

**Владимир Лагунов**

Начальник Управления корпоративных действий и взаимодействия с эмитентами НДЦ, канд. экон. наук

**Александр Морозов**

Начальник отдела корпоративных действий и информации НДЦ

## АНАЛИЗ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ, СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2007 ГОДУ

Год 2007-й можно назвать годом «затруднений» в развитии рынка корпоративных облигаций (КО) и региональных облигаций (РО) по сравнению с 2005–2006 гг., в которые наблюдалось удвоение показателей рынка КО и РО, в том числе по объемам размещения. При этом объемы находящихся в обращении КО и РО, рост и достижение в 2007 г. рекордных значений объемов их биржевого обращения свидетельствуют о том, что итоги прошедшего года не так уж и плохи.

### ОБЗОР РЫНКА

На 31 декабря 2007 г. в НДЦ, как уполномоченном депозитарии, находилось на обслуживании 725 выпусков КО и РО (со сроком погашения после 31 декабря 2007 г.) 520 эмитентов общей номинальной стоимостью 1566 млрд руб. (часть этого объема облигаций будет размещена после 31 декабря 2007 г.):

- 118 выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций 57 эмитентов общей номинальной стоимостью 323 млрд руб.;

- 607 выпусков корпоративных облигаций 463 эмитентов общей номинальной стоимостью 1243 млрд руб.

За 2007 г. объем КО увеличился с 901 млрд руб. (на 1 января 2007 г.) до 1243 млрд руб. (рост составил 38% против

88% в 2006 г.), а объем РО — с 301 млрд до 323 млрд руб. (рост — 7% против 41% в 2006 г.).

С проблемой снижения темпа прироста объема размещаемых КО и РО рынок столкнулся уже в I кв. 2007 г. — объем размещений за квартал был незначителен и составил всего 114,5 млрд руб. Хотя и здесь были свои достижения: в I кв. 2007 г. Москва провела операции по об-



мену облигаций выпусков, погашаемых в 2007–2008 гг., на облигации выпусков, погашаемых в 2009–2015 гг., — столица разместила облигации на 20,5 млрд руб. и откупила облигации на 21,2 млрд руб.

За первое полугодие 2007 г. НДЦ принял на хранение глобальные сертификаты РО на 32,3 млрд руб., а КО — на 325,21 млрд руб., и во II кв. 2007 г. был создан хороший задел, чтобы по итогам года превзойти объемы размещений КО и РО в 2006 г. (рис. 1). Однако приближение кризиса ликвидности, наступившего в августе–сентябре 2007 г., сказалось на объеме размещений уже в июле, когда было начато размещение КО и РО на 60 млрд руб., и в августе прошло размещение облигаций только на 12 млрд руб. Сентябрь и вовсе был не богат на размещения — было осуществлено 2 размещения КО общим объемом 3,5 млрд руб. В октябре–декабре 2007 г. ситуация немного изменилась к лучшему: в этот период было начато размещение выпусков КО и РО почти на 134 млрд руб., но этот показатель оказался значительно ниже объемов размещений КО и РО в IV кв. 2006 г. Как результат, в 2007 г. объем выпусков размещаемых КО и РО был меньше, чем в 2006 г. (см. рис. 1), когда объем принятых НДЦ за год глобальных сертификатов выпусков КО и РО составил почти 610 млрд руб.

За январь–декабрь 2007 г. НДЦ принял на обязательное централизованное хранение глобальные сертификаты КО и РО (с датой начала размещения в указанный период) на 532 млрд руб., из которых 470 млрд руб. приходится на КО, а 62 млрд руб. — на РО.

При этом первые 3 квартала 2007 г. объем суммарного биржевого и внебиржевого оборота КО и РО постоянно увеличивался и достиг рекордных значений: в III кв. 2007 г. он составил 3998 млрд руб./квартал. Только в IV кв. 2007 г. наблюдалось незначительное снижение объема суммарного биржевого и внебиржевого оборота КО и РО до 3980 млрд руб. В целом же за 2007 г. суммарный биржевой и внебиржевой оборот КО и РО вырос по сравнению с 2006 г. на 129%, т. е. почти в 2,3 раза, достигнув 13 455 млрд руб./год.

В 2007 г. суммарный биржевой и внебиржевой оборот РО увеличился почти в 2 раза по сравнению с 2006 г. — с 1433 млрд до 2663 млрд руб./год (рост — 96%). Прежде всего это произошло за счет роста объема биржевого оборота РО — в 2007 г. он составил 2551 млрд руб./год против 1298 млрд руб./год в 2006 г. (рост — 97%).

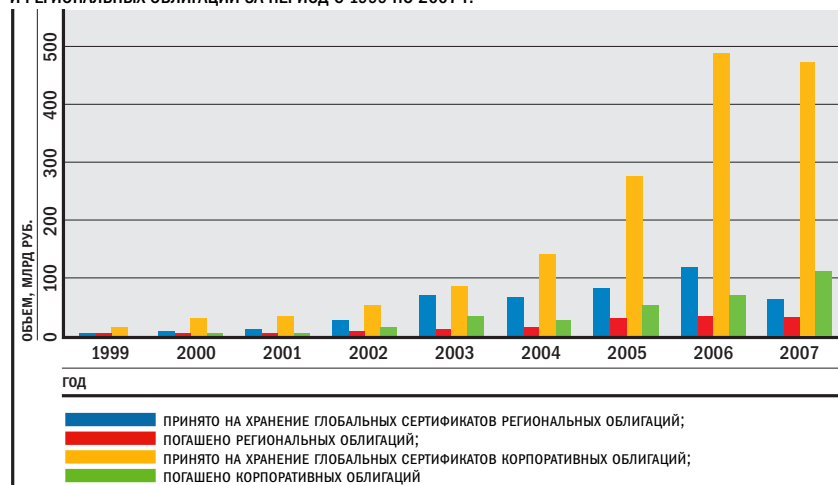
В IV кв. 2007 г. был достигнут исторический максимум суммарного биржевого

и внебиржевого оборота и в сегменте КО (3341 млрд руб./квартал), преимущественно за счет роста объемов биржевого оборота КО — с прежнего уровня исторического максимума в 2978 млрд руб. в III кв. 2007 г. до 3026 млрд руб. в IV кв. 2007 г. И хотя в IV кв. 2007 г. был достигнут исторический максимум квартального внебиржевого оборота КО — 315 млрд руб., темпы роста внебиржевого оборота КО в 2007 г. были ниже темпов роста биржевого оборота КО, и в целом доля внебиржевого оборота КО снизилась с 15,2%

новых эмитентов на сумму почти 219 млрд руб. Из общего объема РО на 323 млрд руб. (на 1 января 2008 г.) в обращении находились облигации субфедеральных и муниципальных эмитентов на сумму примерно 209 млрд руб.

Для анализа темпов роста рынка КО и РО важно не только знать динамику развития рынка по сумме объемов КО и РО, но и отдельно рассмотреть темпы развития в этот период биржевого и внебиржевого рынка КО и РО. Приведенные в настоящей статье данные рассчитаны

**Рисунок 1. ГОДОВЫЕ ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩАЕМЫХ И ПОГАШЕННЫХ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА ПЕРИОД С 1999 ПО 2007 Г.\***



\* Данные по глобальным сертификатам выпусков облигаций на хранении в НДЦ.

в 2006 г. до 8,9% в суммарном объеме биржевого и внебиржевого оборота КО в 2007 г.

На рис. 1 представлены годовые объемы размещаемых и погашенных выпусков КО и РО в 1999–2007 г. Стоимость выпущенных РО приведена в соответствии с указанными в глобальных сертификатах объемами выпусков РО. Часть объема некоторых выпусков РО учитывается на эмиссионных счетах депо эмитентов в НДЦ, т. е. или часть объемов выпусков еще только будет размещаться эмитентами, или часть объемов размещенных выпусков РО выкуплена эмитентами и владельцами облигаций, например Москвой по ряду ее выпусков. В частности, на конец декабря 2007 г. в НДЦ на хранении находились глобальные сертификаты облигаций Москвы на 164 млрд руб. Однако фактически на конец декабря 2007 г. объем находящихся в обращении облигаций Москвы составлял 55,2 млрд руб., остальной объем облигаций столицы учитывался на эмиссионном счете депо. Таким образом, без облигаций Москвы, учитываемых на эмиссионном счете депо, из РО на сумму 300 млрд руб. (на 1 января 2007 г.) в обращении находились облигации субфедеральных и муниципаль-

на основе информации по объемам биржевого и внебиржевого оборота КО, субфедеральных и муниципальных облигаций (РО), которая ежемесячно публикуется в бюллетене «Сделки на рынке негосударственных облигационных займов», выпускаемом НДЦ совместно с ЗАО ММВБ. Выпуски КО и РО, информация по которым включена в данный бюллетень, приняты на обслуживание в НДЦ, осуществляющем их обязательное централизованное хранение, и торгуются на ФБ ММВБ. Сделки РЕПО включены как в биржевые, так и во внебиржевые операции. Информация по внебиржевым сделкам в бюллетень предоставлена НДЦ, при этом под внебиржевой сделкой понимается исполненный НДЦ внутридепозитарный перевод между счетами депо депонентов НДЦ. Публикуемые в бюллетене и использованные при написании этой статьи показатели биржевого и внебиржевого оборота рассчитываются по номиналу облигаций.

## КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

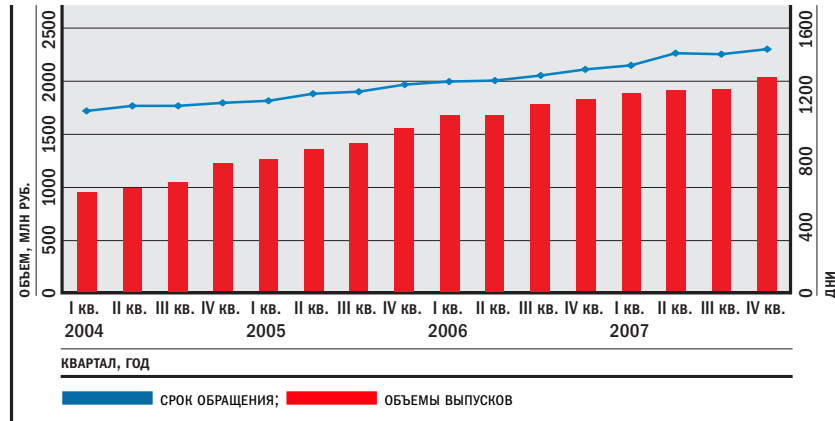
Анализ по срокам обращения 607 выпусков КО общим объемом 1243,06 млрд руб. с датой погашения после 31 декабря



Таблица 1. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 31 ДЕКАБРЯ 2007 Г.

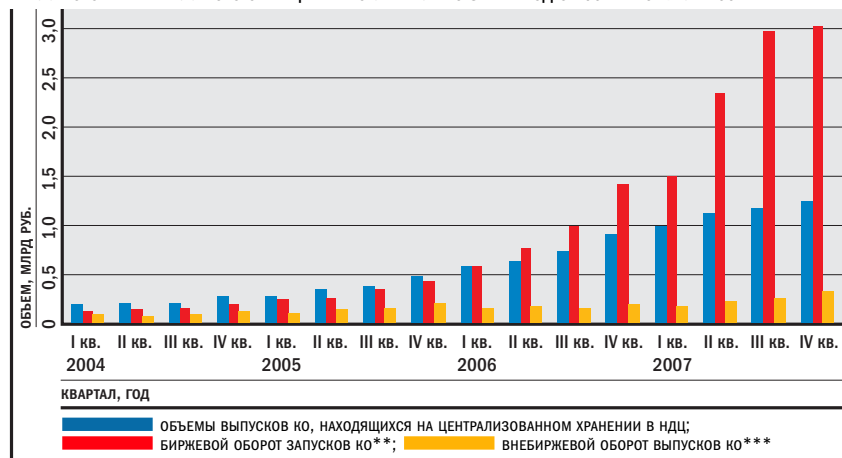
Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков корпоративных облигаций		Средние значения на один выпуск корпоративных облигаций	
	Количество выпусков в группе, шт. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Общий объем выпусков в группе, млн руб. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Объем выпуска, млн руб.	Срок обращения, дней
До 1 года	0 (0)	0 (0)	0	0
От 1 до 2 лет	24 (4)	22 125 (2)	922	699
От 2 до 3 лет	263 (44)	359 832 (29)	1 368	1 086
От 3 до 5 лет	259 (42)	630 006 (50)	2 432	1 576
Более 5 лет	61 (10)	231 094 (19)	3 788	3 179
<b>Итого</b>	<b>607 (100)</b>	<b>1 243 057 (100)</b>	<b>2 048</b>	<b>1 490</b>

Рисунок 2. УСРЕДНЕННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СРОКОВ ОБРАЩЕНИЯ И ОБЪЕМОВ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, НАХОДЯЩИХСЯ НА ЦЕНТРАЛИЗОВАННОМ ХРАНЕНИИ В НДС\*



\* При составлении графика использовались данные по выпускам корпоративных облигаций по состоянию на последний день квартала и с датой погашения после этого календарного дня.

Рисунок 3. СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОБЪЕМОВ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ИХ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБРАЩЕНИЯ ПОКВАРТАЛЬНО ЗА ПЕРИОД С 2004 Г. ПО IV КВ. 2007 Г.\*



\* При составлении графика использовались данные НДС по состоянию на последний день квартала и с датой погашения выпусков КО после этого календарного дня.

\*\* По данным ММВБ (2004 г.) и ФБ ММВБ (2005–2006 гг.).

\*\*\* По данным НДС.

2007 г. (табл. 1), показывает, что по состоянию на 1 января 2008 г. на рынке КО преобладают выпуски облигаций со сроком обращения от 2 до 3 лет — на них приходится 44% по количеству выпусков и 29% по объему выпусков по номиналу. По этой группе облигаций средний объем выпуска равен 1,368 млрд руб., а средний срок обращения — 1086 дней (примерно 3 года).

По объему выпуска преобладают КО со сроком обращения от 3 до 5 лет — на эту группу КО приходится 50% по данному показателю (средний объем выпуска — 2,432 млрд руб. по номиналу) и 42% по количеству выпусков, а средний срок обращения — 1576 дней (примерно 4,3 года).

На рис. 2 представлено изменение средних сроков обращения и объемов вы-

пуска КО с I кв. 2004 г. по IV кв. 2007 г. Как видно на рисунке, за этот период средний объем выпуска КО увеличился на 114% — с 957 млн до 2048 млн руб., средний срок обращения выпуска КО — почти на 34% — с 1111 до 1490 дней. При этом почти каждый квартал в рассматриваемом периоде отмечался рост этих показателей (см. рис. 2, табл. 1 и 2), за исключением III кв. 2007 г. — за квартал средний срок уменьшился с 1461 до 1458 дней.

Как видно на рис. 3, в каждом квартале 2004–2005 гг. объем выпусков КО, находящихся в обращении на конец квартала, превышал объем их биржевого оборота за квартал, а внебиржевой оборот был по своим объемам вполне сопоставим с биржевым оборотом КО и составлял от 50 до 80% от биржевого оборота. В I кв. 2006 г. впервые биржевой оборот корпоративных облигаций за квартал (582 млрд руб.) сравнялся и даже немного превысил объем КО, находящихся в обращении на конец квартала (574 млрд руб.), а во II–IV кв. 2006 г. объемы биржевого оборота за квартал превысили объем КО, находящихся в обращении на конец квартала: на 24% во II кв., на 35% в III кв., на 57% в IV кв. Можно сказать, что коэффициент оборачиваемости КО по биржевым сделкам с I кв. 2006 г. превысил значение 1,0 (млрд руб./квартал биржевого оборота КО)/ (млрд руб. КО, находящихся в обращении на конец квартала). В 2007 г. ежеквартально его значение увеличивалось, достигнув по итогам III кв. уровня в 2,5, т. е. объем биржевого оборота КО в 2,5 раза превысил за квартал объем КО, находящихся в обращении на конец квартала, и достиг исторического максимума — 2978 млрд руб./квартал. По итогам IV кв. объем биржевого оборота увеличился незначительно — до 3026 млрд руб./квартал, однако темп роста биржевого оборота КО в IV кв. оказался немного ниже прироста объемов размещенных КО. В результате коэффициент оборачиваемости КО по биржевым сделкам



в IV кв. снизился до 2,4 по сравнению с 2,5 в III кв. 2007 г.

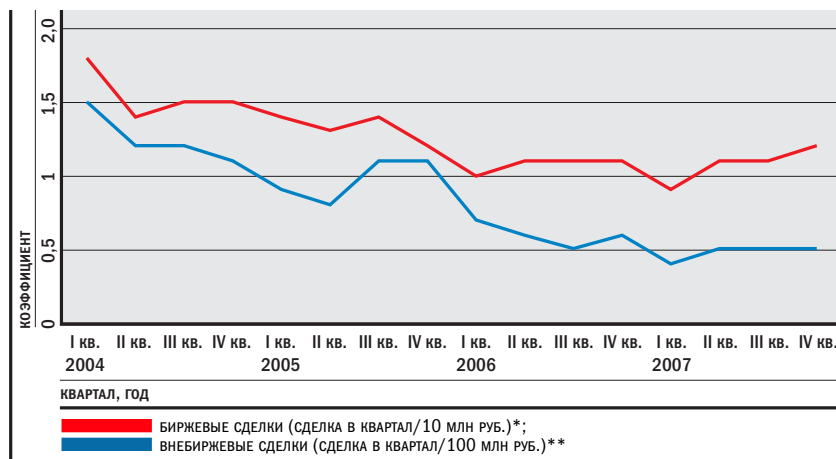
В целом в 2007 г. объем биржевого оборота КО составил рекордные 9831 млрд руб. против 3756 млрд руб. в 2006 г. (увеличение за год почти на 162%), а объем внебиржевого оборота КО достиг рекордных 961 млрд руб. по сравнению с 675 млрд руб. в 2006 г. (рост за год почти на 42%).

Доля биржевого РЕПО с КО в 2007 г. ежемесячно увеличивалась как по объемам (в миллиардах рублей), так и по количеству сделок, и по итогам года составила 73% от общего объема их биржевого оборота в стоимостном выражении и 32,6% по количеству сделок биржевого оборота КО.

По внебиржевому обороту КО в течение 16 кварталов рассматриваемого периода (см. рис. 3) наблюдалось снижение коэффициента оборачиваемости КО: в 2004 г. он составлял 0,4–0,5 (млрд руб./квартал)/млрд руб., в 2005 г. – 0,4, в I и II кв. 2006 г. – 0,3, в III–IV кв. 2006 г. и в I–IV кв. 2007 г. – 0,2 млрд руб./квартал на 1 млрд руб. глобальных сертификатов КО, находящихся в обращении.

Сравнивая итоги 2006 и 2007 гг. по объемам биржевого и внебиржевого оборотов КО, необходимо отметить, что объем внебиржевого оборота КО в первых трех кварталах 2006 г. был почти неизменен и составлял 159–169 млрд руб./квартал, и лишь в IV кв. наблюдался рост до уровня 187 млрд руб./квартал. По итогам I кв. 2007 г., в котором было меньше рабочих дней по сравнению с IV кв. 2006 г., объем внебиржевого оборота КО уменьшился до 177 млрд руб./квартал. При этом все четыре квартала 2006 г. снижалась доля внебиржевого оборота КО в суммарном объеме биржевого и внебиржевого оборота КО за квартал, и в I кв. 2007 г. эта тенденция сохранилась – доля внебиржевого оборота КО уменьшилась до 10,6% в суммарном объеме биржевого и внебиржевого оборота КО за квартал. И хотя в IV кв. 2007 г. был достигнут исторический максимум квар-

**Рисунок 4. СООТНОШЕНИЕ КОЛИЧЕСТВА БИРЖЕВЫХ И ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ОБЪЕМАМИ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (В МЛН РУБ.), НАХОДЯЩИХСЯ НА ХРАНЕНИИ В НДЦ С 2004 Г. ПО IV КВ. 2007 Г.**



\* Количество сделок биржевого оборота КО за квартал по отношению к 10 млн руб. глобальных сертификатов КО, находящихся в обращении на конец квартала (сделка за квартал/10 млн руб.).

\*\* Количество сделок внебиржевого оборота КО за квартал по отношению к 100 млн руб. глобальных сертификатов КО, находящихся в обращении на конец квартала (сделка за квартал/100 млн руб.).

тального внебиржевого оборота КО – 315 млрд руб., темпы роста внебиржевого оборота КО в 2007 г. были ниже темпов роста биржевого оборота КО, и в целом доля внебиржевого оборота КО, в суммарном объеме биржевого и внебиржевого оборота КО за год.

По итогам I кв. 2007 г., в котором было меньше рабочих дней по сравнению с IV кв. 2006 г., количество сделок с КО уменьшилось и в биржевом (до 91 257 сделок/квартал), и внебиржевом (до 4224 сделок/квартал) сегментах рынка. Однако успешный по объемам размещений II кв. 2007 г. установил новые значения максимумов биржевого и внебиржевого оборота КО по количеству сделок: 123 тыс. и 5,6 тыс. сделок/квартал соответственно. Однако в менее насыщенном по объемам размещений III кв. 2007 г. были установлены новые квартальные максимумы биржевого и внебиржевого оборота КО по количеству сделок: 135 тыс. и 5,77 тыс. сделок/квартал соответственно. В IV кв. 2007 г. высокий темп роста количества биржевых сделок

продолжился, и был достигнут новый максимум – 144 940 сделок/квартал, а по количеству внебиржевых сделок их количество снизилось до 5,6 тыс. сделок/квартал.

При этом количество сделок, приходящихся на биржевом рынке КО на 10 млн руб. глобальных сертификатов и на внебиржевом рынке на 100 млн руб. сертификатов КО, находящихся в обращении на конец квартала, уменьшилось в 2005 г. по сравнению с 2004 г., а в 2006 г. – по сравнению с 2005 г. (рис. 4); в 2007 г. эта тенденция сохранилась – рост наблюдался только во II кв. 2007 г.:

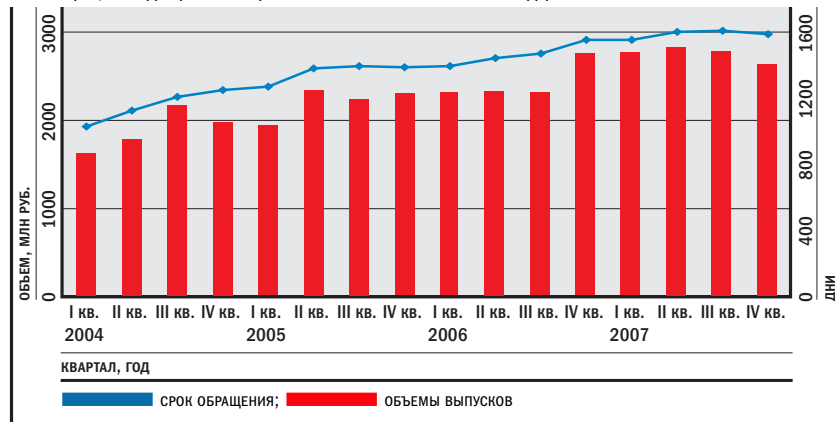
- на биржевом рынке КО – с 1,8 (I кв. 2004 г.) до 1,2 (IV кв. 2005 г.) сделки за квартал, приходящихся на 10 млн руб. глобальных сертификатов КО. В I кв. 2006 г. снижение продолжилось и достигло 1,0 сделки/квартал; в II и IV кв. 2006 г. количество сделок за квартал, приходящихся на 10 млн руб. глобальных сертификатов КО, составляло 1,1 сделки. По итогам I кв. 2007 г. снижение продолжилось и достигло уровня в 0,9 сделки/квартал, но во II кв. 2007 г. значение коэффициента увеличилось до 1,1

**Таблица 2. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 31 ДЕКАБРЯ 2007 Г.**

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков региональных облигаций		Средние значения на один выпуск региональных облигаций	
	Количество выпусков в группе, шт. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Общий объем выпусков в группе, млн руб. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Объем выпуска, млн руб.	Срок обращения, дней
До 1 года	0 (0)	0 (0)	0	0
От 1 до 2 лет	7 (6)	5 810 (2)	830	573
От 2 до 3 лет	25 (21)	18 100 (6)	724	1 047
От 3 до 5 лет	58 (49)	123 290 (38)	2 126	1 485
Более 5 лет	28 (24)	175 821 (54)	6 279	2 544
<b>Итого</b>	<b>118 (100)</b>	<b>323 021 (100)</b>	<b>2 737</b>	<b>1 589</b>

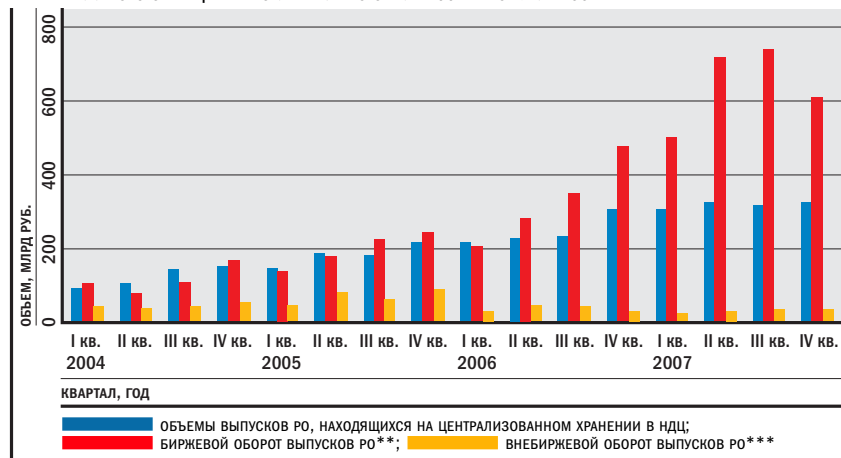


**Рисунок 5. УСРЕДНЕННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СРОКОВ ОБРАЩЕНИЯ И ОБЪЕМОВ ВЫПУСКОВ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, НАХОДЯЩИХСЯ НА ЦЕНТРАЛИЗОВАННОМ ХРАНЕНИИ В НДЦ\***



\* При составлении графика использовались данные по выпускам региональных облигаций по состоянию на последний день квартала и с датой погашения после этого календарного дня.

**Рисунок 6. СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОБЪЕМОВ ВЫПУСКОВ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ИХ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБРАЩЕНИЯ ПОКВАРТАЛЬНО С I кв. 2004 г. ПО IV кв. 2007 г.\***



\* При составлении графика использовались данные НДЦ по состоянию на последний день квартала и с датой погашения выпусков РО после этого календарного дня.

\*\* По данным ММВБ (2004 г.) и ФБ ММВБ (2005–2007 гг.).

\*\*\* По данным НДЦ.

и по итогам III кв. не изменилось. По итогам IV кв. 2007 г. количество сделок за квартал, приходящихся на 10 млн руб. глобальных сертификатов КО, немного увеличилось и составляло 1,2 сделки;

- на внебиржевом рынке КО количество сделок, приходящихся на 100 млн руб. глобальных сертификатов КО, с I по IV кв. 2004 г. снизилось с 1,5 до 1,1 сделки; в I–II кв. 2005 г. было заключено 0,8–0,9 сделки, а в III–IV кв. 2005 г. — 1,1 сделки. Однако в I кв. 2006 г. произошло снижение — до 0,7 сделки/квартал, во II–III кв. 2006 г. снижение достигло уровня 0,5 сделки, а в IV кв. произошло повышение до уровня 0,6 сделки/квартал. По итогам I кв. 2007 г. снижение продолжилось и достигло 0,4 сделки/квартал, но по итогам успешного по объемам размещений КО II кв. 2007 г. количество сделок, приходящихся на 100 млн руб. глобальных сертификатов КО, увеличилось до 0,5 сделки/квартал и по итогам III и IV кв. не изменилось.

## РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Анализ по срокам обращения 118 выпусков РО общим объемом 323,02 млрд руб. с датой погашения после 31 декабря 2007 г. показывает, что по состоянию на 1 января 2008 г. среди обращающихся РО преобладают выпуски со сроком обращения облигаций от 3 до 5 лет — на них приходится 49% по количеству выпусков и 38% по объему выпусков по номиналу (табл. 2). По данной группе облигаций средний объем выпуска составляет 2,126 млрд руб., а средний срок обращения — 1485 дней (примерно 4,1 года).

По объему выпуска преобладают РО со сроком обращения более 5 лет — на них приходится 54% по данному показателю (средний объем выпуска — 6,279 млрд руб. по номиналу) и 24% по количеству выпусков, а средний срок обращения — 2544 дня (около 7 лет).

Изменение средних сроков обращения и объемов выпуска РО в I кв. 2004 г. —

IV кв. 2007 г. представлено на рис. 5. За этот период средний объем выпуска облигаций увеличился на 62% — с 1692 млн до 2737 млн руб., а средний срок обращения выпуска облигаций — почти на 55% — с 1026 до 1589 дней. Максимальное значение среднего объема выпуска РО в 2948 млн руб. наблюдалось во II кв. 2007 г., а среднего срока обращения в 1614 дней — в III кв. 2007 г.

Если за период с I кв. 2004 г. по IV кв. 2007 г. объем КО, находящихся в обращении, увеличился почти в 6,9 раза — со 181 млрд до 1243 млрд руб., а объем их биржевого оборота за квартал возрос в 36 раз — с 85 млрд до 3026 млрд руб./квартал, то на рынке РО темпы роста в этот период были ниже (рис. 6): объем РО, глобальные сертификаты которых находятся на хранении в НДЦ, увеличился в 3,6 раза — с 90 млрд руб. на конец I кв. 2004 г. до 323 млрд руб. на конец IV кв. 2007 г. Как уже было отмечено, из-за значительных объемов облигаций Москвы, учитываемых на эмиссионном счете депо, на конец I кв. 2007 г. фактически в обращении находились РО на 219 млрд руб., а на конец IV кв. — около 209 млрд руб. При этом биржевой квартальный оборот РО за этот же период (16 кварталов) вырос в 6 раз — со 100 млрд до 604 млрд руб./квартал в IV кв. 2007 г., а в III кв. был достигнут максимум в 739 млрд руб./квартал.

Как видно на рис. 6, коэффициент оборачиваемости РО по биржевым сделкам в I кв. 2004 г. превысил значение 1,0 (млрд руб./квартал биржевого оборота РО)/(млрд руб. РО, находящихся в обращении на конец квартала). Во II–IV кв. 2006 г. наблюдался постоянный поквартальный рост значений коэффициента оборачиваемости РО по биржевым сделкам, и в IV кв. 2006 г. он достиг уровня в 1,6 — максимальное значение коэффициента оборачиваемости КО за 2004–2006 гг.; в I кв. 2007 г. значение коэффициента не изменилось. Во II и III кв. 2007 г. произошло увеличение коэффициента до уровня в 2,4, а в IV кв. 2007 г. — уменьшение до 1,9. Если не брать во внимание облигации Москвы, учитываемые на эмиссионном счете в НДЦ, т. е. не находящиеся в обращении, то коэффициент оборачиваемости РО в IV кв. 2006 г. и в I кв. 2007 г. был бы равен 2,1 (млрд руб./квартал)/млрд руб., а по итогам III кв. 2007 г. без учета облигаций Москвы на эмиссионном счете депо он составлял рекордные 3,7, понизившись в IV кв. до 2,9.

В целом за 2007 г. биржевой оборот РО составил 2551 млрд руб./год против 1298 млрд руб./год за 2006 г. (рост — 96%).



Необходимо отметить, что РО на биржевом рынке являются признанным инструментом биржевого РЕПО. В частности, в IV кв. 2006 г. доля биржевого РЕПО по РО составила 70% всего их биржевого оборота в стоимостном выражении (но только 30% по количеству сделок биржевого оборота РО). По итогам 2007 г. доля биржевого РЕПО с РО увеличилась до 80,4% всего их биржевого оборота в стоимостном выражении и составила 46% по количеству сделок биржевого оборота РО.

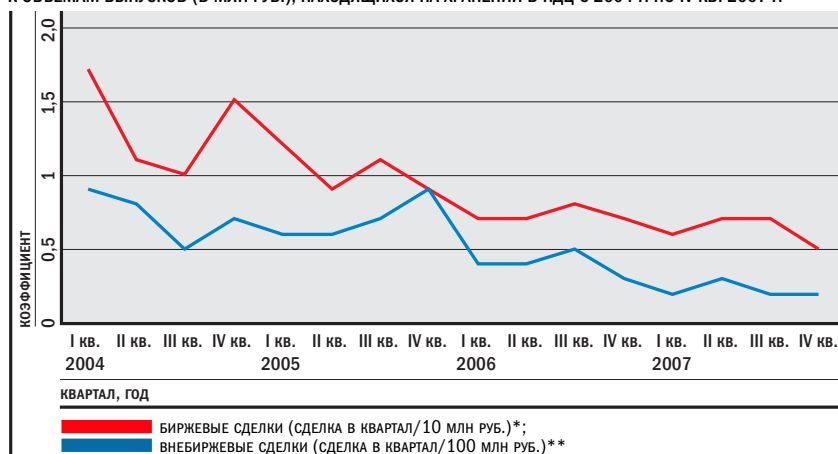
Количество сделок биржевого оборота РО в этот период (16 кварталов) колебалось в пределах от 11 тыс. до 22 тыс. сделок/квартал (средний уровень – 15 тыс. сделок/квартал). По итогам II кв. 2007 г. был достигнут исторический максимум – 23 628 сделок биржевого оборота РО за квартал. По итогам III кв. произошло небольшое снижение до уровня в 23 394 сделки/квартал. В IV кв. их количество уменьшилось до 16 918 сделок/квартал.

На внебиржевом рынке РО максимум оборота в 87 млрд руб./квартал был достигнут в IV кв. 2005 г. В I кв. 2007 г. внебиржевой оборот РО имел минимальное значение – 21,2 млрд руб./квартал, а во II–IV кв. 2007 г. он постоянно увеличивался и в IV кв. достиг 33 млрд руб./квартал (см. рис. 6). По сравнению с 2006 г. внебиржевой оборот РО снизился в 2007 г. и составил 112 млрд руб./год, или 83% от уровня 2006 г. (135 млрд руб./год).

На внебиржевом рынке коэффициент оборачиваемости РО в I–III кв. 2006 г. составлял 0,15–0,2 (млрд руб./квартал)/млрд руб. В IV кв. 2006 г. коэффициент оборачиваемости РО на внебиржевом рынке уменьшился до 0,09 (млрд руб./квартал)/млрд руб. – минимальное значение за рассматриваемый период. В I кв. 2007 г. также произошло снижение значения коэффициента оборачиваемости – 0,07 (млрд руб./квартал)/млрд руб. Во II кв. 2007 г. его значение несколько выросло до уровня в 0,09 и в III–IV кв. практически не изменилось. Без учета облигаций Москвы, находящихся на эмиссионном счете депо в НДЦ, коэффициент оборачиваемости РО в IV кв. 2006 г. и I кв. 2007 г. был бы равен 0,11 (млрд руб./квартал)/млрд руб., а по итогам IV кв. 2007 г. – 0,16 (млрд руб./квартал внебиржевого оборота РО)/(млрд руб. РО, находящихся в обращении на конец квартала).

Количество сделок на внебиржевом рынке РО в 2004–2006 гг. составило от 700 до 1200 сделок/квартал, достигнув в I кв. 2007 г. минимума в 535 сделок/квартал и увеличившись во II кв. 2007 г.

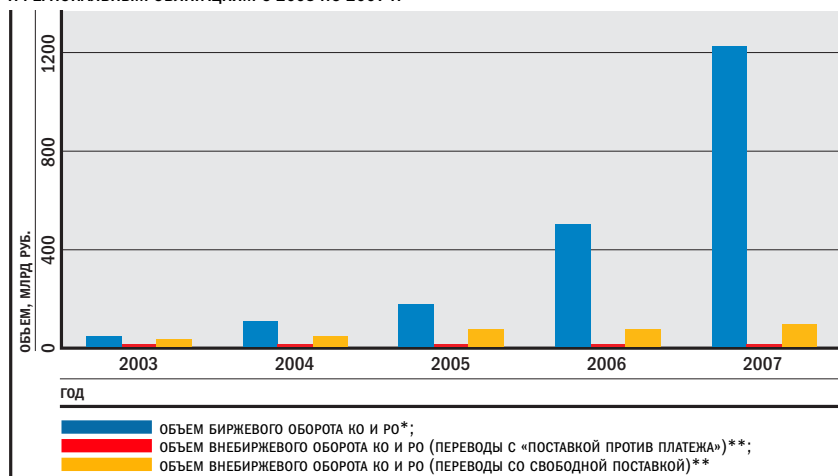
**Рисунок 7. СООТНОШЕНИЕ КОЛИЧЕСТВА БИРЖЕВЫХ И ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ К ОБЪЕМАМ ВЫПУСКОВ (В МЛН РУБ.), НАХОДЯЩИХСЯ НА ХРАНЕНИИ В НДЦ С 2004 Г. ПО IV КВ. 2007 Г.**



\* Количество сделок биржевого оборота КО за квартал по отношению к 10 млн руб. глобальных сертификатов КО, находящихся в обращении на конец квартала (сделка за квартал/10 млн руб.).

\*\* Количество сделок внебиржевого оборота КО за квартал по отношению к 100 млн руб. глобальных сертификатов КО, находящихся в обращении на конец квартала (сделка за квартал/100 млн руб.).

**Рисунок 8. ДИНАМИКА ОБЪЕМОВ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБОРОТОВ, СУММАРНО ПО КОРПОРАТИВНЫМ И РЕГИОНАЛЬНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ С 2003 ПО 2007 Г.**



\* По данным ММВБ (2003–2004 гг.) и ФБ ММВБ (2005–2007 гг.).

\*\* По данным НДЦ.

до 821 сделки/квартал. По итогам III кв. их количество снизилось до 695 сделок/квартал, а IV кв. – до 664 сделок/квартал.

Динамика изменения количества сделок, приходящихся на 10 млн руб. глобальных сертификатов на биржевом рынке РО и на 100 млн руб. сертификатов РО на внебиржевом рынке, снижается (рис. 7):

- на биржевом рынке РО в I–III кв. 2006 г. количество сделок, приходящихся на 10 млн руб. глобальных сертификатов РО, составляло 0,7–0,8, в IV кв. 2006 г. – 0,7; в I кв. 2007 г. – 0,6. Во II кв. 2007 г. произошло увеличение коэффициента до 0,7, значение которого не изменилось по итогам III кв. В IV кв. значение коэффициента снова уменьшилось и составило 0,5;

- на внебиржевом рынке РО в I–II кв. 2006 г. количество сделок, приходящихся на 100 млн руб. глобальных сертификатов

РО, составляло 0,4, в III кв. повысилось до уровня 0,5 сделки/квартал, а в IV кв. уменьшилось до 0,3. В I кв. 2007 г. произошло снижение до уровня 0,2, а во II кв. количество сделок за квартал увеличилось до 0,3 и вернулось по итогам III кв. к уровню 0,2; данное значение не изменилось и в IV кв.

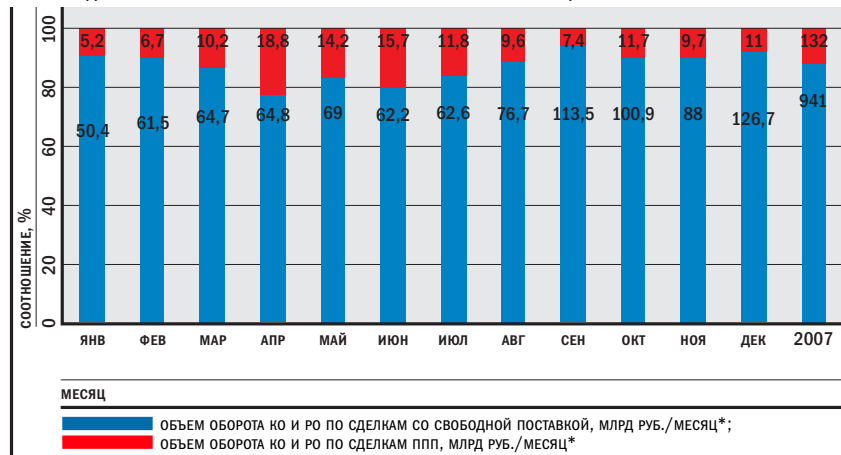
По структуре внебиржевого оборота (по объему в млрд руб./год) РО по итогам 2007 г. 87,5% приходилось на переводы со сводной поставкой, а на «поставки против платежа» (ППП) – 12,5%. По количеству сделок внебиржевого оборота РО 92,4% приходилось на переводы со сводной поставкой и 7,6% – на ППП.

## БИРЖЕВОЙ И ВНЕБИРЖЕВОЙ ОБОРОТ КО И РО

По итогам I кв. 2007 г. суммарный объем биржевого оборота КО и РО

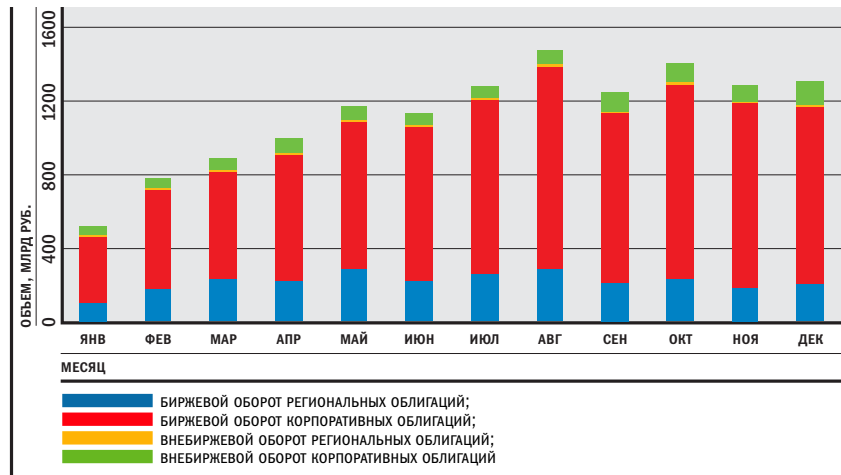


**Рисунок 9. СООТНОШЕНИЕ ВНЕБИРЖЕВЫХ ОБЪЕМОВ ОБОРОТОВ ПО СДЕЛКАМ С ППП И СДЕЛКАМ СО СВОБОДНОЙ ПОСТАВКОЙ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2007 Г.**



\* По данным НДЦ.

**Рисунок 10. ОБЪЕМ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБОРОТА КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2007 Г.**



(1985 млрд руб.) превысил объем их биржевого оборота за 2005 г., а по итогам первого полугодия 2007 г. он почти сравнялся с уровнем их биржевого оборота за 2006 г. (5035 млрд и 5054 млрд руб. соответственно). За январь—декабрь 2007 г. объем биржевого оборота КО и РО составил 12 382 млрд руб., а объем внебиржевого оборота КО и РО — почти 1073 млрд руб., в том числе 132 млрд руб. — объем «поставки против платежа» (12,3% внебиржевого суммарного оборота КО и РО) и 941 млрд руб. — объем переводов со свободной поставкой (рис. 8).

Структура внебиржевого оборота (в млрд руб./месяц) как по КО, так и по РО, имеет практически равные значения по долям, приходящимся на переводы со сводной поставкой и на «поставки против платежа». По итогам 2007 г. соотношение составило 87,7% (свободная поставка) и 12,3% (ППП) (рис. 9). Близкие значения наблюдаются в структуре внебиржевого оборота по количеству сделок (сделка/месяц): суммарно по сделкам с КО и РО за 12 месяцев 2007 г. доля сде-

лок с ППП составила 12,6%, а доля сделок со свободной поставкой — 87,4%. Доля количества сделок на условиях ППП за 2007 г. по КО была равна 13,3%, а по РО — 7,6%. При этом в 2007 г. наибольшие доли сделок на условиях ППП приходились, как правило, на месяцы, когда наблюдались значительные для 2007 г. объемы размещений облигаций и одновременно рекордные объемы биржевого и внебиржевого оборотов с ними.

В мае 2007 г. суммарный биржевой и внебиржевой оборот КО и РО (рис. 10) впервые достиг и превысил 1 трлн руб./месяц, составив 1170 млрд руб./месяц. В июне наблюдалось незначительное снижение, а в июле и августе продолжился уверенный рост суммарного объема биржевого и внебиржевого оборота КО и РО: в августе 2007 г. он достиг нового исторического максимума в 1472,6 млрд руб. В сентябре—декабре 2007 г. суммарный объем биржевого и внебиржевого оборота КО и РО находился в пределах 1250—1400 млрд руб./месяц. За 2007 г.

суммарный биржевой и внебиржевой оборот КО и РО составил рекордные 13 455 млрд руб./год.

Если представить данные на рис. 10 не в абсолютном значении (млрд руб./месяц), а в процентах от суммарного биржевого и внебиржевого оборотов КО и РО за месяц, то получим, что структура, т. е. соотношение по указанным четырем сегментам по итогам 2007 г., изменилась по сравнению с 2006 г. в сторону увеличения доли биржевого оборота КО (с 64,1% за 2006 г. до 73,1% за 2007 г.) при сокращении долей биржевого оборота РО (с 22,1 до 19%) и внебиржевого оборота КО (с 11,5 до 7,1%) и РО (с 2,3 до 0,8%) (рис. 11).

Как видно из приведенных данных, в январе—декабре 2007 г. на рынке КО и РО по отдельным параметрам наблюдалось как снижение значений по сравнению с 2006 г. (например, по объемам размещения, по объемам внебиржевого обращения), так и достижение исторических максимумов (например, по объемам биржевого оборота). Вместе с тем эти коллизии роста рынка КО и РО в 2007 г. не вызывают опасения в отношении перспектив 2008 г.

По итогам января 2008 г. сохранились тенденции 2007 г. относительно незначительных объемов размещения выпусков облигаций и роста объемов их обращения, прежде всего биржевого. За январь 2008 г. прошло размещение только двух выпусков КО на общую сумму 10,4 млрд руб., но при этом объем биржевого и внебиржевого оборота КО и РО за январь 2008 г. почти в 1,7 раза превысил их объем за январь 2007 г. — 881,7 млрд и 515,8 млрд руб./месяц соответственно. Структура биржевого и внебиржевого оборотов КО и РО за январь 2008 г. по сравнению с 2007 г. продолжила изменяться в сторону увеличения доли биржевого оборота КО (с 73,1% за 2007 г. до 74,7% за январь 2008 г.) при сокращении долей биржевого оборота РО (с 19 до 17,1%) и почти не изменившихся долей внебиржевого оборота КО (7,1 и 7,4% соответственно) и РО (0,8% за 2007 г. и за январь 2008 г.).

Как видно на рис. 12, прогнозируемый суммарный объем погашения, амортизации и купонных выплат по КО и РО в 2008 г. составит почти 311 млрд руб. В марте 2008 г. эмитентам КО и РО для целей рефинансирования потребуется около 20 млрд руб., а в апреле—мае 2008 г. — уже около 30 млрд руб. в месяц, и первый пик придется на июнь — 48 млрд руб.

Затем нагрузка на эмитентов снизится до 16—25 млрд руб./месяц, и только

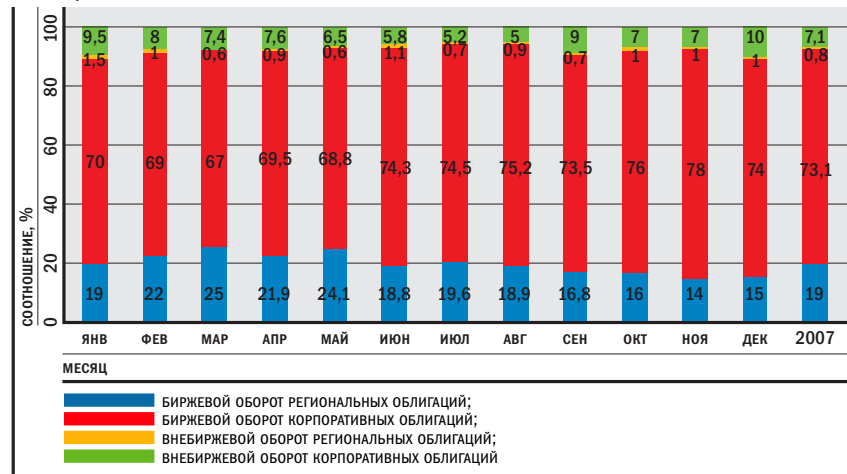
в декабре 2008 г. резко возрастет потребность эмитентов КО и РО в рефинансировании — до 61 млрд руб.

В связи с платежами по внешним обязательствам (только в марте 2008 г. с учетом суверенного долга российским заемщикам надо выплатить до 10 млрд долл.) и возможным «нервозным» состоянием на рынке заимствований, существует вероятность предъявления облигаций к выкупу по офертам, и можно допустить, что во «внепиковые» месяцы для исполнения оферт эмитентам потребуется до 10 млрд руб., в «пиковые» месяцы — до 30 млрд руб., т. е. к «плановым» 311 млрд руб. эмитентов КО и РО, погашаемых в 2008 г., эмитентам КО и РО с более поздними сроками погашения в 2008 г. может потребоваться для исполнения оферт до 150 млрд руб.

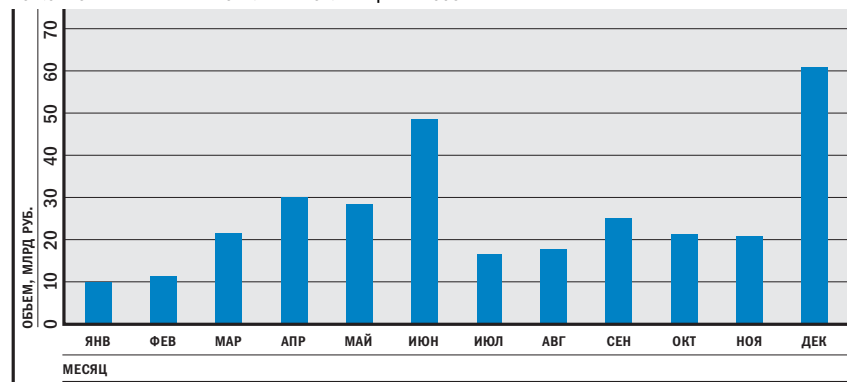
В то же время эмитенты КО и РО на начало 2008 г. зарегистрировали выпуски облигаций почти на 600 млрд руб. и планируют (по данным на январь 2008 г.) провести регистрацию выпусков еще примерно на 400 млрд руб., т. е. на январь 2008 г. в «ожидании» размещения у эмитентов КО и РО находятся выпуски облигаций почти на 1 трлн руб. И последние 3–6 месяцев каждый месяц эмитенты КО и РО увеличивали объем «в ожидании» на 30–80 млрд руб. и размещали выпуски с меньшим темпом.

Прошедшие в сложные для рынка август–декабрь 2007 г. выплаты купонов, погашения выпусков облигаций, исполнение эмитентами оферт продемонстрировали умение эмитентов облигаций обслуживать свои облигационные займы даже в сложившихся критических условиях и взаимодействовать с инвесторами. И это прибавляет уверенности в том, что инвесторы в 2008 г. примут новые выпуски облигаций и эмитентов, уже имеющих

**Рисунок 11. СТРУКТУРА БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБОРОТА КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2007 Г.**



**Рисунок 12. ПРОГНОЗИРУЕМЫЕ СУММАРНЫЕ ОБЪЕМЫ ПОГАШЕНИЙ, АМОРТИЗАЦИЙ И КУПОННЫХ ВЫПЛАТ ПО КОРПОРАТИВНЫМ И РЕГИОНАЛЬНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ В 2008 Г.**



опыт работы по выпуску и обслуживанию облигаций, и эмитентов, выходящих на рынок облигаций впервые. Как уже отмечалось, всего за январь–декабрь 2007 г. НДЦ принял на обязательное централизованное хранение глобальные сертификаты КО и РО (с датой начала размещения в указанный период) на 532 млрд руб., в том числе КО почти на 470 млрд руб. и РО на 62 млрд руб. Скорее всего, итоги

2008 г. по объемам размещения КО и РО вряд ли значительно превысят результаты 2007 г. — конкуренция между эмитентами за инвесторов в 2008 г. возрастает, и при определенных сложностях с ликвидностью на рынке не все эмитенты смогут пойти на размещение запланированных выпусков при складывающейся ценовой ситуации на рынке заимствований. ■

НОВОСТИ НДЦ

## Общее собрание членов Партнерства утвердило изменения в Смету доходов и расходов и Бюджет капитальных вложений и инвестиций НДЦ на 2008 год

20 марта 2008 г. состоялось Общее собрание членов Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр», которое утвердило предложенные изменения в Смету доходов и расходов НДЦ на 2008 г. и Бюджет капитальных вложений и инвестиций НДЦ на 2008 г.

Кроме того, на Общем собрании членов Партнерства было рассмотрено уведомление ЗАО «Расчетно-депозитар-

ная компания» о государственной регистрации дополнительного выпуска обыкновенных именных бездокументарных акций и о начале подписки на акции. Было принято решение рассмотреть вопрос участия НДЦ в дополнительной эмиссии РДК на заседании Совета директоров НДЦ и затем на последующем Общем собрании членов Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр».

