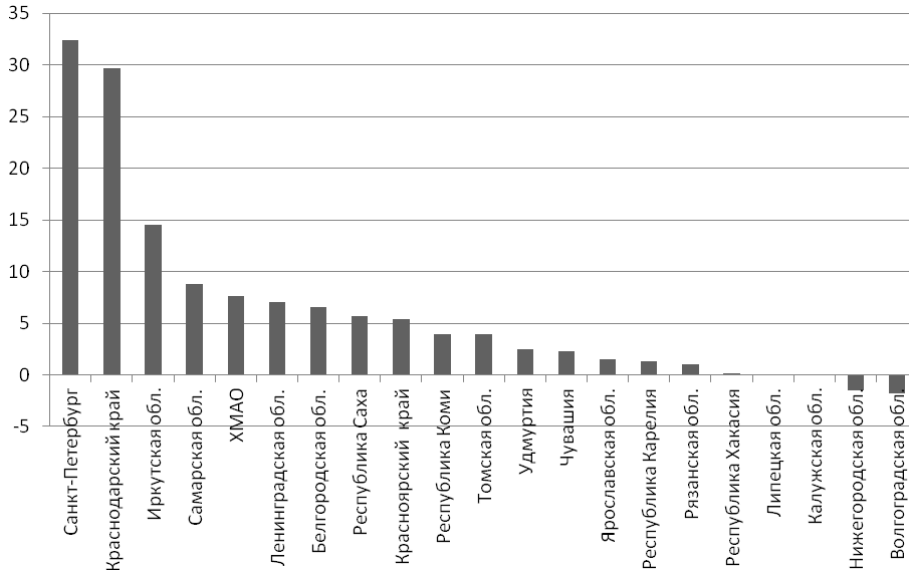


Рис. 2. Профицит / дефицит бюджетов субъектов по итогам I полугодия 2011 г., млрд руб.

Следующим важным шагом в оценке кредитоспособности субъектов будет оценка долговой нагрузки на бюджеты субъектов РФ (рис. 3)[3]. В данной работе оценка долговой нагрузки проводится с учетом действующих на рассматриваемую дату долговых обязательств, не включая принимаемых в дальнейшем обязательств. По состоянию на 1 июля 2011 г. суммарный долг рассматриваемых субъектов составил 568 млрд руб. Самый высокий уровень долговой нагрузки в абсолютном выражении зафиксирован у Москвы (296,46 млрд руб.), Самарской обл. (38,08 млрд руб.), Краснодарского края (28,71 млрд руб.). Однако показатель уровня долговой нагрузки в процентном выражении является более показательным, чем сравнение в абсолютных величинах, и рассчитывается как отношение объема долга субъекта к общему годовому объему доходов без учета безвозмездных поступлений (плановый показатель) этого субъекта. Как показано на рис. 3, к субъектам с наибольшей долговой нагрузкой относятся Калужская обл. (64,78%), Костромская обл. (47,51%), Самарская обл. (39,07). Субъекты с высокими показателями долговой нагрузки на бюджет имеют высокие риски рефинансирования долга.

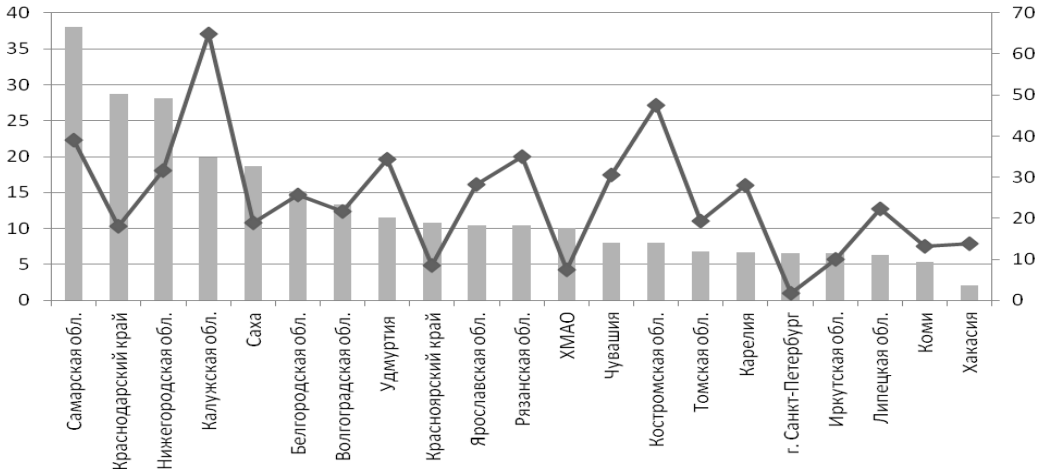


Рис. 3. Уровень долга субъектов РФ в абсолютном выражении (млрд руб.) – левая вертикальная ось; долговая нагрузка на бюджет субъектов РФ (%) – правая вертикальная ось

На завершающем этапе была построена карта доходностей облигаций, выпущенных от имени рассматриваемых субъектов РФ[4] (рис. 4). В результате, ориентируясь на карту доходностей (см. рис. 4), можно увидеть, что среди облигации субфедеральных заемщиков с дюрацией до 1,5 г. наибольшую доходность имеют выпуски Чувашии, Костромской, Калужской и Липецкой областей. Проведенный анализ показал, что Калужская и Костромская области имеют высокие показатели долговой нагрузки на бюджет и, как следствие, имеют большие риски рефинансирования по сравнению с остальными субъектами РФ.

Поэтому при инвестировании в бумаги данных эмитентов требуется более тщательный анализ сроков погашения и ситуации с ликвидностью рассматриваемой ценной бумаги (в контексте данного текста речь идет о способности актива в минимальные сроки, в достаточном объеме и с минимальными издержками быть обменной на более ликвидные активы или денежные средства).

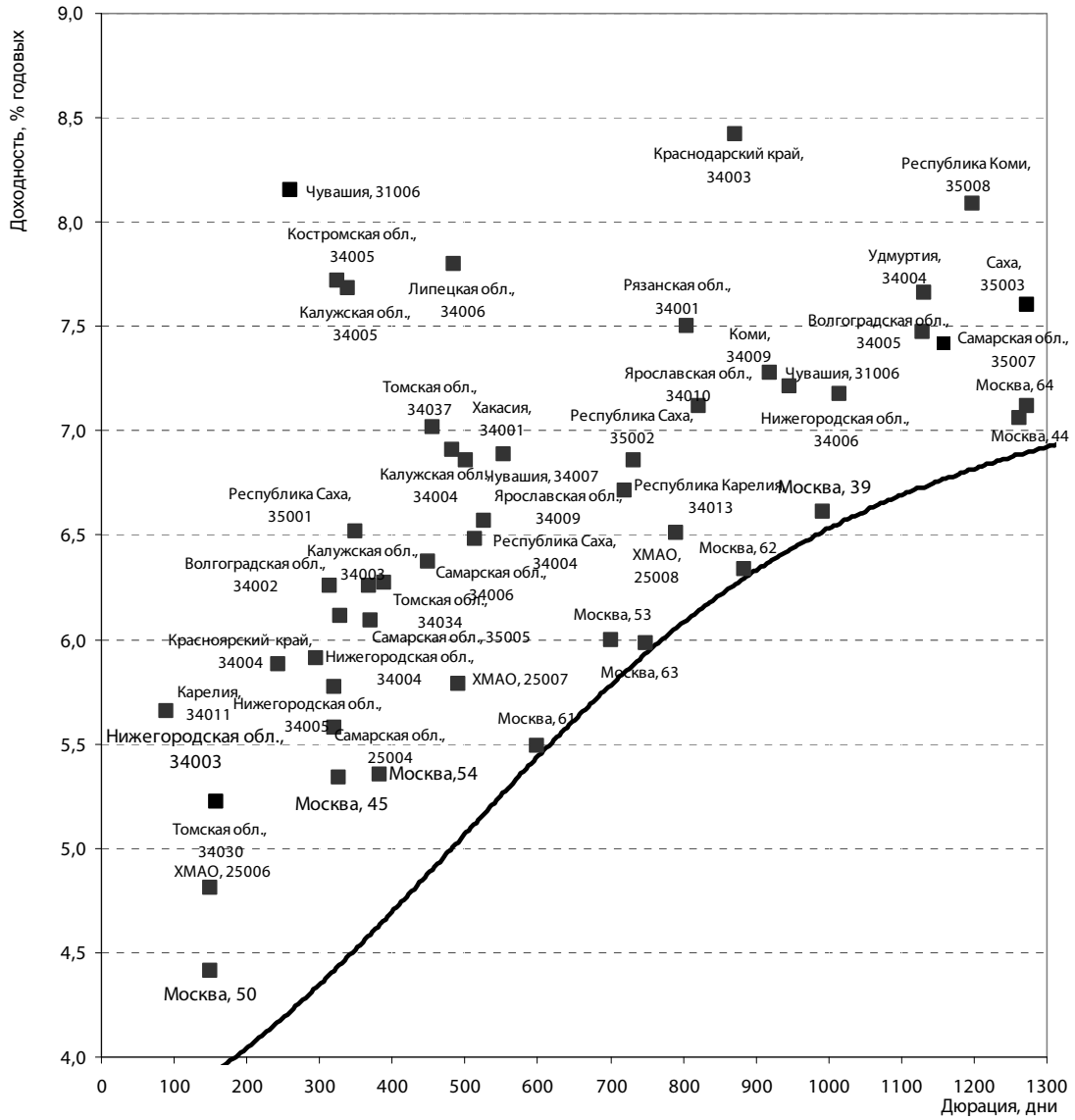


Рис. 4. Карта доходностей облигаций, выпущенных от имени субъектов РФ

Относительно Чувашии и Липецкой области можно сказать, что данные субъекты продемонстрировали умеренно положительные показатели исполнения бюджета как по итогам I полугодия 2011 г., так и в динамике, при рассмотрении аналогичного периода 2010 г.

ПРИМЕЧАНИЯ

[1] В данной работе речь идет о субъектах РФ, имеющих в обращении облигации.
[2] На графике не указаны г. Москва (586,3 / 741,2 млрд руб.), г. Санкт-Петербург (171,3 / 190,4 млрд руб.), Московская обл. (110,1 / 135,1 млрд руб.).
[3] На диаграмме не указан г. Москва с показателями долга 568 млрд руб., долговой нагрузки на бюджет 22,71%.
[4] На карте отображены те бумаги, у которых показатель объема торгов в июле 2011 г. превышает 500 млн руб.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Домбровский В.В., Домбровский Д.В., Ляшенко Е.А.* Динамическая оптимизация инвестиционного портфеля при ограничениях на объемы вложений в финансовые активы // Вестник Томского государственного университета. Управление, вычислительная техника и информатика. 2008. № 1(2). С. 13–17.
2. *Мицель А.А., Рекундаль О.И.* Инвестиционный портфель пенсионных накоплений // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 40(82). С. 2–6.
3. *Панков А.Р., Платонов Е.Н., Семенихин К.В.* Минимаксная оптимизация инвестиционного портфеля по квантильному критерию // Автоматика и телемеханика. 2003. № 7. С. 117–134.
4. *Об инвестировании* средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации: Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ.
5. *Отчеты* об исполнении бюджетов. URL: http://www.roskazna.ru
6. *Министерство* финансов Российской Федерации. URL: http://www1.minfin.ru
7. *Информационное* агентство «Cbonds». URL: http://www.cbonds.ru

Статья представлена научной редакцией «Экономика» 9 апреля 2012 г.