



**СЕРГЕЙ ЛЯЛИН**  
генеральный директор *Cbonds.ru*,  
канд. экон. наук



**КАНР ЛИДЖИЕВ**  
заместитель генерального директора, начальник  
информационно-аналитического отдела *Cbonds.ru*

## РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ: ИТОГИ 2004 Г. И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ В 2005 Г.

Российский рынок облигаций в 2004 г. продолжает развиваться достаточно быстрыми темпами, годовой прирост во многих сегментах рынка достигнет или даже превысит 50%. Такое динамичное развитие рынка облигаций, наблюдаемое уже несколько лет подряд, не может не радовать и не внушать оптимизма. Однако все чаще в оценках рынка используют слова «застой» и «стагнация», неуместные, казалось бы, при столь высоких темпах роста рынка. При более тщательном рассмотрении оказывается, что во многом стремительный рост рынка является только количественным, а качественных сдвигов к лучшему не происходит. В данной статье предпринята попытка более детально разобраться с состоянием дел на российском рынке облигаций<sup>1</sup>.

### СТАТИСТИКА

Информация по основным сегментам российского рынка облигаций представлена в табл. 1. Сделаем некоторые примечания к методике расчета показате-

лей. Объем государственных облигаций приведен по данным ЦБР и включает в себя только «рыночную» часть портфеля госбумаг, т. е. не учитывает бумаги в портфеле Центробанка России. Под «муниципальными» облигациями понимаются

облигации субъектов РФ и муниципальных образований. Эмиссии и эмитенты по корпоративным облигациям — это только «рыночные» эмиссии. В еврооблигации российских эмитентов включены облигации английского «Московского

<sup>1</sup> Аналогичный анализ за прошлый 2003 г. см.: Рынок облигаций: что год грядущий нам готовит //РЦБ. 2003. № 21.

Народного Банка», который принадлежит ЦБР.

Ниже мы рассмотрим положение дел в каждом из сегментов рынка более детально.

## ЕВРООБЛИГАЦИИ

В целом сегмент рынка еврооблигаций вырос не так уж значительно (с 60 млрд до 66,5 млрд руб.), хотя рост рынка в разных сегментах заемщиков сильно различался. Рынок государственных еврооблигаций, как мы и предполагали в прошлогодней публикации, остался практически неизменным по объему (состоялось 1 погашение и прошло реформирование части нерыночного долга в еврооблигации), поскольку Россия пока отказывается размещать новые выпуски суверенных еврообондов. Почти не изменился и рынок еврообондов субъектов РФ (Москва – единственный заемщик – погасила выпуск на 350 млн евро и разместила новый выпуск на 374 млн евро).

Зато оправдалось наше предположение о том, что рынок корпоративных еврооблигаций станет в 2004 г. наиболее быстрорастущим сегментом облигационного рынка. За первые 10 мес. 2004 г. он вырос с 12,8 млрд до 22 млрд долл. Ранее мы оценивали потенциальный объем этого сегмента на конец 2004 г. в 20–25 млрд долл. Учитывая, что год еще не истек, итоговая цифра может приблизиться к верхней границе этого диапазона. Количество выпусков корпоративных еврообондов выросло с 37 на начало года до 67 на конец октября. Увеличилось и количество эмитентов: на начало года их было 23, на конец октября – 39.

Развитие внешнего рынка облигаций в 2004 г. сопровождалось некоторыми «качественными» сдвигами. Особо следует отметить активное развитие такого сегмента, как *CLN* (*Credit Linked Notes*). *CLN* – по сути, те же еврооблигации, которые отличаются от «обычных» еврообондов объемом выпуска (обычно не более 50–100 млн долл.), сроком обращения (обычно не более 1–2 лет) и более низким стандартами раскрытия информации.

Подобный инструмент все больше получает распространение у российских компаний. Год 2004-й стал «годом *CLN*»: за 9 мес. прошло уже 8 таких выпусков общим объемом 770 млн долл. (22,3 млрд руб.) – это порядка 1/3 от объема размещений на внутреннем рынке корпоративных облигаций. Сведения о выпусках *CLN* российских компаний приведены в табл. 2.

*CLN* обычно выпускают средние по величине эмитенты (за исключением АвтоВАЗа) не с самым высоким кредитным рейтингом или вообще без рейтинга (что тоже отличает этот инструмент от «обычных» еврообондов). Организуют эти выпуски в основном российские банки (наиболее активные из них Инвестиционный банк «Траст» и МДМ-Банк) и покупают прежде всего ... российские же инвесторы. То есть российский эмитент с помощью российского банка выпускает инструмент, который покупают россий-

ским рынком, предпочитают ее использовать. И говорить о «насыщении» рынка пока рано – недостатка в эмитентах, желающих разместить еврооблигации, нет. С другой стороны, количество потенциальных эмитентов еврообондов в России все-таки ограничено – если не брать *CLN*, то «классические» еврооблигации могут выпустить не более 100 крупнейших компаний и не более 20–30 крупнейших банков. Поэтому, на наш взгляд, темп роста рынка еврообондов российских эмитентов будет примерно

Рисунок 1. ОБОРОТЫ ВТОРИЧНОГО РЫНКА В РАЗЛИЧНЫХ СЕГМЕНТАХ

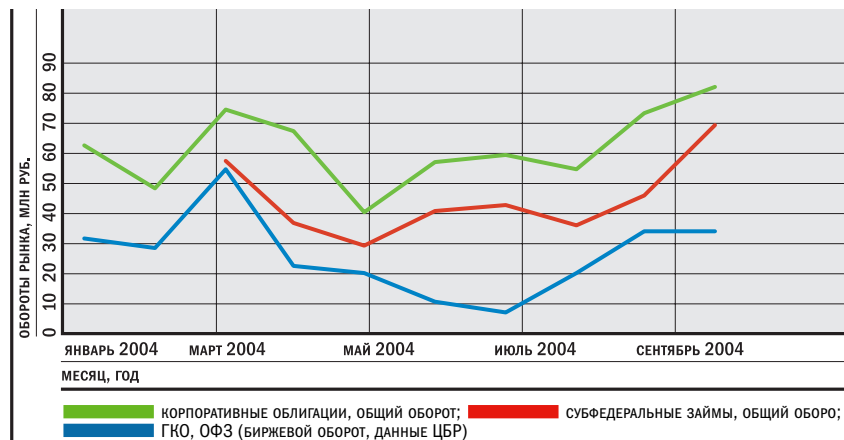


Таблица 1. ОБЪЕМЫ СЕГМЕНТОВ ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА

Показатель	29 октября 2004 г.	30 декабря 2003 г.	Изменение, %
Объем рынка государственных облигаций (по номиналу), млн руб.	492 010	314 630	56,38
Объем рынка корпоративных облигаций (по номиналу), млн руб.	227 790	159 751	42,59
В том числе «рыночные выпуски»	211 478	136 275	55,18
- нефинансовых корпораций	173 988	117 385	48,22
- банков и финансовых компаний	37 490	18 890	98,46
Количество «рыночных» эмиссий	185	152	21,71
Количество «рыночных» эмитентов	162	136	19,12
Объем рынка муниципальных облигаций, млн руб.	121 384	83 175	45,94
Количество эмиссий	94	87	8,05
Количество эмитентов	30	27	11,11
Общий объем внутреннего рынка облигаций, млн руб.	841 184	557 556	50,87
Общий объем рынка еврооблигаций эмитентов РФ, млн долл.	66 411	55 983	18,63
Суверенные еврооблигации	43 242	42 228	2,40
Корпоративные еврооблигации	22 179	12 818	73,03
Еврооблигации субъектов РФ	990	938	5,58
Количество эмиссий корпоративных еврооблигаций	67	37	81,08
Количество эмитентов корпоративных еврооблигаций	39	23	69,57

ские инвесторы, и все это делается вне России. Это свидетельствует о том, что на внутреннем рынке корпоративных облигаций существуют серьезные проблемы.

Опережающий рост рынка корпоративных еврооблигаций по сравнению с ростом рублевого рынка показывает, что российские компании, имеющие возможность финансироваться на внеш-

ним же, как в 2004 г., и к концу 2005 г. может достигнуть отметки 32–34 млрд долл.

Что касается сегмента государственных и субфедеральных еврооблигаций, то здесь нет оснований ожидать роста в 2005 г. России в 2005 г. предстоит 1 погашение на 639 млн евро (около 820 млн долл.), при этом новые размещения суверенных еврооблигаций маловероятны.

Кроме того, мы не ожидаем новых размещений бумаг субъектов РФ, поскольку действующие ограничения не позволяют регионам массово выходить на рынок.

## РУБЛЕВЫЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

Внутренний рынок облигаций вырос за первые 10 мес. 2004 г. на 51% (см. табл. 1). Лидером роста был рынок государственных бумаг (рост на 56%), следом шел рынок муниципальных облига-

Таблица 2. ВЫПУСКИ CLN РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Название выпуска	Объем выпуска долл.
АвтоВАЗ, 2005 (CLN)	150 000 000
«Волготанкер», 2007 (CLN)	120 000 000
НОВАТЭК, 2005	100 000 000
«Разгуляй-Центр», 2004 (CLN)	50 000 000
«Салаватнефтеорг-синтез», 2008 CLN	50 000 000
«Севералмаз», 2006 (CLN)	150 000 000
«Северстальтранс», 2006 (CLN)	110 000 000
ТД «Копейка», (CLN)	40 000 000

Источник: www.cbonds.info.

Таблица 3. ПРОГНОЗ ОТНОСИТЕЛЬНО СЕГМЕНТОВ РЫНКА НА 2003 Г.

Сегмент	Объем (на 30 сентября 2003 г.), млрд руб.	Прогноз	Оценка объема (на конец 2004 г.), млрд руб.
Государственные облигации	294,5	Существенный рост	450–500
Корпоративные облигации	150,8	Рост	230–270
Муниципальные облигации	66,9	Быстрый рост	100–120

ций (46%) и затем — сегмент корпоративных облигаций (43%).

Уместно вспомнить наш прошлогодний прогноз относительно этих сегментов рынка (табл. 3).

Если сравнить данные, представленные в табл. 1 и 3, то получится, что рынки государственных и муниципальных облигаций растут даже быстрее наших ожиданий, рынок корпоративных облигаций — в соответствии с нашими прогнозами.

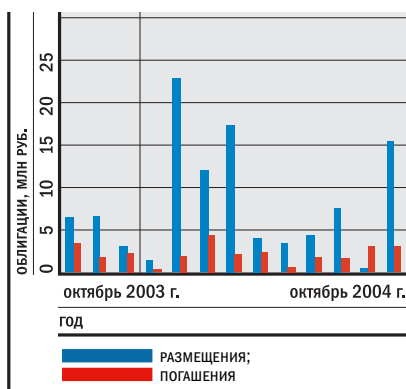
Рассмотрим также обороты вторичного рынка в различных сегментах внутреннего рынка облигаций, которые представлены на рис. 1.

Анализ вторичного рынка приводит скорее к неутешительным выводам. Заметной тенденции к росту оборотов вторичного рынка не прослеживается, а с учетом того, что в абсолютном значении объемы рынков растут, это говорит не о росте, а, напротив, о снижении ликвидности на рынке облигаций, что, безусловно, настораживает.

## ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Как мы и предполагали в прошлом году, 2004 г. проходил (и проходит) под знаком увеличения внутреннего рынка государственных облигаций. Его объем вырос с 315 млрд до 492 млрд руб., т. е. на 56%. Это соответствует стратегии государства на выравнивание внутреннего и внешнего долга (в долгосрочной перспективе — до пропорции 50/50).

Рисунок 2. ДИНАМИКА РАЗМЕЩЕНИЙ И ПОГАШЕНИЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



Сведения о вложениях крупнейших российских банков в государственные ценные бумаги приведены в табл. 4.

На текущий момент основными игроками на рынке государственных облигаций являются два государственных банка: Сбербанк и Внешторгбанк, а также Внешэкономбанк — государственная управляющая компания по пенсионным средствам. На долю этих 3 государственных структур приходится около 386 млрд руб. (около 84%). Сумма вложений 10 крупнейших инвесторов составит 425 млрд руб., или 93% объема рынка. Естественно, доминирование на рынке государственных инвесторов делает уровень ставок чрезмерно низким. При такой структуре инвесторов вряд ли можно удивляться существующему низкому уровню ликвидности на рынке госбумаг. Вторичный оборот по рынку государственных облигаций значительно уступает обороту и корпоративных, и муниципальных облигаций.

Низкий уровень ставок на рынке госбумаг и низкая ликвидность приводят к тому, что рынок государственных ценных бумаг в России не играет роль benchmark для облигаций других заемщиков. Эту роль, по мнению участников рынка, сегодня выполняют облигации Москвы.

На наш взгляд, несмотря на планируемый рост рынка госбумаг в 2004 г., проблема увеличения круга инвесторов останется нерешенной. В Минфине эту проблему осознают и планируют в 2005 г. размещать так называемые эталонные выпуски, по которым предусмотрено ограничение на долю вложений со стороны одного инвестора. Однако успех такого подхода далеко не очевиден — негосударственные инвесторы будут требовать более высокого уровня доходности, в результате чего справедливая ставка доходности по эталонным выпускам может быть выше, чем по «обычным». Такое положение приведет к разделению рынка на 2 сегмента, и пока трудно сказать, позволит ли это существенно изменить ситуацию с ликвидностью.

## КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Рынок корпоративных облигаций в 2004 г. демонстрирует довольно быстрый рост. С начала года его объем вырос со 160 млрд до 223 млрд руб., или на 39%. Такой рост был обусловлен прежде всего достаточно активным выходом на рынок новых эмитентов: их число увеличилось со 136 — на начало года до 162 — на конец октября.

Особенно быстрыми темпами в 2004 г. рос сектор банков и финансовых институтов. Его объем вырос с 18,9 млрд до

Согласно Проекту федерального закона «О федеральном бюджете на 2005 г.» чистый объем размещений (размещения минус погашения) на рынке государственных бумаг составит 125 млрд руб. Это означает, что к концу 2005 г. рынок государственных бумаг приблизится к 630 млрд руб.

На наш взгляд, у финансовых властей РФ не возникнет каких-либо проблем с размещением. Но необходимо отметить, что по мировым стандартам объем внутреннего рынка госбумаг в России остается крайне низким. Действительно, в масштабах ВВП внутренний рынок госбумаг сейчас составляет примерно 3,2% — это на порядок (!) ниже, чем в большинстве других стран, включая даже страны Восточной Европы. И рост объема рынка до 630 млрд руб. полностью не исправит это положение.

Проблемы рынка государственных бумаг до сих пор во многом остаются нерешенными: узок круг инвесторов и, как следствие, низка ликвидность.

37,5 млрд руб., или на 98%. Однако если внимательнее посмотреть на этот сектор, то можно увидеть, что его рост во многом был вызван размещением крупных выпусков Внешторгбанка (5 млрд руб.), РОС-БАНКа (3 млрд руб.) и Банка «Русский Стандарт» (2 млрд руб.).

Год 2004-й также показал существование сохраняющихся проблем рынка корпоративных облигаций. Рынок остается нестабильным — в частности, объемы размещений на первичном рынке очень сильно менялись от месяца к месяцу — от 440 млн руб. в сентябре до 23,2 млрд руб. в феврале. Подробнее помесечная динамика размещений показана на рис. 2.

Как видно, объемы размещений после пиковых значений февраля—апреля значительно снизились, отражая неблагоприятные события в банковской сфере в этот период. Восстановился рынок только в октябре. Это можно считать одним из проявлений проблемы несбалансированной структуры инвесторов на рынке (подробнее см. раздел «Проблемы внутреннего рынка облигаций»).

Кроме того, необходимо отметить, что рынок корпоративных облигаций в России растет наряду с общим развитием долгового финансирования в России, и рост доли облигаций по отношению к банковским кредитам не столь внушителен, более того, достигнув максимума в апреле, эта доля начала снижаться (рис. 3).

Таким образом, получается, что рост рынка корпоративных облигаций в большей степени продиктован общим развитием долгового финансирования в России, нежели развитием этого сегмента как такового.

Позитивной картина сохраняется до тех пор, пока мы не знаем, что происходит на вторичном рынке — реально «оборачиваемость» рынка здесь не только не растет, но, напротив, порой даже снижается, как показано на рис. 4.

В определенной степени это связано с тем, что новые выпуски облигаций практически не торгуются на вторичном рынке. Большая часть ликвидности на рынке корпоративных облигаций приходится на 10–15 крупнейших выпусков (в частности, по итогам октября на 10 самых ликвидных выпусков пришлось 55% всего биржевого оборота), а сделки по низколиквидным бумагам эпизодичны.

Поэтому 2004 г., на наш взгляд, стал «годом разочарований» для российского рынка корпоративных облигаций. Рост рынка идет в основном в количественном направлении. Удлинения сроков заимствований не происходит; увеличение объе-

мов имеет место (Газпром, ЦентрТелеком), но пока это единичные случаи; параметры выпусков не меняются. Стоит вспомнить и о том, что ряд «знаковых» эмитентов отменили размещения облигаций: Транснефть — на 12 млрд руб., МТС — на 5 млрд руб. Эти выпуски были зарегистрированы, компании заплатили огромные деньги в качестве налога на регистрацию (соответственно 96 млн и 40 млн руб.) и решили не размещаться.

Прогнозируя перспективы рынка корпоративных облигаций в 2005 г., необхо-

**Таблица 4. ВЛОЖЕНИЯ КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ БАНКОВ В ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ ПО СОСТОЯНИЮ НА 1 ИЮЛЯ 2004 Г.**

Банк	Сумма вложений, млрд руб.
СБЕРБАНК РОССИИ	342,861
ВНЕШЭКОНОМБАНК	23,452
ВНЕШТОРГБАНК	19,769
СИТИБАНК	9,981
БАНК МОСКВЫ	8,031
МЕЖДУНАРОДНЫЙ МОСКОВСКИЙ БАНК	6,978
НОМОС-БАНК	4,080
СУРГУТНЕФТЕГАЗБАНК	3,842
ЕВРОФИНАНС МОСНАРБАНК	3,707
НАЦИОНАЛЬНЫЙ РЕЗЕРВНЫЙ БАНК	2,737

Источник: НАУФОР.

**Таблица 5. ПРОГНОЗИРУЕМОЕ РАЗВИТИЕ СЕГМЕНТОВ РОССИЙСКОГО РЫНКА ДО КОНЦА 2005 Г.**

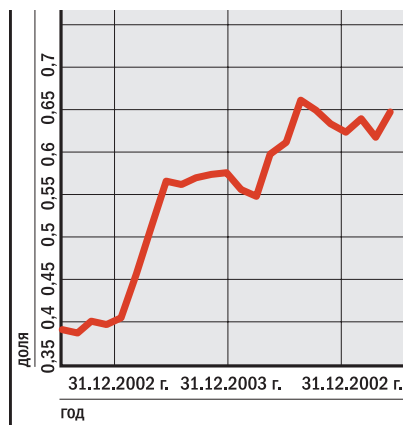
Сегмент	Объем (на 29 октября 2004 г.)	Прогноз	Оценка объема (на конец 2005 г.)
Внутренний рынок госбумаг, млрд руб.	492	Умеренный рост	630
Внутренний рынок корпоративных облигаций, млрд руб.	227,8	Умеренный рост	330–370
Внутренний рынок муниципальных облигаций, млрд руб.	121,3	Рост	170–180
Итого внутренний рынок облигаций, млрд руб.	841,2	Рост	1130–1180
Суверенные еврооблигации, млрд долл.	43,2	Небольшое снижение (1 погашение, размещения маловероятны)	42,4
Корпоративные еврооблигации, млрд долл.	22,2	Быстрый рост	32–34
Еврооблигации субъектов РФ, млрд долл.	1	Неизменность	1
Итого еврооблигации, млрд долл.	66,4	Рост	75–77

дим отметить, что рынок достиг своего рода «насыщения». В частности, телекоммуникационные компании, которые до недавнего времени были «локомотивом» рынка корпоративных облигаций, уже исчерпали возможности увеличения доли долгового финансирования, и в 2005 г. ожидать больших заимствований с их стороны нет оснований. При этом операторы мобильной связи в большей степени ориентируются на рынок еврооблигаций и вряд ли смогут компенсировать этот «вакуум». У нас были определенные надежды на то, что в 2004 г. может значительно активизироваться выпуск облигаций со стороны строительных компаний. Но, как показал уходящий год, компании этого

сектора малопрозрачны и многие из них имеют низкий уровень финансового менеджмента, который может поставить их в крайне сложное финансовое положение (например, Стройметресурс). Учитывая продолжающееся снижение активности на рынке недвижимости, вряд ли компании этого сектора станут активными заемщиками в 2005 г.

Банковский кризис 2004 г. также заметно ухудшил условия размещения для банковских облигаций. Несмотря на то что многие банки запланировали выпус-

**Рисунок 3. ДОЛЯ ОБЛИГАЦИЙ В БАНКОВСКИХ КРЕДИТАХ**



ки в отдаленном будущем, не факт, что все они действительно состоятся. Более того, не всегда такие выпуски можно считать «рыночными». В условиях сверхвысоких цен на нефть, скорее всего, не будет особой заинтересованности в заимствованиях и у сырьевых компаний.

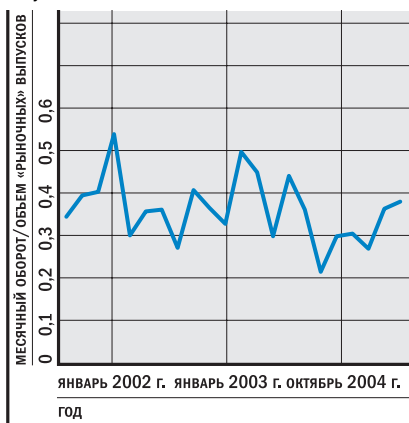
Компании пищевой промышленности и машиностроения останутся в 2005 г. в числе достаточно активных эмитентов облигаций, но вряд ли они смогут осуществить большие объемы заимствований.

Кто же из эмитентов может существенно изменить расклад сил на внутреннем рынке облигаций? На наш взгляд, это компании транспортного сектора, точнее, ОАО «Российские Железные До-



роги» (РЖД). РЖД — огромная компания, занимающая 2-е место после Газпрома в российской экономике (выручка за 2004 г. — 594,5 млрд руб.). При этом, в отличие от большинства других крупных компаний, РЖД не является экспортно-ориентированной компанией, т. е. вряд ли сможет активно финансироваться на внешнем рынке. Таким образом, если она примет решение выпускать облигации, то вполне сможет разместить на внутреннем рынке бумаг на несколько десятков миллиардов руб-

Рисунок 4. ОБОРАЧИВАЕМОСТЬ РЫНКА



лей. Компания планирует дебютировать на рынке уже в 2004 г., разместив облигации на сумму 4 млрд руб., а в начале 2005 г. разместить еще 2 выпуска по 4 млрд руб. каждый.

Подводя итоги, можно дать следующий прогноз развития внутреннего рынка корпоративных облигаций. Рост рынка будет продолжаться, однако его темпы вряд ли превысят таковые 2004 г. С учетом достаточно большого планируемого объема погашений (около 47 млрд руб.): мы считаем, что на конец 2005 г. объем рынка корпоративных облигаций может составить 330–370 млрд руб.

### СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Рынок субфедеральных и муниципальных облигаций также демонстрировал в 2004 г. хорошие темпы роста. Его объем за первые 10 мес. 2004 г. вырос с 83 млрд до 121 млрд руб.

Однако из общего роста рынка на 38 млрд руб. 28 млрд руб. пришлось на Москву, и еще 7,7 млрд руб. — на Московскую область. Таким образом, на остальных эмитентов приходится очень малая часть прироста рынка. Правда, не следует забывать, что эмиссионная активность субфедеральных и муниципальных заемщиков возрастает ближе

к концу года. Так, в ноябре—декабре российские регионы (без Москвы) планируют разместить бумаг приблизительно еще на 10 млрд руб. К сожалению, новых заемщиков в 2004 г. пока почти не появилось — ряды эмитентов пополнили только Брянск и Краснодарский край (также выпустила облигации Республика Марий Эл, но они не обращаются на рынке). До конца года возможно появление еще нескольких заемщиков (Нижегородская обл., Казань, Воронежская обл., Пермь), но в целом «прорыва» в плане расширения круга эмитентов в 2004 г. не последовало.

Ровно год назад в своей статье в журнале «Рынок ценных бумаг» мы отметили фактор реформы межбюджетных отношений и местного самоуправления, который со временем будет способствовать выходу новых регионов на рынок облигаций. Как мы писали, «у богатых регионов появится потребность, а у бедных — возможность выхода на рынок облигаций». В этой статье мы попытаемся сделать некоторые выводы по текущему состоянию реформы, ее перспективам и влиянию на рынок региональных облигаций.

В 2004 г. влияние реформы на рынок облигаций было нивелировано двумя основными причинами:

**1.** Финансовые власти в 2004 г. ввели некоторые налоговые новации. Например, был отменен налог с продаж, регионам также приходилось отдавать федеральному центру больше поступлений от налога на добычу нефти, а налог на добычу газа теперь полностью направляется в центр и т. п. При этом до сих пор до конца не понятны механизмы перераспределения налоговых доходов между регионами: центр деньги уже «забирает», но еще не начал действовать механизм перераспределения доходов.

**2.** В связи с изложенным по итогам года можно было бы ожидать, что положение регионов, богатых полезными ископаемыми, должно было заметно ухудшиться. Но высокие цены на энергоносители на мировых рынках и оказавшаяся значительно больше запланированного «компенсация» (увеличение доли регионов в налогах на прибыль, на малый бизнес и доходах от акцизов на водку) за отмененный в 2004 г. налог с продаж привели к тому, что «богатые» регионы сумели свести к минимуму потери от реформы в 2004 г.

Таким образом, в 2004 г. «богатым» регионам не было большой нужды привлекать средства с рынка. Яркий пример: отказ выпускать облигации в этом

году нефтегазовых регионов — ХМАО и ЯНАО.

«Бедные» регионы так и не получили в 2004 г. больших выгод от начала реформы, поэтому говорить о существенном улучшении их кредитоспособности пока не приходится.

Что касается перспектив, то фактор реформы межбюджетных отношений и местного самоуправления будет постепенно усиливать свое влияние на рынок. В 2005 г. на фоне прогнозируемых высоких цен на нефть «богатые» регионы также не будут нуждаться в больших заимствованиях с рынка. Но настрой Минфина РФ выравнять регионы за счет перераспределения налоговых доходов может все-таки помочь последним улучшить свою кредитоспособность. При этом здесь, на наш взгляд, на первый план будет выходить психологический фактор — «бедные» регионы будут в силу «привычки» ожидать от федерального центра продолжения функционирования механизма выдачи дополнительных дотаций, субвенций, ссуд под низкие проценты и т. п., поэтому не станут стремиться к выходу на публичный рынок.

Только жесткое проведение реформы со стороны финансовых властей может покончить с таким «иждивенческим» подходом. Но для этого потребуются время. Поэтому в 2005 г., скорее всего, и среди «бедных» регионов будет немного новых игроков на рынке. При условии, что центр не поддастся давлению «богатых» регионов, которые недовольны нововведениями федерального центра, и не пойдет на поводу у «иждивенческих» настроений «бедных регионов, увидеть первые положительные (для рынка облигаций) стороны реформы можно будет только в 2006 г.

В 2005 г. рынок региональных облигаций продолжит свой рост, но он будет медленнее, чем в 2004 г. Связано это прежде всего с тем, что главный «локомотив» рынка — Москва планирует уменьшить объемы привлечения на рынке, и нетто-объем привлечений на 2005 г. планируется всего порядка 10 млрд руб. Таким образом, общий объем рынка облигаций Москвы может достигнуть к концу года 70–75 млрд руб. против нынешних 63 млрд руб. Достаточно скромные планы и у Северной столицы: на 2005 г. нетто-заимствования Санкт-Петербурга на рынке облигаций запланированы в объеме 3,5 млрд руб. Второе место по объемам рынка облигаций у Питера уже перехватила Московская область, и этот разрыв в 2005 г., видимо, только возрастет — дефицит бюджета области запла-

нирован на уровне 7 млрд руб., правда, не уточняется, какая его часть будет финансироваться с помощью облигаций. Что касается других регионов, то объем их нетто-заимствований вряд ли будет существенно превышать показатели 2004 г. и, вероятно, составит 20–25 млрд руб. В результате итоговый рост рынка муниципальных облигаций в 2005 г. может составить порядка 40–45 млрд руб., и к концу 2005 г. достигнуть 170–180 млрд руб.

## ПРОБЛЕМЫ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

На наш взгляд, главная сохраняющаяся проблема внутреннего рынка облигаций — дисбаланс структуры инвесторов и чрезмерное доминирование коммерческих банков. Особенно гипертрофированную структуру инвесторов имеет рынок государственных облигаций, где 2 госбанка и средства государственного пенсионного фонда занимают 84% рынка. В других секторах структура инвесторов более «рыночная», но там однозначно доминируют коммерческие банки.

В частности, объем вложений 200 крупнейших банков в муниципальные долговые обязательства составляет, по данным НАУФОР, 137,5 млрд руб., что даже превышает объем облигаций субъектов РФ (наверно, в рейтинг также включены не обращающиеся на рынке обязательства). По корпоративным облигациям объем вложений 200 банков, по тем же данным, составляет всего около 95 млрд руб., т. е. менее 50% рынка корпоративных облигаций. Однако многие банки используют для работы на рынке облигаций аффилированные компании, и в результате, по различным оценкам, на банки приходится порядка 70% внутреннего рынка облигаций.

При этом довольно часто говорят о растущей доле «институциональных инвесторов», к которым относятся паевые фонды (ПИФ), негосударственные пенсионные фонды (НПФ), страховые компании.

Действительно, активы ПИФов с начала 2003 г. выросли в 8 раз! На начало 2003 г. они составляли 13 млрд руб., а на конец октября, по данным сайта [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru) — 107 млрд руб. Рост более чем внушительный.

Но ПИФы ПИФам рознь. Очевидно, что на рынке облигаций представлены в основном деньги открытых ПИФов и отчасти интервальных. СЧА активов открытых фондов составляет сейчас, по данным [Investfunds.ru](http://Investfunds.ru), всего около 13 млрд руб. Естественно, далеко не вся эта сумма

идет на рынок облигаций. Специализированных фондов облигаций вообще очень много — 34 (их активы — 3,2 млрд руб.), активы смешанных фондов в основном держатся в акциях. Таким образом, несмотря на быстрый рост ПИФов, серьезного влияния на рынок облигаций они пока не оказывают.

Надежды на приход пенсионных денег по системе обязательного пенсионного обеспечения на финансовый рынок в целом тоже не оправдались. Итоги 2003 г. и 10 мес. 2004 г. по переводу пенсион-

ные частные лица не могут рассматриваться как значимая группа инвесторов на российском рынке облигаций, их доля не превышает 2–3%, а со вступлением в силу закона о страховании банковских вкладов она, скорее всего, еще уменьшится.

Таким образом, ситуация такова, что около 70–80% рынка облигаций контролируется банками. При наличии доминирующей группы инвесторов рынок становится излишне волатильным. Когда банки продают, покупать некому, когда же банки покупают, все растет очень быст-

## Главная сохраняющаяся проблема внутреннего рынка облигаций — дисбаланс структуры инвесторов и чрезмерное доминирование коммерческих банков.

ных средств в частные УК и НПФ оказались для рынка плачевными. Напомним, что в 2003 г. в частные управляющие компании перечислили свои средства около 700 тыс. человек, общая сумма их пенсионных накоплений — 1,6 млрд руб. В 2004 г. результаты прогнозировались более впечатляющими за счет подключения к реформе частных НПФ. Но, увы — общее количество заявлений, поданных застрахованными лицами за 10 мес. 2004 г., составило 375 тыс. (в частные управляющие компании — 119 тыс., в НПФ — 256 тыс.). Таким образом, рассчитывать на сколь-либо значительный прирост доли пенсионных денег на рынке пока не приходится.

Конечно, у пенсионных фондов есть резервы по добровольным пенсионным схемам на сумму около 100 млрд руб. Но и из этих денег до рынка облигаций доходит не так много. Почти половина этой суммы (47 млрд руб.) приходится на газпромковский Газфонд, у которого в корпоративные облигации вложено 1,8%, т. е. порядка 850 млн руб. Другие крупные НПФ тоже являются «кэптивными» (созданы при какой-то крупной компании), и вкладываются прежде всего в бумаги своих учредителей. Активы «рыночных» фондов не так уж велики, и НПФы пока не могут составить банкам какой-либо серьезный противовес на рынке облигаций.

Активы страховых компаний тоже значительно выросли и достигли порядка 300 млрд руб. Но если учесть, что корпоративные облигации составляют очень небольшую долю в резервах страховщиков, то и эта группа инвесторов явно не задает тон на рынке...

ро. Именно поэтому банковский кризис 2004 г. и оказал такое влияние на рынок облигаций. Как только у банков начались проблемы, первичные размещения практически прекратились, когда кризис кончился — размещения снова активизировались. Будет ли такое положение сохраняться до следующего банковского кризиса?

На наш взгляд, основные проблемы внутреннего российского рынка облигаций — короткий срок заимствований и низкая ликвидность — проистекают именно из структуры инвесторов. И пока в этом направлении не произойдут существенные сдвиги, ждать качественного прорыва на рынке облигаций, видимо, не приходится. Ситуация, безусловно, будет меняться в лучшую сторону, но эти сдвиги, скорее всего, будут идти довольно медленно.

Наши прогнозы относительно развития различных сегментов российского рынка облигаций в перспективе до конца 2005 г. представлены в табл. 5. ■