

2.4. Российские финансовые рынки

2.4.1. Рынок государственного долга

По итогам 2005 г. объем государственного внутреннего долга РФ в ценных бумагах вырос примерно на 12,5% – с 756,8 до 851,2 млрд руб. (в долях ВВП произошло снижение долга – с 4,45 до 3,93% ВВП).

За первые 3 квартала 2005 г. объем государственного внешнего долга РФ (органы государственной власти и органы денежно-кредитного регулирования) сократился со 105,6 до 81,4 млрд долл. (по данным ЦБ РФ). Таким образом, снижение абсолютной суммы внешней задолженности органов власти РФ составило 22,9%. В 2005 г. состоялись выплаты по погашению двух выпусков еврооблигаций – в марте и июле. В то же время частный сектор (банки и компании) увеличил свою задолженность перед нерезидентами за этот же период со 108,9 до 146,9 млрд долл. (+34,9%). Таким образом, суммарный внешний долг РФ по итогам 9 месяцев 2005 г. вырос со 214,5 до 248,3 млрд долл.

Внутренний долг

По итогам 2005 г. на рынке рублевого государственного долга было зафиксировано заметное снижение средневзвешенной доходности торгуемых выпусков. Так, по данным на закрытие торгов 23 декабря 2005 г., средневзвешенная доходность снизилась до 6,49% годовых против 7,18% годовых на начало 2005 г. При этом снижение доходности сопровождалось в отдельные периоды, особенно на протяжении первой половины года, повышенной волатильностью: средневзвешенная доходность колебалась от 6,41 до 8,02% годовых, тогда как во второй половине года – от 6,29 до 7,55% годовых. Отдельно отметим, что активность инвесторов в 2005 г. практически не изменилась по сравнению с показателями за 2004 г. Так, суммарный оборот торгов рынка ГКО/ОФЗ в 2005 г. составил около 345,06 млрд руб. против 350,8 млрд руб. в 2004 г.

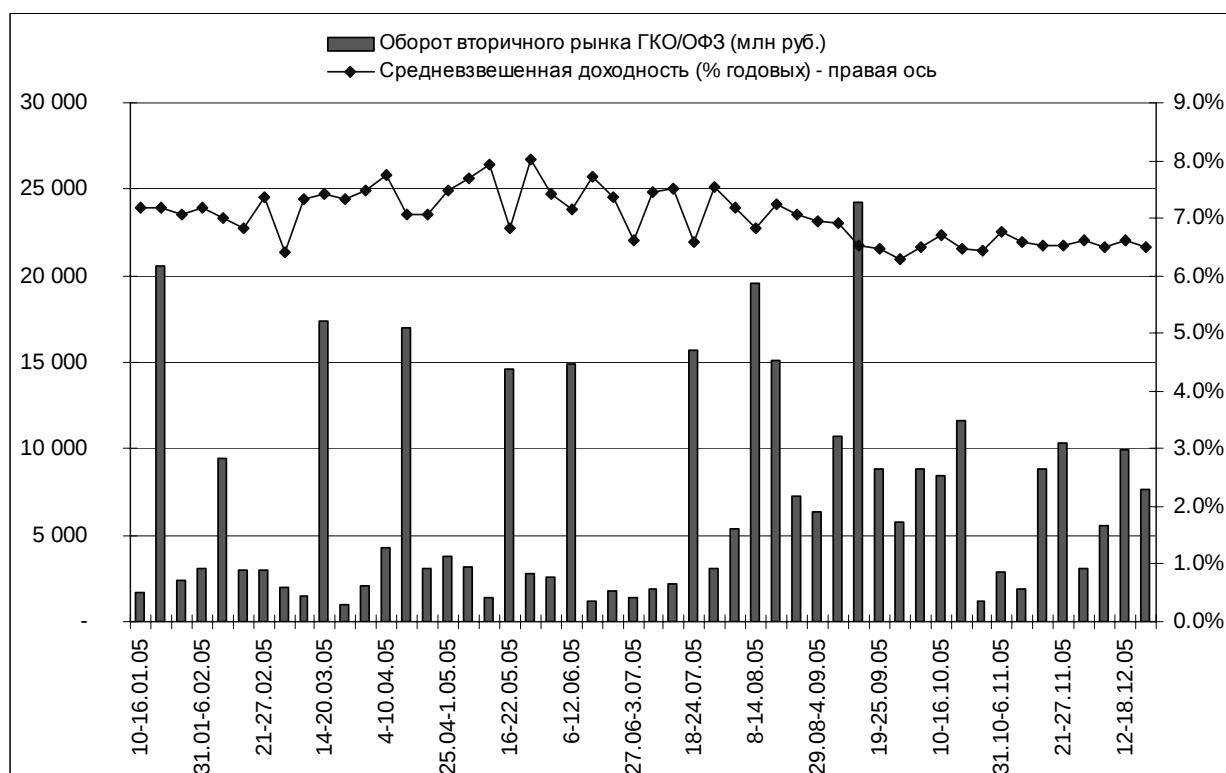
Таблица 20

Структура государственного внутреннего долга РФ (млрд руб.)

Виды ценных бумаг	На 01.01.2005	На 01.01.2006
ГКО	0,02	0,02
ОФЗ-ПК	0,001	0,001
ОФЗ-ПД	43,31	123,64
ОФЗ-ФК	171,22	131,13
ОФЗ-АД	542,24	596,33
ОРВВЗ 1992 г.	0,03	0,03
ОГСЗ	0,0002	–
Всего	756,82	851,15

Источник: Министерство финансов РФ.

Несмотря на некоторое снижение суммарного оборота по итогам 2005 г., несколько выросли средненедельные показатели, которые составили 6,9 млрд против 6,74 млрд руб. в 2004 г. Максимальный недельный объем торгов в 2005 г. составил около 24,2 млрд руб. (около 35,87 млрд руб. в 2004 г.), минимальный – около 1 млрд руб. (около 350 млн руб. в 2004 г.). Таким образом, в прошедшем 2005 г. на рынке рублевых государственных облигаций наблюдалось заметное снижение показателя максимального объема торгов на фоне повышения минимальных торговых оборотов за неделю.



Источник: ИА «Финмаркет», расчеты авторов.

Рис. 21. Динамика рынка ГКО/ОФЗ в 2005 г.

Анализируя динамику рынка, следует отметить, что на протяжении года направление тенденции движения котировок периодически менялось. Так, начало года ознаменовалось некоторым снижением доходности государственных облигаций. Определенную поддержку рынку оказывал достаточно высокий уровень ликвидности в банковском секторе. Кроме того, в конце января одно из ведущих рейтинговых агентств S&P's повысило суверенный рейтинг России до инвестиционного уровня, что в значительной степени, согласно официальным комментариям, было обусловлено благоприятной ситуацией с внешней ликвидностью и состоянием государственных финансов. Помимо этого, досрочное погашение Россией долга перед МВФ в размере 3,3 млрд долл. также стимулировало спрос инвесторов на российские долговые бумаги. Вместе с тем все еще достаточно высокая оценка политических рисков

инвесторами не способствовала существенному росту покупок. Определенное влияние на рынок оказало и заявление Минфина РФ относительно программы внутренних заимствований на 2005 г., предусматривающей некоторое увеличение предложения бумаг по сравнению с показателями 2004 г. (чистое привлечение в объеме около 125 млрд руб. против 96 млрд руб. годом ранее). В феврале же ситуация несколько ухудшилась. Во-первых, активность инвесторов по-прежнему оставалась на достаточно низком уровне, о чем свидетельствовало снижение оборотов вторичного рынка в 1,7 раза по сравнению со среднемесячными показателями 2004 г. Негативным фактором для рынка стали результаты переговоров России с представителями Парижского клуба, которые не только отказались дисконтировать объем долга, который предполагалось досрочно погасить, но и потребовали премию за досрочное погашение части долга.

В марте–мае на рынке в целом преобладал слабовосходящий тренд в динамике доходности, который в отдельные периоды сменялся краткосрочной коррекцией. Именно в конце мая средневзвешенная недельная доходность достигла своего максимального значения за весь 2005 г. – 8,02% годовых. В марте ликвидность рынка по-прежнему оставалась на приемлемом уровне, что не позволяло котировкам существенно снизиться. Ситуация с ликвидностью несколько ухудшилась лишь к концу месяца, когда участники торгов нуждались в дополнительных средствах для осуществления налоговых выплат. На протяжении апреля на рынке котировки большинства выпусков продемонстрировали коррекционное движение, что привело к некоторому снижению доходности. Позитивными факторами для рынка были избыток рублевой ликвидности у банков, относительная стабильность курса рубля и благоприятная конъюнктура в секторе еврооблигаций РФ, связанная с ожиданиями досрочного погашения долга России Парижскому клубу кредиторов. Положительно рынок также воспринял заявление представителей ЦБ РФ о том, что для достижения целевых показателей по инфляции в 8,5–10% денежные власти готовы допустить укрепление курса рубля на большую величину, чем это планировалось ранее (8% за год). Высокие инфляционные ожидания, а также большие объемы первичных размещений государственных и негосударственных облигаций сдерживали спрос на бумаги на вторичном рынке. В мае колебания цен оставались небольшими, однако котировки в основном слабо понижались. Единственным положительным фактором, который оказывал поддержку внутреннему долговому рынку, была благоприятная конъюнктура российских еврооблигаций, которые на протяжении всего месяца демонстрировали устойчивый рост. Напротив, влияние негативных для рынка факторов в мае усилилось. Так, хотелось бы отметить повышение девальвационных и инфляционных ожиданий на рынке, а также заметное осложнение ситуации с ликвидностью в банковском секторе (ставки MIBOR за месяц в среднем выросли с 2 до 8% годовых). Все это сдерживало спрос инвесторов на облигации.

Следующим периодом, который необходимо выделить в динамике цен российских государственных облигаций, является промежуток времени с июня до конца сентября 2005 г. За этот период средневзвешенная рыночная доходность, как и ее волатильность, заметно снизилась с максимального за год значения в конце мая до 6,29% годовых в конце сентября. При этом если в июне–июле рост доходности непременно сменялся ее падением, что можно заметить на *рис. 21*, то на протяжении августа и сентября котировки снижались практически равномерно.

В июне негативное влияние на поведение инвесторов продолжали оказывать все те же факторы, что и месяцем ранее: падение рубля на внутреннем валютном рынке, снижение ликвидности в банковском секторе из-за очередных налоговых выплат и достаточно крупные объемы первичных размещений, а также рост инфляционных ожиданий, обусловленных прогнозируемым превышением уровня фактической инфляции по сравнению со значениями, заложенными в бюджете. В условиях недостаточной привлекательности ценовых уровней на вторичном рынке инвесторы сосредоточивались на первичных аукционах, где можно было рассчитывать на премию по доходности. В июне долгосрочные облигации стали расти в цене, тогда как по краткосрочным бумагам преобладали разнонаправленные колебания цен. При этом из-за наступления сезона отпусков активность инвесторов оставалась на достаточно невысоком уровне. Ликвидность была ограничена, официальные данные об уровне инфляции свидетельствовали о росте инфляционного давления в экономике, что автоматически отражалось на инфляционных ожиданиях инвесторов. Однако в условиях крайне невысокой активности влияние негативных факторов на рынок было ограничено.

В августе снижение доходности продолжилось. При этом, несмотря на то, что в августе активность во всех сегментах российского финансового рынка традиционно снижается до минимальных уровней, месячный оборот достиг максимальных значений за прошедший период 2005 г. Столь заметное улучшение рыночной конъюнктуры было обусловлено общим повышением спроса на рублевые инструменты на фоне укрепления позиций рубля по отношению к доллару США, долгосрочным погашением части долга России Парижскому клубу кредиторов, а также повышением рейтинговым агентством Fitch суверенного рейтинга России. При этом в сентябре новостной фон в целом еще более улучшился. В начале месяца было опубликовано сообщение международного рейтингового агентства Moody's о том, что оно поместило рейтинги Российской Федерации на пересмотр с возможным повышением. Эксперты агентства отметили, что кредитоспособность России продолжает улучшаться благодаря не только росту золотовалютных резервов и увеличению доходов на фоне роста сырьевых цен, но и разумному управлению государственными финансами и активному управлению долгом. Обилие рублей на рынке вкупе с высоким уровнем мировых цен на нефть привело к всплеску интереса к государственным облигациям и падению доходностей ряда вы-

пусков до исторических минимумов, тогда как на первичном рынке спрос превышал предложение в несколько раз.

На протяжении IV квартала 2005 г. котировки рублевых облигаций консолидировались на достигнутых уровнях. Уровень доходности, который был достигнут к концу сентября, уже не был привлекателен для активных покупок, поэтому инвесторы воздерживались от дальнейших приобретений. Это было оправдано и с точки зрения других рыночных факторов: рост инфляционных ожиданий и нестабильность на валютном рынке сдерживали спрос. Важным событием для рынка с фундаментальной точки зрения стало повышение агентством Moody's суверенного рейтинга России еще на одну ступень – до уровня «Вaa2», однако оно было ожидаемо инвесторами и «по факту» не оказало существенного влияния на рынок. Остальные рейтинговые агентства повышать рейтинг не спешили. Так, по заявлению агентства S&P's, правительство России не использует высокие цены на нефть для проведения структурных реформ: «В относительном выражении ситуация с реформами скорее ухудшается, и это главное, что удерживает рейтинг России на текущем уровне».

В ноябре спрос на государственные бумаги был стабильным, хотя и находился на недостаточно высоком уровне. Несмотря на укрепление доллара и крайне неблагоприятную ситуацию с денежной ликвидностью, инвесторы воздерживались от активных продаж. Вместе с тем спрос на первичном рынке все-таки был достаточно низким, а бумаги размещались с премией к вторичному рынку. Отметим, что изначально достаточно неблагоприятную ситуацию с инфляцией, которая оказывала определенное влияние на рублевый долговой рынок, в конце года правительству удалось отчасти взять под контроль. Это было достигнуто за счет искусственного замораживания цен на автомобильный бензин и регулирования тарифов на услуги ЖКХ. На протяжении последнего месяца 2005 г. на рынке государственных облигаций сохранялась тенденция к слабому росту котировок. Внутренний новостной фон оставался в целом позитивным, что поддерживало спрос на рублевые активы. Макроэкономическая статистика свидетельствовала о снижении темпов инфляции и о более высоких, чем прогнозировалось ранее, темпах роста экономики РФ. Повышение суверенного рейтинга РФ наиболее консервативным рейтинговым агентством S&P's с «BBB–» до «BBB» также оказало определенную поддержку котировкам. Однако часть средств с рынка государственного долга в декабре была направлена в корпоративные облигации, первичное предложение которых в декабре было достаточно высоким. Таким образом, под воздействием всех описанных факторов средневзвешенная доходность на рынке рублевого госдолга незначительно снизилась и на конец 2005 г. составила около 6,5% годовых.

В течение 2005 г. Министерство финансов РФ успешно провело 20 аукционов по размещению ГКО/ОФЗ объемом около 165,7 млрд руб., что несколько ниже аналогичного показателя за 2004 г. При этом фактический объем размещения составил 116,6 млрд руб. Уровень доходности по

средневзвешенной цене на аукционах варьировал от 6,22 до 8,85% годовых. По состоянию на 30 декабря 2005 г. объем рынка ГКО/ОФЗ составлял 721,57 млрд руб. по номиналу и 724,62 млрд руб. по рыночной стоимости. Дюрация рыночного портфеля ГКО/ОФЗ составляла 1892,63 дня.

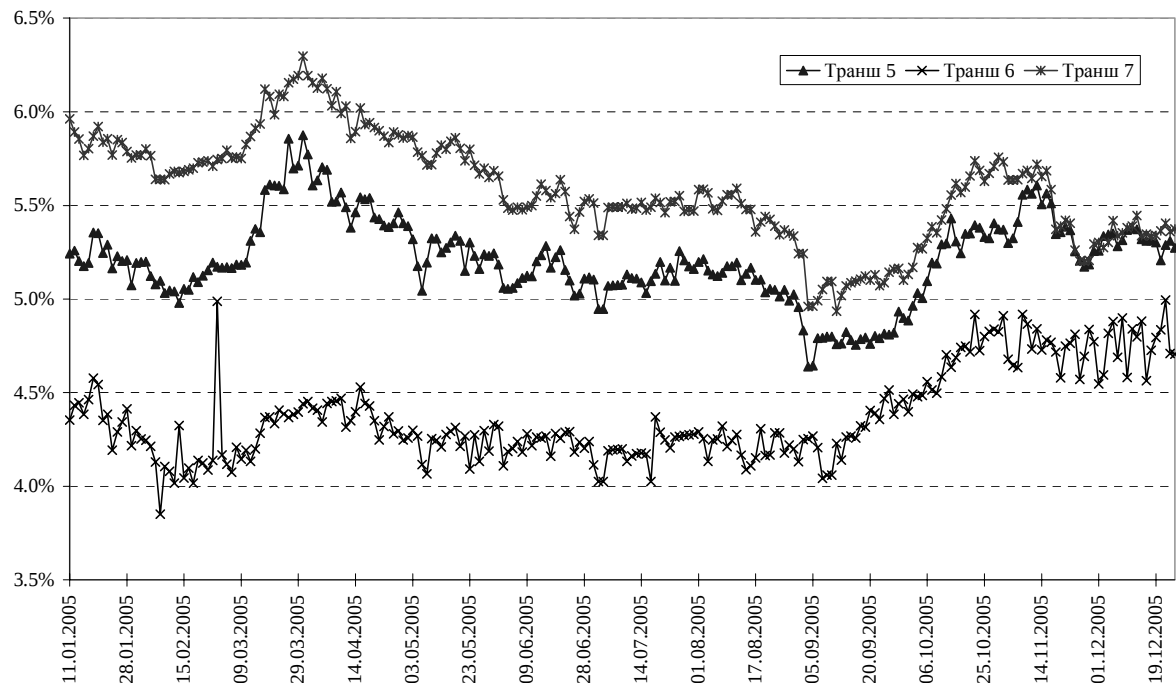
Внешний долг

По результатам 2005 г. на рынке валютных облигаций по ряду торгуемых бумаг было зафиксировано повышение котировок, тогда как по некоторым выпускам – их снижение. В частности, на конец декабря 2005 г. доходность бумаг 5-го транша ОВВЗ составила 5,27% годовых (5,24% – на начало года), 6-го транша ОВВЗ – 4,71% годовых (4,35% – на начало года). В свою очередь, доходность RUS-30 и RUS-28 за год изменилась соответственно с 6,77 и 7,35% до 5,50 и 6,08% годовых, доходность к погашению по бумаге RUS-07 составила около 5,0% годовых (4,72% – на начало года), а RUS-18 торговались по ценам, соответствующим доходности 5,67% годовых (7,21% – на начало года).

По итогам года можно выделить несколько наиболее значимых положительных факторов динамики рынка еврооблигаций. Во-первых, это крайне благоприятная конъюнктура мировых рынков нефти и металлов, а также довольно стабильная макроэкономическая ситуация в стране. Во-вторых, это досрочное погашение части суверенного долга России (15 млрд долл.) Парижскому клубу кредиторов. В-третьих, важным для рынка стало повышение суверенного рейтинга России агентством S&P's до инвестиционного уровня «BBB», а также повышение агентством Fitch суверенного кредитного рейтинга России до уровня «BBB». Основным негативным фактором для рынка на протяжении всего года была динамика доходности американских казначейских облигаций, которая реагировала на периодическое повышение учетной ставки ФРС США, а также усиление инфляционных процессов в американской экономике.

В динамике котировок можно выделить несколько периодов. На протяжении первых полутора месяцев 2005 г. котировки росли, однако начиная с середины февраля изменили направление движения, в результате чего к концу марта доходность большинства выпусков достигла максимальных уровней за год. В январе на рынке складывалась довольно благоприятная ситуация. Котировки еврооблигаций росли на фоне падения доходности американских казначейских облигаций. Довольно важным событием для рынка в начале года стало появление информации о возможности досрочного погашения Россией части долга Парижскому клубу. Однако на прошедших в январе переговорах на эту тему не удалось прийти к договоренности. Основным барьером для этого стал размер дисконта, который Россия хотела бы получить при досрочном погашении долга. Явно позитивной новостью для рынка стало сообщение о том, что инвестиционный банк Lehman Brothers рассматривает возможность включения еврооблигаций РФ в свой индекс, который учитывается при разработке стратегий крупными зарубежными фондами. В феврале рост цен приостановился, и котировки менялись незначительно. Поддержку рынку

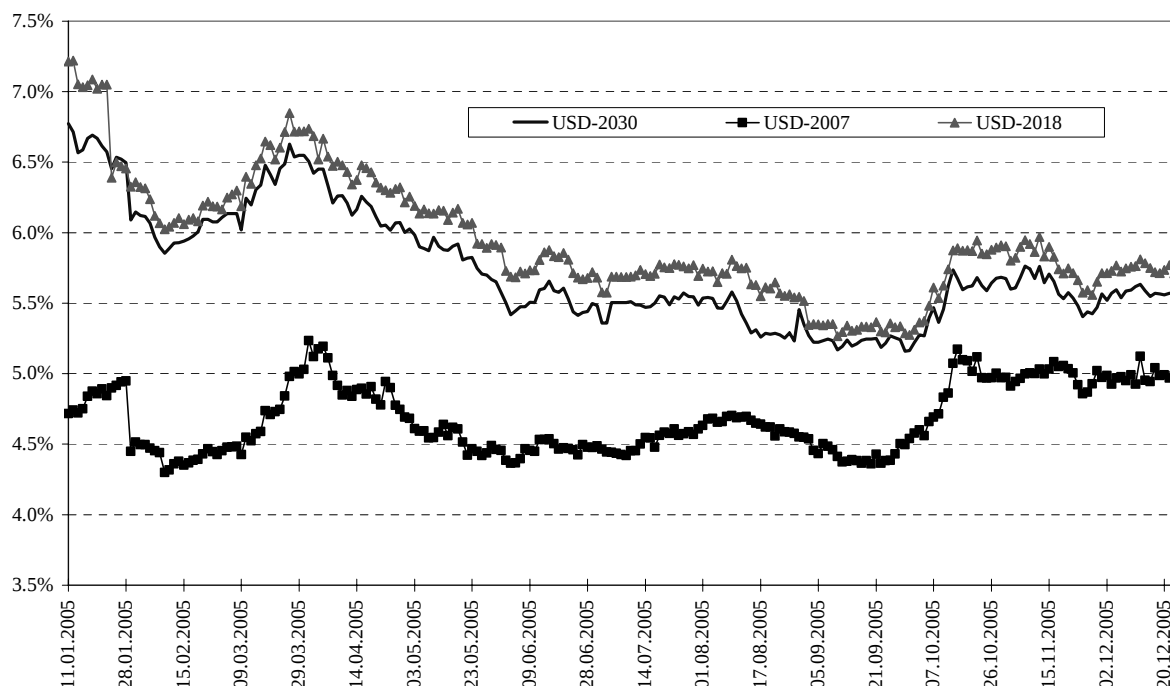
оказывал рост мировых цен на нефть, тогда как их стабилизации и даже некоторому снижению – решение Парижского клуба, который не только отказался дисконтировать долг, но и потребовал премию за его досрочное погашение.



Источник: ИА «Финмаркет».

Рис. 22. Доходность к погашению ОВВЗ в 2005 г.

Определенное влияние на мировой долговой рынок и, в частности, на активность инвесторов на рынке российских еврооблигаций в конце февраля оказало и февральское заявление главы ФРС США А. Гринспена, который отметил необходимость дальнейшего плавного повышения базовой процентной ставки. А уже в марте повышение учетной ставки ФРС США до 2,75% спровоцировало активные продажи российских еврооблигаций, что привело к заметному росту доходности. Из внутренних факторов, приведших к ухудшению рыночной конъюнктуры в марте, следует отметить усиление инфляционных ожиданий после публикации официальной статистики. Так, рост потребительских цен по итогам I квартала составил 5,3% при годовом прогнозе на уровне 10%.



Источник: ИА «Финмаркет».

Рис. 23. Доходность к погашению российских еврооблигаций со сроками погашения в 2030, 2018 и 2007 гг. в 2005 г.

Падение котировок, наблюдавшееся на протяжении марта, в начале апреля приостановилось. Котировки начали расти, и восходящий тренд преобладал вплоть до начала сентября. Благоприятная конъюнктура на протяжении рассматриваемого периода времени определялась влиянием целого ряда внешних и внутренних факторов. Во-первых, участники рынка достаточно внимательно отслеживали ход переговоров о досрочном погашении части долга Парижскому клубу. В результате информация об определенном продвижении в данном вопросе, а затем и сам факт заключения договоренности о возможности погашения 15 млрд долл. по номиналу поддерживали интерес инвесторов к российским валютным облигациям. Во-вторых, несмотря на изначально негативный характер повышения учетной ставки ФРС США для долгового рынка, данный фактор на протяжении апреля–августа не оказывал существенного негативного влияния на цены. Так, уровень процентной ставки за этот период был последовательно повышен до 3,5%, однако все повышения были ожидаемы и, таким образом, закладывались в цены задолго до принятия соответствующих решений. Более того, если в апреле–июне комментарий ФРС содержал высказывания о нацеленности на дальнейшее размеренное повышение ставок, то в августе после публикации в целом негативных макроэкономических данных и урагана в Мексиканском заливе денежные власти отметили возможность снижения темпов роста американской экономики и не исключали паузы в повышении ставки. В результате амери-

канский рынок отреагировал на это ростом цен, что автоматически привело к улучшению конъюнктуры и российского рынка еврооблигаций.

Следует отметить, что на протяжении апреля–августа 2005 г. наблюдалось ослабление зависимости российского рынка от динамики цен американских долговых инструментов. Так, российские еврооблигации росли в цене в период падения доходности облигаций США, тогда как при их росте либо вообще не демонстрировали четкой динамики, либо снижались незначительно.

В-третьих, оптимизм инвесторов был также связан с ожиданиями повышения суверенного рейтинга России. Так, в апреле благоприятный для России комментарий был опубликован агентством Fitch, давшим положительную оценку суверенной кредитоспособности России на фоне высоких цен на нефть. В июне агентство Moody's повысило кредитный рейтинг «Газпрому» и ряду других российских компаний до уровней, превышающих рейтинг России, что было воспринято инвесторами как свидетельство в пользу скорого повышения рейтинга России и соответственно положительно сказалось на котировках.

Среди негативных факторов этого периода можно отметить исключение кредитных рейтингов General Motors и Ford из инвестиционной категории, что привело к массовым продажам корпоративных облигаций в США и могло рассматриваться в качестве потенциальной угрозы всем развивающимся долговым рынкам. Однако эти события не оказали существенного влияния на динамику российского сегмента еврооблигаций. В июле определенное давление на долговые рынки оказал отказ Китая от политики фиксированного курса юаня и переход к его плаванию в рамках определенного коридора. В случае заметного укрепления валют азиатских стран их спрос на американские долговые инструменты может снизиться, поэтому американский рынок отреагировал на это снижением.

В сентябре динамика котировок различных инструментов существенно отличалась. Так, если доходность ОВВЗ в течение месяца консолидировалась со слабой тенденцией к росту, то доходность еврооблигаций продолжила некоторое снижение. Поддержку рынку оказывали высокие цены на нефть на мировом рынке и заявление президента РФ В. Путина, который отметил «хорошее позитивное укрепление экономики» и прогнозировал рост ВВП по итогам 2005 г. на уровне не менее 5,9%. Вместе с тем рост доходности американских долговых бумаг после очередного повышения ставки до 3,75% годовых и усиление инфляционных ожиданий в США оказывали негативное влияние на спрос инвесторов на российские валютные облигации.

Падение рынка российских еврооблигаций на протяжении октября и первой половины ноября было в основном обусловлено динамикой американского рынка государственного долга, который традиционно является ориентиром для рынков других развитых и развивающихся стран. Так, на первый план вышли риски ускорения инфляции в США и планируемого повышения процентной ставки в США до 4,25% годовых к концу года. В ноябре давление на цены российских бумаг оказывал рост курса американской валюты, на-

блюдавшийся как на внешнем, так и на внутреннем рынке. С одной стороны, рост курса был обусловлен очередным повышением процентной ставки до 4% годовых и обеспокоенностью властей по поводу усиления инфляционных процессов. При устойчивых темпах роста экономики это означало, что ФРС с высокой долей вероятности продолжит придерживаться курса на повышение стоимости заимствований. В этом же направлении на цены повлияло заявление ОЭСР, в котором содержались рекомендации продолжить серию повышений ставки. На фоне стабильности ставки в еврозоне такие шаги ФРС способствовали повышению привлекательности вложений в долларовые активы. Это, с одной стороны, стимулировало спрос на американские облигации и могло благотворно сказаться на рынках других стран, но, с другой стороны, в среднесрочной перспективе могло привести к оттоку средств с развивающихся рынков и, таким образом, к их снижению. Однако первый эффект преобладал, что вызвало коррекционное движение американского, а затем и российского рынка, которое продолжалось вплоть до конца ноября и привело к некоторому снижению доходности торгуемых инструментов.

В декабре котировки изменялись разнонаправленно с преобладанием слабовосходящей тенденции. Стабилизация рынка вновь была обусловлена преимущественно новостями из США, где ставка, как и ожидалось, была повышена до 4,25% годовых, а комментарий ФРС свидетельствовал о некотором изменении официальной позиции денежных властей. В частности, из документа следовало, что дальнейшее повышение ставок будет в большей степени зависеть от характера публикуемой макроэкономической статистики. Дополнительный положительный эффект на цены оказали благоприятные статистические данные из США, свидетельствующие о снижении инфляционного риска. Из внутренних факторов следует отметить благоприятные данные по экономике России, в частности, готовность правительства досрочно погасить Парижскому клубу кредиторов в 2006 г. дополнительно 12 млрд долл. В результате котировки отдельных выпусков еврооблигаций закончили год снижением доходности, тогда как ряд облигаций по итогам закрытия торгов 23 декабря характеризовался доходностью на среднегодовом уровне или несколько ниже.

2.4.2. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований

Динамика развития рынка

По итогам 2005 г. консолидированный региональный бюджет был сведен с профицитом, составившим 57,1 млрд руб., т.е. 1,6% его расходной части или 0,26% ВВП. Бюджеты субъектов Федерации были сведены с профицитом почти в 53,8 млрд руб. (2,3% от расходной части), бюджеты муниципальных образований – с дефицитом в 9,4 млрд руб. (0,8% расходной части).

В 2004 г. консолидированный региональный бюджет сводился с профицитом в 31,9 млрд руб., т.е. 1,1% его расходной части или 0,19% ВВП. Бюджеты субъектов Федерации были сведены с профицитом почти в 28,7 млрд руб.

(1,6% от расходной части), бюджеты муниципальных образований – с профицитом в 2,2 млрд руб. (0,2% расходной части). В то же время, в 2003 и 2002 гг. консолидированный региональный бюджет был дефицитным (табл. 21).

Таблица 21

**Отношение профицита (дефицита) территориальных
бюджетов к бюджетным расходам (в %)**

Год	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
2005	1,6	2,3	–0,8
2004	1,1	1,6	0,2
2003	–2,6	–2,3	–3,2
2002	–2,7	–3,0	–2,8

Источник: Расчеты автора по данным Минфина РФ.

По состоянию на 1 января 2006 г. с профицитом был сведен консолидированный бюджет в 33 субъектах Федерации. Суммарный объем бюджетного профита в этих регионах составил 1050,7 млрд руб. или 5,4% от величины доходной части их бюджетов. Медианное значение бюджетного профицита составило 2,6% доходной части бюджета.

Наибольшее отношение профицита к уровню доходов консолидированного бюджета было достигнуто в Тюменской области – 25,1%, Ямало-Ненецком АО – 8,3%, Ханты-Мансийском АО – 6,6%, Чеченской республике – 6,4%, Пермской области – 5,1%. Более половины – 59,3% суммарного профицита консолидированного регионального бюджета обеспечили три субъекта Федерации: Тюменская область 34,3% или 36,0 млрд руб., Москва – 18,6% или 19,5 млрд руб. и Ханты-Мансийский АО – 11,8% или 12,4 млрд руб. Профицит консолидированного бюджета Ямало-Ненецкого АО составил 6,7 млрд руб. Значительный уровень профицитности бюджетов нефтедобывающих регионов связан, в первую очередь, со значительным ростом экспортных цен на энергоносители.

С дефицитом в 2005 г. был сведен консолидированный бюджет в 54 субъектах РФ³⁷, суммарный объем которого составил 48,0 млрд руб. или 2,9% от доходной части их бюджетов.

Медианный уровень бюджетного дефицита составил 2,0% к доходам соответствующего бюджета. Наибольшее отношение дефицита к бюджетным доходам наблюдалось в Республике Саха (Якутия) – 18,3%, Республике Калмыкия – 11,3%.

Около 50,3% суммарного дефицита пришлось на 5 субъектов Федерации: Республике Саха (Якутия) – 26,5% или 12,74 млрд руб., Красноярский край – 9,9% или 4,75 млрд руб., Липецкая область – 5,4% или 2,6 млрд руб.,

³⁷ В публикуемой Минфином России (Федеральным казначейством) отчетности об исполнении бюджетов субъектов Российской Федерации за 2005 г. данные по Эвенкийскому АО и Таймырскому (Долгано-Ненецкому) АО не выделяются.

Хабаровский край – 4,3% или 2,06 млрд руб., Московская область – 4,2% или 2,01 млрд руб. (табл. 24).

Изменение структуры накопленного долга

Величина накопленного долга консолидированного регионального бюджета увеличилась в 2005 г. до 20 163,43 млн руб. или 0,09% ВВП. Увеличение долга было обеспечено ростом внутренней задолженности (т.е. задолженности, номинированной в рублях). Внешняя задолженность региональных консолидированных бюджетов сократилась на 2 168,8 млн руб., внутренняя – возросла на 22 332,2 млн руб. (табл. 22).

Таблица 22

Чистые заимствования региональных и местных бюджетов (в % к ВВП)

Год	1995	1996	1997	январь– август 1998	январь– декабрь 1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Заимствования субфедеральных и местных органов власти,	0,38	0,87	1,43	0,71	0,33	0,15	–0,29	–0,04	0,47	0,37	0,26	0,09
в том числе:												
Возвратные ссуды из бюджетов других уровней	0,07	0,23	0,66	0,05	–0,09	–0,11	–0,03	0,04	0,12	–0,1	–0,02	–0,03
Субфедеральные (муниципальные) облигации	н.д.	0,16	0,22	0,08	–0,01	–0,05	–0,27	–0,07	0,16	0,31	0,29	0,09
Прочие заим- ствования	0,31	0,48	0,55	0,58	0,43	0,31	0,01	–0,02	0,19	0,6	...	0,03
Уменьшение ос- татков бюджетных счетов	...	0,03	–0,18	0,09	0,02	–0,19	–0,30	–0,05	–0,04	–0,18	–0,62	–0,48
Финансирование дефицита, за счет заимствований и сокращения ос- татков бюджетных счетов	0,38	0,9	1,25	0,8	0,35	–0,04	–0,59	–0,09	0,38	0,19	–0,36	–0,38

Источник: Расчеты автора по данным Минфина РФ.

Структура заимствований

Общий объем заимствований регионального консолидированного бюджета в 2005 г. составил 227 153,92 млн руб., из них внешних – 1 403,8 млн руб. Получателями внешних займов стали: Москва – 131,1 млн руб. и Башкортостан – 1 272,8 млн руб.

Суммарный объем внутренних заимствований регионов и муниципалитетов составил 225 750,08 млн руб. Крупнейшими заемщиками на внутреннем рынке стали: Московская область – 39,1 млрд руб., Новосибирская область – 26,0 млрд руб., Москва – 21,4 млрд руб., Красноярский край – 11,1 млрд руб., Санкт-Петербург – 9,8 млрд руб., Нижегородская область – 9,7 млрд руб., Ха-

баровский край – 8,9 млрд руб. По сравнению с 2004 г. объем заимствований в номинальном выражении сократился на 31,9 млрд руб. или на 20,9%, в реальном выражении. Сокращение заимствований регионов и муниципалитетов можно связывать с улучшением бюджетного состояния многих из них, позволяющим погашать накопленную задолженность за счет текущих бюджетных доходов.

В общем объеме внутренних заимствований консолидированного регионального бюджета на эмиссию ценных бумаг пришлось 36,0%, на ссуды из федерального бюджета – 1,2%, на прочие заимствования (в первую очередь – банковские кредиты) – 62,59. Следует отметить, что согласно данным Минфина России бюджетные ссуды практически перестали играть значимую роль в финансировании дефицитов муниципальных бюджетов, сократившись за год с 46,4% в структуре заимствований муниципалитетов практически до нуля, в то же время возросла роль банковских кредитов и ценных бумаг. Так, доля ценных бумаг в объеме заимствований муниципальных органов власти увеличилась в 2,6 раза, с 4,0 до 10,2%, а прочих заимствований – с 49,6 до 89,8%.

Продолжилась тенденция и к росту секьюритизации долга регионов: доля ценных бумаг в заимствованиях субъектов Федерации в 2005 г. увеличилась по сравнению с предшествующим годом на 4,5 процентных пункта – с 41,0 до 45,5%. Таким образом, за последние 2 года уровень секьюритизации рынка региональных заимствований увеличился более чем на 1/3, а рынка внутренних муниципальных заимствований – более чем в 4 раза (табл. 23).

Таблица 23

Структура внутренних заимствований субнациональных бюджетов в 2003 г. (в %)

	2005 г.			2004 г.			2003 г.		
	Региональный консолидированный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты	Региональный консолидированный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты	Региональный консолидированный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
Эмиссия ценных бумаг	36,0	45,5	10,2	32,5	41,0	4,0	26,9	33,8	2,5
Бюджетные ссуды	1,2	1,6	0,03	3,0	4,0	46,4	7,9	10,6	48,9
Иные заимствования	62,9	52,9	89,8	64,5	55,1	49,6	65,3	55,6	48,6

Источник: Расчеты автора по данным Минфина РФ.

Наибольшее значение отношения чистых заимствований к доходам бюджета продемонстрировали: Астраханская область – 8,2%, Хабаровский край – 7,9%, Московская область – 6,5%, Костромская область – 6,3%, Камчатская область – 5,7%, Белгородская область – 5,3% (табл. 24).

Крупнейшими чистыми заемщиками стали: Московская обл. – 11,3 млрд руб., Хабаровский край – 3,2 млрд руб., Красноярский край – 2,3 млрд руб., Нижегородская область – 1,7 млрд руб., Саратовская область – 1,7 млрд руб.

В наибольшей степени накопленный долг сократили: Москва – 12,6 млрд руб., Санкт-Петербург – 1,5 млрд руб., Чукотский АО – 992 млн руб., Ростовская область – 758 млн руб., Ульяновская область – 641 млн руб.

Таблица 24

**Исполнение консолидированных бюджетов субъектов
Российской Федерации в 2005 г. (в %)**

	Доходы бюджета (тыс. руб.)	Профицит (дефицит) бюджета (тыс. руб.)	Отноше- ние про- фицита (дефицита) к до- ходам	Привле- ченные заемные средства к дохо- дам	Чистое заимст- вание к доходам	Процент- ные рас- ходы к доходам	Чистые за- имствова- ния к про- фициту (дефициту)
1	2	3	4	5	6	7	8
Центральный федеральный округ							
Белгородская обл.	29 798 847,24	-1 059 256,98	-3,55	7,27	5,32	1,95	-149,64
Брянская обл.	18 637 546,07	-652 508,82	-3,50	10,62	4,41	6,21	-125,85
Владимирская обл.	20 289 765,93	539 481,72	2,66	0,50	-0,91	1,41	-34,25
Воронежская обл.	29 648 020,67	739 110,79	2,49	8,38	-0,43	8,82	-17,43
Ивановская обл.	23 709 266,03	-315 138,14	-1,33	7,47	3,62	3,86	-272,30
Калужская обл.	18 542 143,22	-348 719,97	-1,88	3,81	1,08	2,72	-57,54
Костромская обл.	10 703 331,42	-689 094,19	-6,44	17,76	6,31	11,44	-98,05
Курская обл.	17 364 372,92	418 685,07	2,41	0,58	-0,68	1,26	-28,32
Липецкая обл.	28 330 844,25	-2 596 769,99	-9,17	1,06	1,06	0,00	-11,55
Московская обл.	174 284 317,12	-2 007 935,29	-1,15	22,42	6,47	15,94	-561,79
Орловская обл.	11 881 015,96	-95 519,96	-0,80	0,03	-0,12	0,15	14,67
Рязанская обл.	17 740 286,26	-644 916,05	-3,64	6,45	3,63	2,82	-99,79
Смоленская обл.	14 624 830,31	391 517,12	2,68	2,57	-1,39	3,97	-51,99
Тамбовская обл.	16 786 396,54	86 859,93	0,52	1,55	0,08	1,47	16,07
Тверская обл.	18 542 143,22	-348 719,97	-1,88	3,81	1,08	2,72	-57,54
Тульская обл.	25 649 733,16	239 447,99	0,93	21,71	-0,45	22,16	-48,05
Ярославская обл.	30 289 315,33	-395 580,93	-1,31	9,24	1,92	7,32	-147,17
Москва	523 763 314,80	19 517 527,17	3,73	4,11	-2,40	6,52	-64,53
Итого	1 029 527 650,1	13 196 040,06	1,28	3,58	0,34	7,67	26,31
Северо-Западный федеральный округ							
Республика Карелия	17 866 888,79	974 160,59	5,45	5,00	-0,44	5,44	-8,05
Республика Коми	34 241 139,93	220 025,49	0,64	3,16	2,59	0,57	403,26
Архангельская обл.	27 416 063,26	-1 722 086,02	-6,28	1,88	-1,54	3,42	24,57
Вологодская обл.	32 822 517,04	-19 367,33	-0,06	1,53	-0,26	1,79	434,90
Калининградская обл.	19 347 710,51	-1 145 324,53	-5,92	5,29	-0,06	5,35	0,98
Ленинградская обл.	33 365 908,44	-20 427,77	-0,06	8,11	2,14	5,97	-3 487,89

Продолжение таблицы 24

1	2	3	4	5	6	7	8
Мурманская обл.	23 726 314,68	551 852,40	2,33	4,22	0,17	4,05	7,51
Новгородская обл.	15 032 256,94	529 129,20	3,52	0,17	–0,28	0,45	–8,09
Псковская обл.	12 500 112,56	6 451 156,55	51,61	5,67	–2,36	8,04	–4,58
Санкт-Петербург	143 245 334,75	–610 750,42	–0,43	6,88	–1,02	7,90	239,19
Ненецкий АО	6 132 412,82	–662 962,51	–10,81	0,00	0,00	0,00	0,00
Итого	365 696 659,74	279 381,79	0,08	1,88	–0,21	5,21	–270,22
Южный федеральный округ							
Республика Адыгея	6 261 626,05	1 342 591,37	21,44	3,25	–0,57	3,83	–2,68
Республика Дагестан	32 170 224,32	–548 100,11	–1,70	0,00	–0,08	0,08	4,60
Республика Ингуш- тия	6 773 784,54	–289 766,72	–4,28	0,00	0,00	0,00	0,00
Кабардино- Балкарская Респуб- лика	10 770 466,49	–541 194,21	–5,02	22,06	3,60	18,46	–71,63
Республика Калмы- кия	4 875 687,38	–105 254,38	–2,16	4,14	4,11	0,04	–190,26
Карачаево- Черкесская Респуб- лика	6 404 227,75	3 199 566,90	49,96	26,45	–0,18	26,63	–0,36
Республика Север- ная Осетия–Алания	12 761 232,22	1 524 406,11	11,95	5,38	3,31	2,07	27,70
Чеченская Республи- ка	20 929 668,63	–8 627,63	–0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Краснодарский край	76 861 809,11	–746 385,01	–0,97	0,53	–0,15	0,68	15,34
Ставропольский край	38 282 639,99	–500 251,78	–1,31	2,72	1,37	1,35	–104,98
Астраханская обл.	13 801 959,57	759 572,42	5,50	22,39	8,19	14,20	148,90
Волгоградская обл.	34 326 922,59	72 086,11	0,21	9,79	1,84	7,95	876,80
Ростовская обл.	68 372 055,92	–27 469,10	–0,04	0,11	–1,11	1,22	2 758,79
Итого	332 592 304,57	–125 772,63	–0,04	3,41	0,71	3,24	–1 870,93
Приволжский федеральный округ							
Республика Башкор- тостан	69 339 694,21	–569 667,08	–0,82	1,85	–0,03	1,88	3,69
Республика Марий Эл	10 449 407,42	–153 154,81	–1,47	3,90	0,47	3,43	–32,13
Республика Мордо- вия	22 115 964,76	–677 839,16	–3,06	0,00	–0,60	0,60	19,73
Республика Татар- стан	109 074 903,58	–811 912,67	–0,74	5,44	1,19	4,25	–159,31
Удмуртская Респуб- лика	28 437 879,47	–987 375,44	–3,47	5,97	2,94	3,03	–84,67
Чувашская Респуб- лика	19 857 833,86	2 758 159,84	13,89	7,99	3,27	4,72	23,53
Кировская обл.	48 800 527,07	–19 176,65	–0,04	19,96	3,52	16,44	–8 948,72
Нижегородская обл.	24 037 095,83	–424 422,80	–1,77	5,58	3,36	2,22	–190,28
Оренбургская обл.	66 787 840,97	3 116 824,16	4,67	6,21	2,21	4,00	47,36
Пензенская обл.	36 362 965,68	–1 147 503,49	–3,16	0,60	–0,50	1,10	15,90
Пермская обл.	19 041 044,49	668 127,51	3,51	8,82	0,63	8,18	18,01
Самарская обл.	60 863 054,33	54 608,17	0,09	0,30	–0,08	0,38	–85,74
Саратовская обл.	34 961 574,06	243 977,72	0,70	9,42	4,78	4,64	684,84
Ульяновская обл.	17 882 979,16	2 842 977,63	15,90	0,75	–3,59	4,34	–22,56
Коми Пермский АО	3 739 542,58	36 041 258,65	963,79	0,64	–0,24	0,89	–0,03
Итого	571 752 307,47	–449 385,11	–0,08	4,00	1,33	4,21	–1 687,65

Продолжение таблицы 24

1	2	3	4	5	6	7	8
Уральский федеральный округ							
Курганская обл.	16 010 092,77	12 424 218,38	77,60	0,59	-0,35	0,94	-0,46
Свердловская область	80 456 112,12	6 714 466,30	8,35	0,81	0,00	0,81	-0,06
Тюменская область	143 747 556,72	-232 161,80	-0,16	0,03	-0,25	0,27	152,13
Челябинская область	63 038 860,59	118 763,17	0,19	0,01	-0,15	0,17	-81,98
Ханты-Мансийский АО	189 430 325,90	1 097 514,31	0,58	0,40	-0,19	0,59	-32,88
Ямало-Ненецкий АО	81 224 713,26	-4 753 688,07	-5,85	2,41	-0,01	2,41	0,09
Итого	573 907 661,35	-747 503,40	-0,13	0,59	-0,15	0,76	117,22
Сибирский федеральный округ							
Республика Алтай	7 829 171,46	578 333,61	7,39	5,53	0,72	4,81	9,73
Республика Бурятия	20 363 837,59	-447 707,87	-2,20	12,15	1,07	11,09	-48,50
Республика Тыва	9 761 282,53	-1 074 205,89	-11,00	0,00	-0,29	0,29	2,68
Республика Хакасия	8 991 398,88	-2 059 017,85	-22,90	0,41	-0,06	0,47	0,26
Алтайский край	41 473 013,99	-138 485,45	-0,33	4,72	-0,33	5,06	99,86
Красноярский край	90 367 875,40	-67 702,48	-0,07	12,28	2,57	9,71	-3 435,50
Иркутская обл.	54 236 003,38	-569 977,04	-1,05	8,75	3,24	5,51	-307,86
Кемеровская обл.	72 196 077,74	-210 675,09	-0,29	0,53	-0,66	1,18	224,59
Новосибирская область	51 942 823,30	138 961,59	0,27	50,06	1,50	48,56	559,38
Омская обл.	49 567 495,72	-293 343,03	-0,59	7,81	-1,39	9,19	234,19
Томская обл.	25 576 122,91	-15 372,33	-0,06	14,72	0,35	14,37	-585,80
Читинская обл.	23 394 157,97	-12 743 534,66	-54,47	3,17	1,87	1,30	-3,43
Агинский Бурятский АО	3 011 760,13	371 315,07	12,33	0,53	0,00	0,53	0,00
Усть-Ордынский Бурятский АО	3 234 026,34	-891 383,32	-27,56	0,02	0,02	0,00	-0,06
Итого	461 945 047,35	-1 617 738,97	-0,35	9,78	0,94	11,08	-267,40
Дальневосточный федеральный округ							
Республика Саха (Якутия)	69 480 303,81	-47 875,04	-0,07	6,67	2,02	4,64	-2 936,33
Приморский край	41 660 325,20	-573,38	0,00	1,63	-0,77	2,40	56 269,97
Хабаровский край	40 128 724,81	-1 887,98	0,00	22,30	7,86	14,44	-167 57,21
Амурская область	25 676 885,92	-902 574,26	-3,52	4,42	-0,86	5,28	24,49
Камчатская область	16 293 961,91	-663 104,62	-4,07	18,61	5,72	12,89	-140,51
Магаданская обл.	12 386 243,35	-2 607,01	-0,02	2,23	1,16	1,07	-5 495,63
Сахалинская область	20 594 340,72	209 680,45	1,02	8,27	0,18	8,08	18,15
Еврейская автономная обл.	4 275 051,95	32 712,57	0,77	1,08	-0,51	1,58	-66,26
Корякский АО	4 615 760,68	-37 120,26	-0,80	17,77	3,94	13,83	-490,15
Чукотский АО	16 405 049,33	-761 028,22	-4,64	0,00	-6,05	6,05	130,35
Итого	251 516 647,66	-97 251,83	-0,04	7,23	1,71	6,75	-4 420,83
Итого федеральные округа	3 622 522 716,23	57 132 014,22	1,58	6,27	0,56	5,71	35,29

Источник: Расчеты автора по данным Минфина РФ.

Внутренние облигационные займы

В 2005 г. были зарегистрированы облигационные займы 25 субъектов Федерации и 13 муниципальных образований (по сравнению с 24 региональными и 10 муниципальными займами в 2004 г.). Общий объем размещаемых облигаций составил в 2005 г. 81,2 млрд руб., по сравнению с 79,4 млрд руб. в 2004 г., снизившись за год с 0,47 до 0,37% ВВП (табл. 25).

Несмотря на то, что рост объема эмиссии долговых ценных бумаг регионов и муниципалитетов отставал от темпов инфляции, за первые одиннадцать месяцев 2005 г. объем рынка субфедеральных облигаций вырос в реальном выражении на 11,8%, увеличившись со 128,2 до 158,9 млрд руб. При этом объем месячного вторичного биржевого оборота субфедеральных и муниципальных облигаций, достигнув максимума в сентябре 2005 г. (70,7 млрд руб. по сравнению с 37,0 млрд руб. в декабре 2004 г.), начал снижаться, составив в ноябре 2005 г. 55,6 млрд руб.

Таблица 25

Объем выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг (в % к ВВП)

Год	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Выпуск	0,63	0,77	0,47	0,31	0,19	0,17	0,27	0,46	0,47	0,37
Погашение	0,47	0,56	0,48	0,36	0,46	0,23	0,10	0,15	0,19	0,28
Чистое финансирование	0,16	0,22	-0,01	-0,05	-0,27	-0,07	0,16	0,31	0,29	0,09

Источник: Расчеты автора по данным Минфина РФ.

Перспективы эмиссии в Минфине РФ в 2005 г. зарегистрировали: Москва, Санкт-Петербург, Республика Чувашия, Волгоградская обл., Томская обл., Республика Коми, Иркутская обл., Московская обл., Хабаровский край, Республика Саха (Якутия), Новосибирская обл., Ярославская обл., Красноярский край, Республика Башкортостан, Республика Карелия, Липецкая область, Нижегородская область, Воронежская обл., Белгородская обл., Тверская обл., Костромская обл., Самарская обл., Кабардино-Балкарская республика, Кировская обл., Удмуртская республика, Екатеринбург, Южно-Сахалинск, Красноярск, Новосибирск, Новочебоксарск, Волгоград, Чебоксары, Казань, Ангарагск, Клинский и Одинцовский районы Московской области, г. Шумерля и Вурнарский район Чувашской Республики.

Крупнейшими эмитентами долговых ценных бумаг стали: Москва, на которую пришлось 21,2 млрд руб., или 26,2% от объема суммарной эмиссии территорий, Московская обл. – 18,7 млрд руб. или 23,0% суммарной эмиссии, Санкт-Петербург – 9,8 млрд руб., или 12,1%, Новосибирская обл. – 4,1 млрд руб., или 5,1%. Таким образом, на четырех крупнейших эмитентов пришлось 66,3% от общего объема выпусков размещенных региональных и муниципальных облигаций.

Также крупные объемы эмиссии разместили: Красноярский край – 2,6 млрд руб., Иркутская область – 2,6 млрд руб., Нижегородская область –

2,5 млрд руб., Республика Саха (Якутия), Республика Татарстан, Белгородская и Самарская области – по 2,0 млрд руб. (табл. 26).

Таблица 26

Размещение субфедеральных ценных бумаг в 2005 г.

Субъект Федерации	Объем эмиссии (тыс. руб.)	Доля эмитента в об- щем объеме эмиссии (в %)	Объем эмиссии к внутренним заим- ствованиям (в %)
Центральный федеральный округ			
Белгородская область	2 000 000,0	2,5	92,4
Воронежская область	500 000,0	0,6	20,1
Тверская область	800 000,0	1,0	45,1
Костромская область	793 840,0	1,0	41,8
Липецкая область	300 000,0	0,4	100,0
Московская область	18 665 784,0	23,0	47,8
Ярославская область	1 342 470,0	1,7	48,0
г. Москва	21 242 274,0	26,2	99,2
Северо-Западный федеральный округ			
Республика Карелия	350 000,0	0,4	39,2
Республика Коми	950 000,0	1,2	87,7
Ленинградская область	300 000,0	0,4	11,1
г. Санкт-Петербург	9 849 248,7	12,1	100,0
Южный федеральный округ			
Кабардино-Балкарская Республика	500 000,0	0,6	21,0
Волгоградская область	1 294 331,7	1,6	38,5
Приволжский федеральный округ			
Республика Татарстан	2 000 000,0	2,5	33,7
Удмуртская Республика	1 000 000,0	1,2	58,9
Чувашская Республика	875 130,0	1,1	55,2
Нижегородская область	2 500 000,0	3,1	25,7
Кировская область	400 000,0	0,5	29,8
Самарская область	2 000 000,0	2,5	48,2
Уральский федеральный округ			
Свердловская область	120 000,0	0,1	18,5
Сибирский федеральный округ			
Красноярский край	2 600 000,0	3,2	23,4
Иркутская область	2 550 000,0	3,1	53,7
Новосибирская область	4 127 000,0	5,1	15,9
Томская область	1 059 028,3	1,3	28,1
Дальневосточный федеральный округ			
Республика Саха (Якутия)	2 000 000,0	2,5	43,2
Приморский край	1 433,0	...	0,2
Хабаровский край	1 000 000,0	1,2	11,2
Сахалинская область	100 000,0	0,1	5,9
Итого	81 220 539,8	100,0	36,0

Источник: Расчеты автора по данным Минфина РФ.

К настоящему времени высокий уровень секьюритизации наблюдается преимущественно у наиболее крупных эмитентов: Москвы – 99,2% и Санкт-Петербурга – 100%. Исключительно в форме эмиссии ценных бумаг осуществляет заимствования Липецкая область. Уровень секьюритизации заимствований Белгородской области составил 92,4%, республики Коми – 87,7%.

Суммарный объем чистых заимствований на рынке субфедеральных и муниципальных ценных бумаг составил в 2005 г. 20,9 млрд руб., сократившись по сравнению с 2004 г. более чем вдвое (табл. 27).

Таблица 27

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

	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
2005 г.			
Чистые заимствования	20 887 596	16 939 894	3 947 703
Привлечение средств	81 220 540	75 016 756	6 203 783
Погашение основной суммы задолженности	60 332 944	58 076 863	2 256 081
2004 г.			
Чистые заимствования	47 880 300	44 470 128	3 410 172
Привлечение средств	79 436 708	74 995 965	4 440 743
Погашение основной суммы задолженности	31 556 408	30 525 837	1 030 571
2003 г.			
Чистые заимствования	41 908 199	40 043 511	1 864 688
Привлечение средств	61 712 635	59 012 901	2 699 734
Погашение основной суммы задолженности	19 804 436	18 969 390	835 046
2002 г.			
Чистые заимствования	17 696 530	17 153 760	542 770
Привлечение средств	29 141 777	28 169 158	972 619
Погашение основной суммы задолженности	11 445 247	11 015 398	429 849
2001 г.			
Чистые заимствования	6 601 447	6 667 592	–66 145
Привлечение средств	15 123 785	14 226 931	896 854
Погашение основной суммы задолженности	8 522 338	7 559 339	962 999
2000 г.			
Чистые заимствования	–1 877 328	–2 286 175	408 847
Привлечение средств	13 042 220	10 090 208	2 952 012
Погашение основной суммы задолженности	14 919 548	12 376 383	2 543 165

Источник: Минфин РФ.

Большинство регионов, выпускающих долговые ценные бумаги на регулярной основе, продолжили их эмиссию и в 2005 г. С 1999 г. ежегодные эмиссии облигаций проводят Москва, Санкт-Петербург, Республика Чувашия, Волгоградская обл. С 2000 г. – Томская обл. и Республика Коми, Екатеринбург. С 2001 г. – Иркутская область (табл. 28).

Таблица 28

Эмиссия субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 1999–2005 гг.

Эмитент	Эмитент	Эмитент	Эмитент	Эмитент	Эмитент	Эмитент	Эмитент
Субъекты Федерации	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	2	3	4	5	6	7	8
Москва	*	*	*	*	*	*	*
Санкт-Петербург	*	*	*	*	*	*	*
Республика Чувашия	*	*	*	*	*	*	*
Волгоградская обл.	*	*	*	*	*	*	*
Томская обл.		*	*	*	*	*	*
Республика Коми		*	*	*	*	*	*
Иркутская обл.			*	*	*	*	*
Московская обл.				*	*	*	*
Хабаровский край				*	*	*	*
Республика Саха (Якутия)				*	*	*	*
Новосибирская обл.	*				*	*	*
Ярославская обл.					*	*	*
Красноярский край					*	*	*
Республика Башкортостан			*	*		*	*
Республика Карелия						*	*
Липецкая область						*	*
Нижегородская область						*	*
Воронежская область						*	*
Белгородская обл.				*	*		*
Тверская обл.				*	*		*
Костромская обл.				*	*		*
Самарская обл.					*		*
Кабардино-Балкарская республика		*					*
Кировская обл.							*
Удмуртская республика							*
Ленинградская обл.			*	*	*	*	
Республика Марий Эл		*			*	*	
Ямало-Ненецкий АО					*	*	
Краснодарский край						*	
Калужская область						*	
Брянская область						*	
Ханты-Мансийский АО				*	*		
Мурманская обл.				*	*		
Тамбовская обл.					*		
Республика Мордовия				*			
Сахалинская обл.				*			
Курская обл.				*			
Ставропольский край			*				
Приморский край		*					
Муниципалитеты							
Екатеринбург		*	*	*	*	*	*
Южно-Сахалинск					*	*	*

Продолжение таблицы 28

1	2	3	4	5	6	7	8
Красноярск					*	*	*
Новосибирск					*	*	*
Новочебоксарск	*		*			*	*
Волгоград	*	*	*	*	*		*
Чебоксары	*						*
Казань							*
Клинский район Московской области							*
Ангарск							*
Одинцовский район Московской области							*
Вурнарский район Чувашской Республики							*
г. Шумерля Чувашской Республики							*
Уфа				*	*	*	
Томск					*	*	
Барнаул						*	
Пермь						*	
Ногинский район Московской области						*	
Нижний Новгород				*			
Кострома	*	*					
Архангельск	*						
Дзержинский	*						

Источник: Минфин РФ.

Кредитоспособность территориальных органов власти

Кредитный рейтинг

Значительное сокращение отношения накопленного суверенного долга к ВВП, (связанное с высокими темпами экономического роста в России, досрочным погашением внешнего долга федеральным правительством, реальным укреплением курса рубля), а также наращивание объемов стабилизационного фонда и величины золотовалютных резервов на протяжении последних лет обеспечили неуклонное повышение странового кредитного рейтинга. В 2005 г. суверенный рейтинг России был повышен на две ступни до уровня «BBB» агентством Standard&Poor's; на одну ступень, также до уровня «BBB» – агентством Fitch и до уровня «Baa2» – агентством Moody's.

При этом продолжился процесс повышения кредитного рейтинга территориальных органов власти. В 2005 г. международный кредитный рейтинг Москвы рос вместе с суверенным рейтингом Российской Федерации, достигнув уровня «BBB» по оценке агентств Standard&Poor's и Fitch, и «Baa2» – по оценке агентства Moody's.

Агентство Moody's оценило на уровне суверенного кредитного рейтинга также кредитный рейтинг Санкт-Петербурга. Хотя агентство Fitch оценило рейтинг Санкт-Петербурга на одну ступень ниже суверенного («BBB-»), присвоенный им уровень кредитного рейтинга обеспечил перевод долговых обязательств города из разряда «спекулятивных» в разряд «инвестиционных»: наличие инвестиционного кредитного рейтинга от двух международных рей-

тинговых агентств открывает дорогу для привлечения инвестиций в ценные бумаги города широкого круга институциональных инвесторов.

Таким образом, из трех международных рейтинговых агентств только Standard&Poor's оценило уровень риска по облигациям Санкт-Петербурга слишком высоким для присвоения инвестиционного рейтинга (табл. 29).

Таблица 29

Международный кредитный рейтинг Standard&Poor's на начало 2006 г.

Название эмитента	В иностранной валюте / Прогноз	В национальной валюте / Прогноз
Суверенные рейтинги		
Российская Федерация	«BBB»/Стабильный	«BBB+»/Стабильный
Рейтинги региональных и местных органов власти		
Балашихинский район	«B-»/Позитивный	
Башкортостан	«BB-»/Позитивный	«BB-»/Позитивный
Вологодская область	«B+»/Стабильный	
Клинский район	«B-»/Стабильный	
Краснодарский край	«B+»/Позитивный	«B+»/Позитивный
Ленинградская область	«B+»/Позитивный	
Москва	«BBB»/Стабильный	
Московская область	«B-»/Позитивный	
Самарская область	«BB-»/Стабильный	
Санкт-Петербург	«BB+»/Позитивный	«BB+»/Позитивный
Свердловская область	«BB-»/Стабильный	«BB-»/Стабильный
Ставропольский край	«B»/Позитивный	«B»/Позитивный
Сургут	«BB-»/Стабильный	
Татарстан	«B»/Позитивный	«B»/Позитивный
Уфа	«B»/Стабильный	«B»/Стабильный
Ханты-Мансийский автономный округ	«BB+»/Позитивный	
Ямало-Ненецкий автономный округ	«BB-»/Позитивный	

Источник: Standard&Poor's.

Проблемы урегулирования просроченного долга

На фоне улучшения бюджетной ситуации в большинстве субъектов Российской Федерации интенсифицировался процесс урегулирования просроченной задолженности. По данным Минфина России объем просроченной (неурегулированной) задолженности по состоянию на октябрь 2005 г. снизился по сравнению с октябрём 2004 г. более чем вдвое – на 14,8 млрд руб. в номинальном выражении – с 29,0 до 14,2 млрд руб., составив 0,39% от доходной части консолидированного регионального бюджета, или 0,07% ВВП.

Наиболее серьезно наличие неурегулированной задолженности по долговым обязательствам в следующих регионах: Камчатская область – 3,6 млрд руб., что составляет 22,0% доходной части бюджета, Орловская область – 1,8 млрд руб., или 15,2% доходной части бюджета, Санкт-Петербург – 1,1 млрд руб. или 0,8% доходной части бюджета, Республика Северная Осетия–Алания – 0,6 млрд руб., или 4,9% доходной части бюджета (табл. 30).

Таблица 30

**Просроченная (неурегулированная) задолженность
по долговым обязательствам субъектов Федерации**

Федеральный округ	Объем просроченной (неурегулированной зadolженности) в тыс. руб. ³⁸	Отношение просро- ченной (неурегули- рованной) задолжен- ности к доходам бюджета в % ³⁹
1	2	3
Центральный федеральный округ		
Белгородская область	128 891	0,43
Брянская область	39	...
Владимирская область	9 921	0,05
Курская область	77 982	0,45
Московская область	7 346	...
Орловская область	1 807 900	15,22
Тамбовская область	1 297	0,01
Тверская область	1	...
Ярославская область	717 606	2,37
Москва	23	...
Северо-Западный федеральный округ		
Республика Карелия	12 680	0,07
Архангельская область	61 375	0,22
Калининградская область	35 868	0,19
Новгородская область	8 793	0,06
Псковская область	418 999	3,35
Санкт-Петербург	1 127 979	0,79
Южный федеральный округ		
Республика Адыгея	35 700	0,57
Кабардино-Балкарская Республика	184 742	1,72
Республика Северная Осетия–Алания	627 940	4,92
Краснодарский край	362 918	0,47
Волгоградская область	268 971	0,78
Приволжский федеральный округ		
Республика Башкортостан	12 432	0,02
Удмуртская Республика	655 556	2,31
Чувашская Республика	14 450	0,07
Кировская область	65 520	0,13
Нижегородская область	2 190	0,01

³⁸ По данным на 1 октября 2005 г.

³⁹ Отношение просроченной (неурегулированной) задолженности на 1 октября 2005 г. к доходам регионального (неконсолидированного) бюджета за 2005 г.

Продолжение таблицы 30

1	2	3
Оренбургская область	246 151	0,37
Самарская область	326 170	0,54
Саратовская область	1 170	...
Ульяновская область	177 245	0,99
Уральский федеральный округ		
Курганская область	8 4781	0,53
Свердловская область	2 318	...
Тюменская область	2 214 414	1,54
Сибирский федеральный округ		
Республика Тыва	100 435	1,03
Красноярский край	10 2 68	0,01
Новосибирская область	326 296	0,63
Таймырский (Долгано-Ненецкий) автономный округ	21 840	н.д.
Эвенкийский автономный округ	8 930	н.д.
Дальневосточный федеральный округ		
Приморский край	398 050	0,96
Камчатская область	3 582 261	21,99
Магаданская область	16 850	0,14
Еврейская автономная область	254	0,01
Чукотский автономный округ	35 970	0,22
Итого	14 200 521	0,68

Источник: Расчеты автора по данным Минфина РФ.

2.4.3. Фондовый рынок

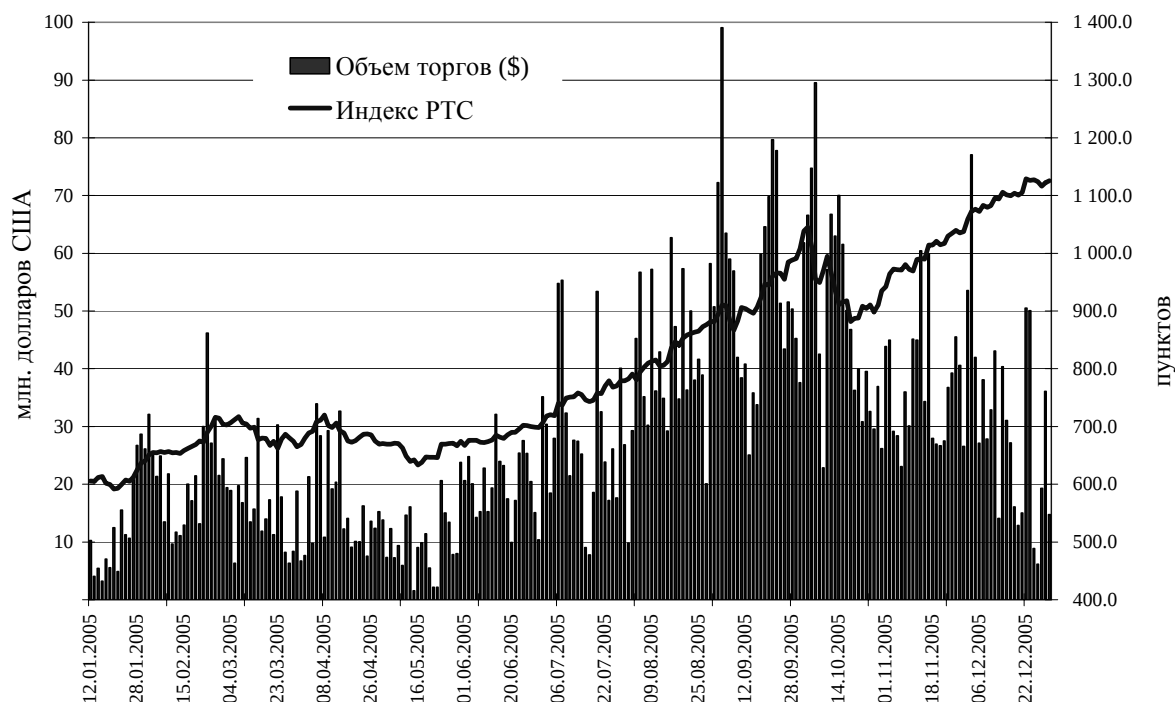
По результатам 2005 г. российский фондовый рынок продемонстрировал значительный рост, благодаря чему значение индекса РТС практически удвоилось. В числе основных факторов столь резкого роста российского фондового рынка необходимо отметить крайне благоприятную конъюнктуру мирового рынка нефти и металлов, благодаря чему доходы бюджетной системы РФ заметно превысили прогнозные значения, что справедливо и в отношении размеров Стабилизационного фонда России. Достаточно благоприятно складывалась ситуация и в макроэкономической сфере: темпы роста российской экономики по итогам 2005 г. составили 106,4%, превысив первоначальный прогноз. Исключением стала лишь инфляция, которая на протяжении большей части 2005 г. заметно опережала прогноз, что негативно сказывалось на настроениях инвесторов. Вместе с тем благодаря замораживанию цен на бензин и регулированию тарифов на услуги естественных монополий правительству удалось сдержать существенный рост цен по итогам года, который составил 10,9% против пересмотренного в течение года прогноза в 10%.

Немаловажное значение сыграли и внутренние корпоративные новости. Так, результаты финансовой деятельности большинства компаний сырьевого, телекоммуникационного и ряда других отраслей промышленности по итогам первых двух – трех кварталов 2005 г. заметно превысили аналогичные показатели за 2004 г., что повышало привлекательность этих компаний в глазах

инвесторов. Кроме того, одним из основных «нюс-мейкеров» 2005 г. стал «Газпром». Так, в 2005 г. государство увеличило свою долю в газовой монополии посредством приобретения части акций за деньги, была завершена сделка по приобретению компании «Сибнефти». Но основным событием прошедшего года, несомненно, стала либерализация рынка акций компании. Именно этот фактор в значительной степени определял положительную динамику рынка на протяжении второй половины 2005 г.

За прошедший 2005 г. российский фондовый индекс РТС вырос на 518,03 пункта – с 607,57 до 1125,6 пункта, что в процентном отношении к значению индекса на момент закрытия торгов 11 января 2005 г. составляет 85,26%. Таким образом, в прошедшем году фондовый рынок продемонстрировал довольно внушительные показатели роста по сравнению с 2004 г., когда индекс РТС по абсолютной величине вырос лишь на 28,3 пункта (4,78%). Минимальное значение индекса РТС в прошедшем году – 590,62 пункта – было зафиксировано 21 января, а 23 декабря был достигнут исторический максимум – 1139,04 пункта. Что касается активности инвесторов, то в 2005 г. она заметно выросла по сравнению с 2004 г. В частности, оборот на классическом рынке акций в РТС в 2005 г. составил около 7,9 млрд долл., что заметно выше аналогичного показателя за 2004 г. (около 5,7 млрд долл.). Таким образом, объем торгов в 2005 г. по отношению к соответствующему показателю 2004 г. вырос примерно на 38,5%. Кроме того, в 2005 г. было заключено 51,6 тыс. сделок по сравнению с 48,8 тыс. сделок годом ранее, что также свидетельствует о более высокой активности инвесторов. Среднедневной оборот торгов по акциям, входящим в расчет индекса РТС, в торговой системе в 2005 г. составил 30,86 млн долл., что примерно на 43% выше аналогичного показателя за 2004 г. (21,15 млн долл.).

При этом в динамике рынка можно выделить несколько характерных периодов. На протяжении января – начала апреля рынок незначительно вырос с 607 до 719 пунктов по индексу РТС, после чего до середины мая последовала краткосрочная коррекция, на фоне которой индекс откатился до отметки 633,69 пункта. Как видно из *рис. 24*, динамика индекса на протяжении этого периода сопровождалась относительно низким оборотом торговых операций.



Источник: Фондовая биржа РТС.

Рис. 24. Динамика фондового индекса РТС и объема торгов в 2005 г.

Так, если в течение июля–декабря месячный объем торгов на классическом рынке РТС составлял в среднем 960 млн долл., то на протяжении января–июня он оставался на уровне менее 500 млн долл. В январе динамика котировок носила неустойчивый характер. Если в начале месяца рынок снижался, то во второй его половине падение сменилось ростом, что было обусловлено влиянием целого ряда положительных факторов. Среди этих факторов можно выделить высокие результаты финансовой деятельности «ЛУКОЙЛа» за 9 месяцев 2004 г., информацию о достижении принципиального соглашения с Парижским клубом кредиторов о досрочном погашении примерно 45 млрд долл. в течение 3 лет, включение российских облигаций в индекс инвестиционного банка Lehman Brothers, высокие цены на нефть на мировом рынке, а также повышение агентством S&P's суверенного рейтинга России до инвестиционного уровня 31 января 2005 г. В начале февраля рынок находился в стадии консолидации, что было обусловлено техническими факторами после заметного роста накануне повышения суверенного рейтинга. Однако к концу месяца в динамике вновь преобладали позитивные тенденции. Поддержку рынку оказывали благоприятные новости по телекоммуникационному сектору, связанные с нежеланием правительства при приватизации «Связьинвеста» менять структуру компании и, в частности, выделять из нее «Ростелеком». Кроме того, повышение долгосрочного рейтинга «Ростелекома» агентством S&P's также стало положительной новостью для инвесторов. Отметим также высказывание президента РФ В. Путина о необходимости

упорядочения налоговых проверок, что в случае реализации должно было привести к снижению налоговых рисков для компаний и, как следствие, к росту их рыночной стоимости. Наряду с внутренними факторами дальнейший рост мировых цен на нефть и фондовых рынков многих стран также оказывали поддержку российским акциям.

Далее, на протяжении первых двух декад марта на рынке наблюдалась коррекция, после которой рост возобновился. Основными причинами снижения стали неопределенность вокруг объединения «Роснефти» и «Газпрома», а также снижение активности нерезидентов в преддверии повышения ставок в США. Поддержку рынку оказали лишь высказывания президента РФ В. Путина о необходимости сокращения срока давности по приватизационным сделкам с 10 до 3 лет, а также по-прежнему высокие цены на нефть на мировом рынке. Ухудшение конъюнктуры развитых фондовых рынков также не способствовало росту цен российских акций. В начале апреля рынок рос из-за появившейся информации о возможной отмене ограничений на торговлю акциями «Газпрома» и подтверждении сроков объединения компании с «Роснефтью». Повышенным спросом пользовались акции телекоммуникационного сектора после сообщения о передаче проекта указа о приватизации «Связьинвеста» в правительство и исключения его из списка стратегических предприятий. Высокие цены на нефть оказывали дополнительную поддержку рынку. Однако ближе к концу месяца негативные новости способствовали смене рыночного тренда. Первое заметное снижение котировок произошло вслед за информацией о предъявлении налоговых претензий ТНК в размере 22 млрд руб. за 2001 г. Позже президент «ЛУКОЙЛа» В. Алекперов также заявил, что не исключает возможности предъявления компании налоговых претензий по итогам деятельности в 2002–2003 гг. Наконец, налоговой теме посвящено было и высказывание замминистра финансов С. Шаталова о том, что налоговые претензии будут предъявляться не только «ЮКОСу», но и другим компаниям. Из внешних факторов следует отметить усиление инфляционных рисков в США, которые повышали вероятность дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики и, таким образом, оттока средств с развивающихся рынков. Мировые рынки также снижались.

В первой половине мая на рынке акций падение цен продолжилось, что отчасти было обусловлено неопределенностью по вопросам объединения «Газпрома» и «Роснефти» и приватизации «Связьинвеста», а также ожиданием приговора руководителям «ЮКОСа». Все эти факторы, наряду с периодом закрытия реестров акционеров многих крупных компаний, стимулировали продажи или, по крайней мере, ограничивали активные операции на рынке. Однако в середине месяца рынок сменил направление движения после заявления представителей газовой монополии о том, что увеличение государственной доли в компании будет проведено без привлечения «Роснефти», а необходимый пакет акций будет выкуплен за деньги по рыночной стоимости.

Именно эта новость стала основной причиной затухания негативной динамики российских акций в середине мая. На рынке начался стремительный

рост по всему спектру бумаг, который продолжался вплоть до начала октября и завершился достижением индекса РТС 1045,02 пункта – максимального значения с самого начала торгов в системе РТС. Несмотря на то что в начале июня на рынке преобладали слабонегативные тенденции, связанные с комментариями замгенпрокурора РФ о возможности возбуждения уголовных дел в отношении некоторых олигархов, неопределенности относительно приватизации «Связьинвеста», а также с высокой вероятностью дальнейшего повышения процентных ставок в США, во второй декаде месяца рынок продолжил рост. Этому способствовала информация о переводе Росимуществом на баланс «Роснефтегаза» 100% акций «Роснефти», что означало начало реализации плана по приобретению государством контроля над газовой монополией и либерализации торговых операций с ее акциями. Крайне положительные финансовые результаты деятельности «Норильского никеля» за 2004 г., а также заявления А. Чубайса о том, что реформа электроэнергетики в России вышла на завершающую стадию, способствовали повышению темпов роста российского рынка акций. Нельзя не отметить и благоприятную конъюнктуру мировых рынков нефти и металлов, а также рост фондовых рынков наиболее развитых и развивающихся стран мира.

В июле и августе рынок продолжил устойчивый рост на фоне постепенного повышения активности инвесторов. Если в июле объем торгов составил около 680 млн долл., то уже к августу, несмотря на традиционный сезон отпусков, обороты торгов в РТС увеличились до 998 млн долл.

Основными факторами роста в июле стали:

- начало досрочного погашения долга Парижскому клубу;
- сообщение ConocoPhillips о намерении до конца 2006 г. довести свою долю в «ЛУКОЙЛе» до 20%;
- успешное IPO крупнейшего российского независимого производителя газа – компании «Новатэк», в ходе которого было размещено 19% уставного капитала компании в виде GDR (глобальных депозитарных расписок). В результате IPO стало вторым по сумме привлеченных средств среди российских корпораций.

Отдельно отметим, что сообщение о терактах в Лондоне 7 июля, которое вызвало снижение фондовых рынков развитых стран, привело лишь к краткосрочному внутридневному падению цен на российском рынке акций. В числе факторов роста рынка в августе следует отметить высокие цены на нефть и металлы, улучшение ликвидности в банковском секторе, сообщение о согласовании между МЭРТом и МВД проекта указа о приватизации «Связьинвеста», повышение агентством Fitch рейтинга России до уровня «BBB», а также аналогичное повышение рейтинга Сбербанка России. В середине месяца поддержку рынку оказали новости о положительных финансовых результатах экспортной деятельности «Газпрома», выделение «Норильским никелем» компании «Полюс» в отдельную золотодобывающую компанию, высокие дивиденды «Сибнефти», а также благоприятные финансовые результаты деятельности Сбербанка России. В конце месяца рынок акций испытал активный

рост, который обеспечила сильная поддержка западных инвесторов. Помимо акций компаний нефтегазового сектора, заметным спросом пользовались также бумаги Сбербанка России, что было связано с информацией о завершении досрочного погашения части долга России перед Парижским клубом. Немаловажным для рынка фактором в августе стали рекордно высокие цены на нефть. Напротив, ситуация на мировых фондовых биржах не оказывала значимого влияния.

В сентябре на российском фондовом рынке наблюдалось продолжение активного роста на фоне рекордно высокого объема торгов, который по итогам месяца составил около 1,3 млрд долл. Этому способствовали отличная отчетность «ЛУКОЙЛа» по МСФО за 1-е полугодие 2005 г., подписание кредитного договора между «Роснефтью» и синдикатом международных банков на 7,5 млрд долл. для оплаты приобретенных государством акций «Газпрома», а также планы по IPO «Роснефти». Ближе к концу месяца поток благоприятных для рынка новостей лишь усилился. Так, В. Христенко заявил о достижении принципиального решения о либерализации рынка акций «Газпрома» до конца года, были подписаны документы о продаже «Газпрому» 72,6% акций «Сибнефти» за 13,1 млрд долл., что оказалось достаточно близко к рыночной стоимости компании на тот момент. Вероятность коррекции снижалась вследствие сохранения высоких цен на нефть на мировом рынке, а также благоприятной конъюнктуры фондовых рынков большинства стран.

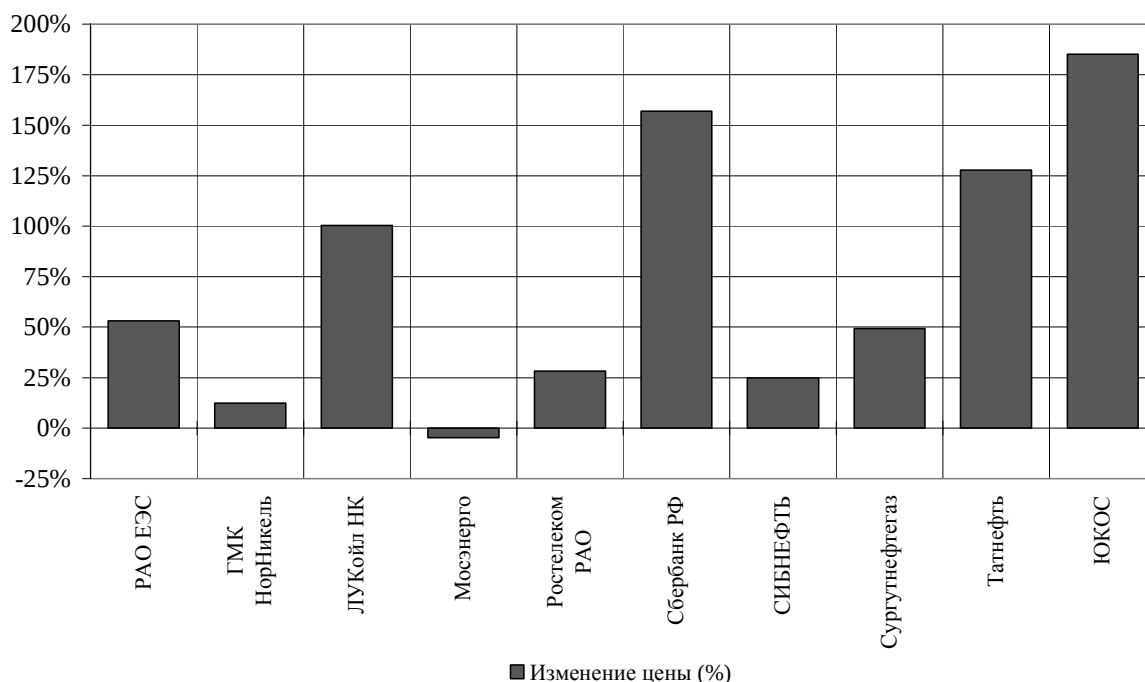
В октябре, после достижения рынком исторического максимума, наблюдалась закономерная коррекция после почти полугодового роста на фоне еще более высокой по сравнению с сентябрем активности торгов. Коррекции способствовало снижение мировых цен на нефть и фондовых рынков. Из внутренних факторов отметим информацию о новых обысках в офисе «ЮКОСа», заявление представителя МВД РФ о расследовании в отношении ряда крупных российских фирм и банков уголовных дел, связанных с отмыванием преступных доходов. Даже такие позитивные факторы, как обсуждение в правительстве вопроса о снижении НДС до 13% и высокая оценка «Роснефти» аудиторской компанией Deloitte&Touche в 50 млрд долл., не смогли поддержать котировки российских эмитентов. Определенный негатив поступал и из-за рубежа: вновь усилились опасения по поводу очередного повышения процентных ставок в США на фоне усиления инфляции.

Однако коррекция длилась недолго, и уже в конце октября – начале ноября на рынке возобновились активные покупки. Рынок постоянно обновлял исторические максимумы, чему способствовало влияние ряда факторов. В начале ноября ситуация развивалась достаточно спокойно благодаря отсутствию важных внутренних новостей и падению мировых цен на «черное золото». Однако сразу после того, как нефтяные фьючерсы вновь начали дорожать, возобновился спрос и на российские акции. Положительно рынок воспринял информацию о росте нераспределенной прибыли «Сургутнефтегаза» почти на 50% до 87 млрд руб., а также заявление министра связи и информационных технологий Л. Реймана о том, что приватизация «Связьинве-

ста» и принятие нормативных документов по защите прав спецпользователей должны осуществляться параллельно. Однако, несомненно, наиболее значимым фактором для рынка стало принятие в первом чтении закона о либерализации рынка акций «Газпрома». Даже нестабильная ситуация на мировом рынке нефти и ухудшение ситуации с ликвидностью в банковском секторе не смогли оказать заметного негативного влияния на котировки российских бумаг в конце ноября.

На протяжении последнего месяца 2005 г. на рынке не произошло существенных изменений: цены акций продолжили рост, что позволило рынку преодолеть психологически важную отметку в 1000 пунктов. Торговая активность находилась на относительно невысоком уровне, что было обусловлено, с одной стороны, ожиданием инвесторами результатов заседания ФРС в США, а с другой – ухудшением ситуации с ликвидностью в банковском секторе. Отметим, что повышение ставки все-таки состоялось, однако это было ожидаемо инвесторами и, таким образом, заложено в цены активов на развивающихся рынках. Однако выход статистической информации о росте ВВП РФ в III квартале на 7%, что оказалось существенно выше прогнозов, а также повышение агентством S&P's суверенного рейтинга России до уровня «BBB» удержали рынок от падения. В итоге на момент закрытия торгов 22 декабря 2005 г. индекс РТС поднялся до новых исторических максимумов и составил 1128,51 пункта, тогда как в течение торгов 23 декабря он поднимался до отметки 1139,04 пункта.

В отличие от предыдущего 2004 г., ставшего годом относительной стабильности курсов акций, в 2005 г. стоимость наиболее ликвидных российских акций заметно возросла (рис. 25). Так, наиболее прибыльными в прошедшем году стали инвестиции в акции ОАО «ЮКОС», курсовой доход по которым составил 185,07% (–93,82% в 2004 г.). Столь высокие темпы роста цен были обусловлены в основном техническими факторами после достаточно резкого и продолжительного падения на протяжении 2004 г., а не улучшением ситуации в самой компании. Несколько меньшей доходностью характеризовались акции ОАО «Сбербанк России», которые за год подорожали на 156,92% (83,46% в 2004 г.). Достаточно высокий темп прироста курсовой стоимости продемонстрировали акции ОАО «Татнефть» и ОАО «ЛУКОЙЛ», которые за прошедший год подорожали соответственно на 127,87 и 100,34% против 32,31 и 24,39% в 2004 г. Заметно меньшие темпы роста цен были у акций РАО «ЕЭС России» (53,07% против –1,72% в 2004 г.), ОАО «Сургутнефтегаз» (49,23% против 21,95% в 2004 г.), ОАО «Ростелеком» (28,18% против –13,72% в 2004 г.), ОАО «Сибнефть» (24,92% против 4,11% в 2004 г.) и ОАО «ГМК «Норильский никель» (12,36% против –18,67% в 2004 г.). Единственной компанией среди всех «голубых фишек», акции которых по итогам 2005 г. снизились в стоимости, стало ОАО «Мосэнерго» (–4,76% против 117,52% в 2004 г.).



Источник: фондовая биржа РТС.

Рис. 25. Изменение курсовой стоимости «голубых фишек» по итогам 2005 г.

Среди компаний «второго эшелона» максимальным приростом курсовой стоимости по итогам 2005 г. были отмечены акции банка «Возрождение» (677,78%), ОАО «Уралтрубосталь» (444,26%), ОАО «Синарский трубный завод» (383,33%). При этом активность торгов по перечисленным бумагам оставалась на относительно низком уровне. Так, с акциями банка «Возрождение» было совершено 28 сделок, с акциями ОАО «Уралтрубосталь» – 107 сделок, с акциями ОАО «Синарский трубный завод» – 40 сделок.

Лидером по обороту в РТС в 2005 г. стали акции ОАО «ЛУКОЙЛ», доля которых в суммарном объеме торгов составила 29,55% против 21,2% в 2004 г. Далее следуют акции РАО «ЕЭС России», доля которых по итогам 2005 г. составила около 20,39% против 25,86% в 2004 г. Третье место по объему торгов в 2005 г. среди «голубых фишек» заняли акции «Норильского никеля», оборот по которым в РТС составил 9,7% общего оборота против 10,55% в 2004 г. Сделки с привилегированными акциями ОАО «Транснефть» составили 6,04%, тогда как в прошлом году акции этой компании не входили в число лидеров по обороту в РТС. Наконец, пятое место заняли акции ОАО «Сбербанк России», соответствующий показатель которых составил в 2005 г. 5,6%. Таким образом, в 2005 г. доля операций с акциями 5 указанных эмитентов в РТС составила около 71,28%, что несколько превысило аналогичный показатель за предыдущий 2004 г. (около 72,44%).

По данным на 30 декабря 2005 г., пятерка компаний – лидеров по размеру капитализации выглядела следующим образом: «ЛУКОЙЛ» – 50,5 млрд

долл. (26,01 млрд долл. в 2004 г.), «Сургутнефтегаз» – 38,5 млрд (26,65 млрд в 2004 г.), ОАО «Сбербанк России» – 24,89 млрд (9,33 млрд в 2004 г.), «Сибнефть» – 17,99 млрд (14,22 млрд в 2004 г.) и РАО «ЕЭС России» – 17,32 млрд долл. (11,70 млрд долл. в 2004 г.). Таким образом, расстановка компаний в 2005 г. изменилась по сравнению с 2004 г. Так, первое место в 2005 г. заняла компания «ЛУКОЙЛ», которая в 2004 г. была второй после «Сургутнефтегаза». Кроме того, на третье место по капитализации вышло ОАО «Сбербанк России», которое потеснило «Сибнефть», занимавшую третью строчку в 2004 г. Важно отметить, что по результатам прошедшего года 3 из 5 наиболее капитализированных компаний России представляют нефтегазовый сектор⁴⁰, что наблюдалось и год назад. Столь устойчивое положение сырьевых компаний по капитализации определялось крайне благоприятной конъюнктурой сырьевых рынков в 2005 г. Среди компаний несырьевого сектора экономики наибольшую капитализацию, как и в прошлом году, имеет ОАО «Сбербанк России».

Рынок срочных контрактов

В декабре 2005 г. рынку срочных контрактов FORTS исполнилось почти четыре с половиной года с начала торгов в этом сегменте финансового рынка России. С каждым годом оборот срочного рынка существенно увеличивался, и 2005 г. не стал исключением. Так, по результатам прошедшего года суммарный оборот торгов фьючерсами и опционами на срочном рынке составил около 711,54 млрд руб. против 336,37 млрд руб. в 2004 г. Иными словами, оборот рынка срочных контрактов FORTS в 2005 г. вырос более чем в 2 раза по сравнению с предыдущим годом. Участниками торгов было заключено около 1,96 млн сделок, что составило 54,87 млн контрактов (около 1,5 млн сделок и 41,5 млн контрактов в 2004 г.). Таким образом, приведенные данные свидетельствуют о том, что активность инвесторов в данном сегменте фондового рынка заметно возросла по сравнению с 2004 г. Среднедневной объем открытых позиций по стандартным контрактам составил в 2005 г. 18 млрд руб., 1,63 млн контрактов и вырос по сравнению с 2004 г. в 2,5 раза в рублях и в 1,9 раза в контрактах. В течение 2005 г. объем открытых позиций достигал максимальных значений – 30,93 млрд руб. (12 декабря) и 2,43 млн контрактов (12 сентября).

В сегменте срочных контрактов в 2005 г., как и годом ранее, основную долю составляли операции с фьючерсами: на них приходилось около 89% (91,95% в 2004 г.) суммарного объема торгов, или 630,53 млрд руб. (309,3 млрд руб. в 2004 г.), тогда как по опционам было заключено сделок всего лишь на 81,01 млрд руб. (27,06 млрд руб. в 2004 г.). Таким образом, в прошедшем году доля операций с опционами по обороту заметно увеличилась по сравнению с 2004 г. По-прежнему наиболее привлекательными для инвесторов инструментами в 2005 г. оставались фьючерсные контракты на курсовую стоимость акций РАО «ЕЭС России». Несмотря на это, их доля в об-

⁴⁰ В данном обзоре не учитывается капитализации ОАО «Газпром».

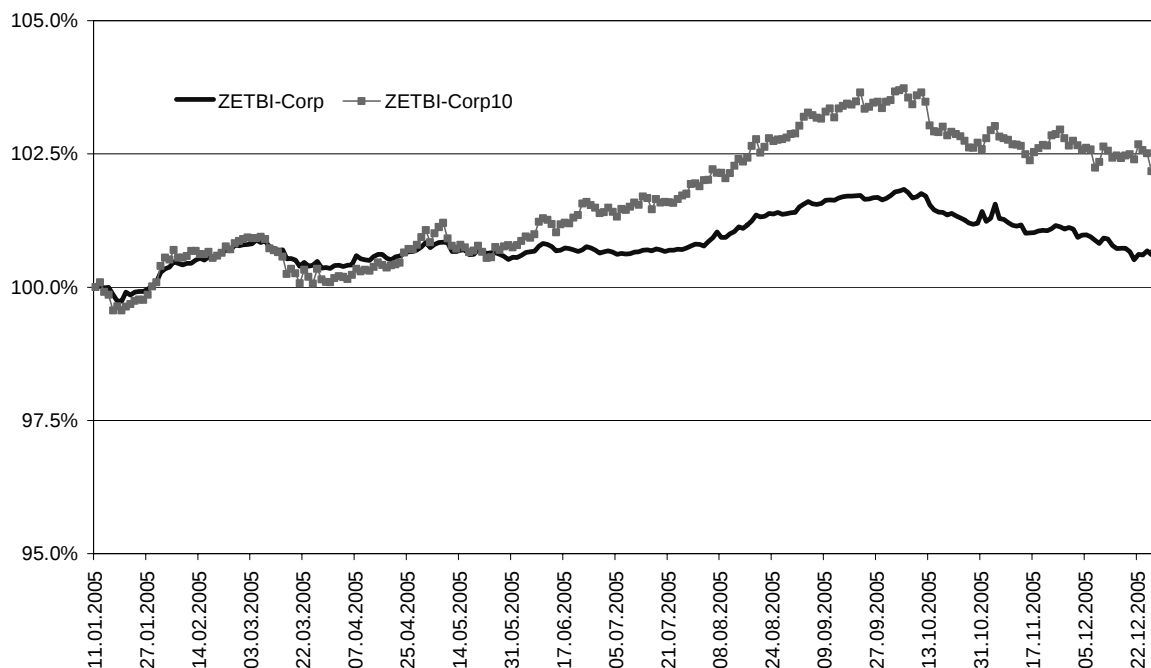
щем объеме торгов значительно снизилась (с 54% в 2004 г. до 27,37% в 2005 г.) и составила 188 млрд руб. На второй позиции, как и годом ранее, находились фьючерсы на курс акций ОАО «Газпром»: доля сделок с этим инструментом в 2005 г. составила около 21,62% (148,5 млрд руб.) против 19,6% (66 млрд руб.) в 2004 г. Доля сделок с фьючерсами НК «ЛУКОЙЛ» в 2005 г. составила 17,59% (120,8 млрд руб.) по сравнению с 12,8% (43 млрд руб.) годом ранее. В 2005 г. на рынке появилось несколько новых инструментов. 5 марта были введены в обращение одномесячные опционные контракты на акции ОАО «Газпром», ОАО «Ростелеком», РАО «ЕЭС России» и ОАО «ЛУКОЙЛ». 1 июня были запущены торги фьючерсным контрактом на трехлетние рублевые облигации г. Москвы, который на текущий момент является единственным производным инструментом в России на процентные ставки. 3 августа 2005 г. началось обращение фьючерсного контракта на основной индикатор фондового рынка России – индекс РТС, а 15 сентября были запущены опционы на данный контракт. Наконец, 10 октября началось обращение фьючерсного контракта на обыкновенные акции ОАО «Сбербанк России», после чего сформировался полный набор производных инструментов на все «голубые фишки» российского фондового рынка. Таким образом, в настоящее время участники FORTS имеют возможность проводить операции по 10 фьючерсным и 6 опционным контрактам.

Рынок корпоративных облигаций

В 2005 г. на рынке корпоративных и региональных облигаций наблюдалась в целом стабильная ситуация. Однако по сравнению с рынком акций рынок корпоративных облигаций в 2005 г. вырос не столь значительно. Об этом, в частности, свидетельствует динамика индексов корпоративных облигаций, рассчитываемых банком «Зенит» на основе рыночных котировок облигаций, торгуемых на ММВБ⁴¹. Так, по итогам 2005 г. индекс ZETBI-Corp вырос на 1,06 пункта (0,96%) – со 110,59 до 111,65 пункта. При этом индекс ZETBI-Corp10, рассчитываемый на основе котировок наиболее ликвидных корпоративных облигаций, за 2005 г. вырос на 3,99 пункта (3,46%) – со 115,13 до 119,12 пункта.

Для рынка корпоративных облигаций можно выделить несколько периодов, на протяжении которых там преобладали тенденции к повышению или понижению котировок, в целом совпадающие с аналогичными периодами улучшения или ухудшения конъюнктуры на рынке акций. Вместе с тем волатильность рынка корпоративных облигаций была заметно ниже волатильности рынка акций.

⁴¹ Индексы ZETBI-Corp и ZETBI-Corp10 рассчитываются банком «Зенит» с 3 января 2002 г.



Источник: Банк «Зенит».

Рис. 26. Динамика ценовых индексов корпоративных облигаций в 2005 г. (5 января 2005 г. = 100%)

На протяжении января–февраля 2005 г. котировки корпоративных и региональных облигаций практически не изменились. В январе активность инвесторов резко уменьшилась в связи с длительными праздниками, при этом в динамике котировок наиболее ликвидных выпусков снижение начала месяца сменилось ростом. Внешний фон для рынка облигаций оставался достаточно спокойным. Доходность ориентира мирового долгового рынка – американских 10-летних казначейских облигаций в течение января колебалась в узком диапазоне. Определенную поддержку рынку оказывала благоприятная конъюнктура рынка российских еврооблигаций. Наиболее важным фактором второй половины месяца стало повышение рейтинговым агентством S&P's суверенного рейтинга России до инвестиционного уровня. В целом котировки изменялись под воздействием факторов, воздействующих на рублевый и валютный рынки государственного долга. В феврале активность инвесторов восстановилась, при этом в динамике котировок наиболее ликвидных выпусков преобладал рост. Из внешних факторов стоит отметить некоторый рост американских бумаг в результате повышения процентной ставки до 2,5% годовых и комментария председателя ФРС о том, что ставка в дальнейшем продолжит повышаться. Ликвидность в банковском секторе оставалась на достаточно высоком уровне, что оказывало поддержку ценам наряду с укреплением курса рубля на валютном рынке.

В марте на рынке наблюдалось дальнейшее увеличение активности инвесторов, которое, однако, сопровождалось снижением котировок. В целом внешний фон оставался умеренно негативным: американский рынок продолжил снижение из-за выхода негативной статистики по инфляции, перспектив диверсификации валютных резервов Японии, что могло привести к распродаже американских активов. Внутренний валютный рынок оказывал дополнительное давление на цены корпоративных облигаций. Лишь относительно высокий уровень ликвидности удерживал котировки от более существенного провала.

Далее, на протяжении апреля–сентября на рынке корпоративного и регионального долга наблюдался устойчивый рост цен. При этом активность торгов в апреле также заметно повысилась: совокупный объем торгов в апреле составил около 206 млрд руб., что на 16,6% выше уровня марта. Рост отчасти был вызван заметным улучшением внешнеэкономической конъюнктуры и, в частности, ростом американского рынка государственных облигаций. Результаты заседания ФРС свидетельствовали о том, что власти готовы к постепенному повышению процентных ставок, что положительно отразилось на котировках. Из внутренних факторов положительной динамики рынка следует отметить снижение курса доллара по отношению к рублю и по-прежнему высокую ликвидность в банковском секторе.

Незначительная коррекция цен наблюдалась лишь в мае, однако затем рынок вновь продолжил рост. В начале месяца американский долговой рынок оставался достаточно стабильным даже после повышения процентных ставок на 0,25%, однако после появления информации о понижении рейтингов компаний General Motors и Ford до спекулятивного уровня доходность государственных облигаций увеличилась. Вместе с тем рост российских еврооблигаций благодаря достижению договоренности с Парижским клубом кредиторов о досрочном погашении долга оказывал некоторую поддержку рынку корпоративных и региональных облигаций. Влияние внутренних факторов было в целом негативным, так как заметное ухудшение ситуации с ликвидностью и рост курса доллара США по отношению к рублю стимулировал продажи рублевых инструментов.

В июне на фоне общего положительного тренда котировки наиболее ликвидных выпусков двигались разнонаправленно. Так, доходность американских 10-летних облигаций колебалась в пределах 4,01–3,94%, в течение месяца достигая 4,13%. Отчасти это было обусловлено очередным повышением процентной ставки и комментарием ФРС о том, что вероятность дальнейшего повышения ставок остается достаточно высокой. Однако особое внимание инвесторов в течение месяца было обращено на мировой валютный рынок, где наблюдалось резкое усиление доллара по отношению к евро в среднем на 4%, что нашло свое отражение и на внутреннем рынке валюты – снижение рубля по отношению к доллару составило в июне 2%. Столь резкое колебание валютного курса свидетельствовало о повышении валютных рисков для инвесторов, работающих с рублевыми инструментами, что не могло не отразиться

на котировках. Среди внутриэкономических факторов следует отметить возросшие инфляционные ожидания, обусловленные пересмотром годовых ориентиров до 10%, и осложнение ситуации с ликвидностью.

На протяжении III квартала 2005 г. рынок демонстрировал устойчивый рост по большинству выпусков. В июле активность инвесторов сократилась по сравнению с июнем, при этом наблюдалось умеренное повышение котировок наиболее ликвидных выпусков. Динамика определялась взаимодействием негативных (рост доходности американских казначейских облигаций на фоне статистической информации о превышении роста ВВП США над прогнозными значениями и, таким образом, повышения вероятности дальнейшего роста ставок, укрепления доллара к рублю в первой половине месяца) и позитивных (стабилизация ликвидности) факторов. В августе торговая активность на рынке ощутимо выросла по сравнению с июлем. При этом наблюдалось значительное повышение котировок наиболее ликвидных выпусков благодаря снижению доходности американских облигаций, повышению агентством Fitch суверенного рейтинга России, досрочному погашению части долга Парижскому клубу, хорошей ситуации с ликвидностью и укреплению курса рубля по отношению к доллару. В сентябре активность инвесторов на рынке корпоративных и региональных облигаций вновь ощутимо повысилась на фоне значительного роста котировок наиболее ликвидных выпусков. Внешнеэкономический фон несколько ухудшился: доходность на американском долговом рынке выросла из-за очередного повышения процентных ставок и опасений относительно урагана «Рита» в США. Определенную поддержку рынку оказывал рост российских еврооблигаций на фоне ожиданий скорого повышения рейтинга России агентством Moody's после его включения в список на пересмотр. Избыток рублевой ликвидности не только поддерживал вторичный рынок, но и способствовал успешному размещению ряда выпусков на первичном рынке. Движение курса рубля по отношению к доллару носило разнонаправленный характер, поэтому не оказывало существенного влияния на поведение инвесторов.

В октябре после достаточно продолжительного полугодового роста на рынке корпоративных и региональных облигаций преобладали негативные тенденции в движении цен. Прежде всего, одной из причин снижения котировок стало дальнейшее повышение доходности американских казначейских облигаций, а также последовавшее за этим ухудшение конъюнктуры рынка российских еврооблигаций. Более значительное снижение рынка корпоративного и регионального долга ограничивалось достаточно хорошей ликвидностью в банковском секторе, а также отсутствием явных тенденций к росту или снижению курсу рубля по отношению к доллару США. В ноябре внешнеэкономическая ситуация несколько улучшилась, однако на валютном рынке доллар продемонстрировал резкое укрепление к рублю вслед за ростом доллара на мировом валютном рынке FOREX. Дополнительные проблемы с ликвидностью привели к тому, что рынок в ноябре в целом продемонстрировал некоторое снижение котировок наиболее ликвидных выпусков. Однако в де-

кабре на рынке наблюдалась стабилизация котировок. Внутренний долговой рынок отыгрывал повышение цен на российские еврооблигации вслед за снижением доходности американских казначейских обязательств. Комментарии представителей ФРС были расценены инвесторами положительно благодаря возможности завершения цикла повышения процентных ставок. Однако рост сдерживался влиянием внутриэкономических факторов – по-прежнему нестабильной ситуацией с ликвидностью и некоторым снижением курса рубля по отношению к доллару США.

Активность эмитентов на первичном рынке в 2005 г. заметно возросла, хотя и различалась довольно существенно на протяжении года. Так, максимальный объем размещений корпоративных и региональных облигаций на первичном рынке был зафиксирован в декабре и составил около 75,1 млрд руб. (примерно 27,93 млрд руб. в 2004 г.), тогда как минимальный объем составил 9,05 млрд руб. и наблюдался в августе (4,81 млрд руб. в 2004 г.), если не учитывать полного отсутствия активности на первичном рынке в январе прошедшего года. Суммарный объем первичных размещений корпоративных облигаций за весь 2005 г. составил примерно 313 млрд руб. против 194,87 млрд руб. в 2004 г. Таким образом, можно констатировать существенное увеличение первичного предложения на рынке корпоративного и регионального долга.

Факторы динамики российского фондового рынка

Динамика российского фондового рынка в 2005 г. определялась рядом факторов, которые для удобства можно условно подразделить на следующие группы:

- внутривнутриполитическая ситуация;
- взаимоотношения с международными финансовыми организациями;
- ситуация на международных финансовых рынках;
- ситуация на мировых рынках сырья (в частности, нефти).

Каждая из представленных групп факторов на протяжении 2005 г. оказывала неодинаковое влияние на динамику различных сегментов российского финансового рынка. Несмотря на то что большая часть из них уже была упомянута при анализе динамики различных сегментов российского финансового рынка, необходимо остановиться на них несколько более подробно.

Внутриполитическая ситуация. Если 2004 г. стал, по признанию российского делового сообщества, годом дальнейшего повышения давления власти на бизнес и результирующего повышения политических рисков, то в 2005 г. ситуация в этом отношении несколько улучшилась. В числе негативных моментов прошедшего года стоит отметить завершение суда над руководителями «ЮКОСа», которые были приговорены к значительным срокам тюремного заключения, продолжение давления налоговых органов на опальную компанию, а также предъявление отдельным компаниям (ТНК, «ЛУКОЙЛ» и др.) налоговых претензий по результатам проверок их деятельности за последние несколько лет.

Вместе с тем все эти негативные события происходили преимущественно на протяжении первой половины года, тогда как остальная часть года оказалась достаточно спокойной. Более того, правительство реализовало ряд действий, которые прямо или косвенно оказали благоприятное влияние на настроение инвесторов. Так, в течение года была снята неопределенность относительно увеличения доли государства в газовой монополии, которая была реализована посредством выкупа пакета акций за денежные средства. Наконец, в декабре были внесены поправки в Закон «О газоснабжении», позволяющие провести либерализацию рынка акций «Газпрома».

Несмотря на некоторое снижение политических рисков, которое послужило причиной достаточно резкого роста российского фондового рынка, определенное опасение вызывают некоторые шаги правительства, направленные на повышение роли государства в экономической жизни России. Так, усиление государственного участия в нефтегазовом секторе после приобретения «Газпромом» «Сибнефти» по стоимости, сопоставимой с ее рыночной ценой, непосредственно после распродажи основного добывающего актива «ЮКОСа» – «Юганскнефтегаза» со значительным дисконтом свидетельствует о том, что государство использует не совсем рыночные способы перераспределения собственности. При этом все эти шаги предпринимаются в условиях крайне высоких доходов страны от экспорта энергоносителей и металлов, которые могли бы использоваться для ускорения структурных экономических реформ и улучшения инвестиционного климата в России.

Взаимоотношения с международными финансовыми организациями.

В течение года отношения России и международных финансовых организаций складывались довольно успешно, что в значительной степени было следствием благоприятной макроэкономической ситуации в стране на протяжении последних 2 лет и эффективной политики по управлению внешним долгом России. Так, 31 января 2005 г. рейтинговое агентство S&P's повысило суверенный кредитный рейтинг России в иностранной валюте до инвестиционного уровня «BBB-» с «BB+». В августе рейтинговым агентством Fitch суверенный рейтинг России был повышен на одну ступень – до уровня «BBB» с «BBB-». В октябре другое рейтинговое агентство – Moody's повысило суверенный рейтинг России еще на одну ступень – до уровня «Baa2». А уже в декабре суверенный рейтинг России был вновь повышен агентством S&P's до уровня «BBB» с «BBB-».

Другим важным событием для российского рынка облигаций стало заявление инвестиционного банка Lehman Brothers о том, что кредитные рейтинги Fitch будут учитываться наравне с рейтингами Moody's и Standard&Poor's в качестве включения ценных бумаг в индексы облигаций. Таким образом, российские бумаги были включены в индекс Lehman US Credit/Aggregate, на которые ориентируются американские фонды с суммарными активами около 1,5–2 трлн долл.

Свои долговые обязательства в 2005 г. Россия выполняла согласно заранее утвержденному графику и в полном объеме. Более того, в прошлом го-

ду Россия успешно осуществила досрочное погашение части внешнего долга. Так, в феврале Россия досрочно погасила долг перед МВФ в размере 3,3 млрд долл., а также выплатила странам – членам Парижского клуба кредиторов около 1,6 млрд евро в счет погашения основного долга и уплаты процентов. Помимо этого, на протяжении первой половины 2005 г. Россия вела переговоры с Парижским клубом о досрочном погашении части долга. И если на начальной стадии переговоров кредиторы не только отказались дисконтировать долг, но и потребовали премию, то в дальнейшем было достигнуто соглашение о возможности погашения Россией 15 млрд долл. по номиналу на протяжении июля–августа 2005 г.

Ситуация на международных финансовых рынках. Прошедший 2005 г. характеризовался незначительным улучшением конъюнктуры мировых фондовых рынков. В частности, американские фондовые индикаторы в 2005 г. продемонстрировали смешанную динамику. Так, если по итогам года американский фондовый индекс Dow Jones снизился на 11,93 пункта (–0,11%), то индекс NASDAQ Composite вырос на 53,17 пункта (2,47%). Отдельного внимания заслуживает тот факт, что волатильность американского фондового рынка в прошедшем году была в целом сопоставима с волатильностью российского рынка акций, что в основном было обусловлено снижением волатильности последнего. Основными факторами динамики американского рынка акций в 2005 г. стали крайне высокие цены на нефть, сдерживающие рост американской экономики и стимулирующие развитие инфляционных процессов. Если темпы роста экономики не вызывали тревоги, то угроза роста инфляции стимулировала пересмотр федеральными властями приоритетов денежно-кредитной политики, что привело к неоднократному повышению базовой процентной ставки в США, величина которой к концу года достигла 4,25% годовых. Однако повышение ставки в течение года, хотя и оказывало некоторое влияние на рынок, чаще всего носило краткосрочный характер, и решения ФРС всегда совпадали с ожиданиями инвесторов. Таким образом, эффект повышения ставки, по крайней мере частично, уже был отражен в ценах до момента повышения. Другим важным фактором, который наряду с остальной макроэкономической информацией достаточно сильно влиял на поведение инвесторов, была статистика по рынку труда и величине торгового дефицита в США. Все это вместе с политикой ФРС влияло на курсы валют на мировом рынке FOREX и, таким образом, также определяло в некоторой степени привлекательность долларовых активов. Наконец, как и ранее, финансовые результаты деятельности американских корпораций наряду с уже перечисленными факторами тоже влияли на поведение участников торгов на американском рынке акций.

Что касается фондовых рынков других стран, то, в частности, фондовые индикаторы стран Европы в целом за 2005 г. выросли значительно сильнее американских индексов. Еще более благоприятная ситуация складывалась на рынках развивающихся стран – фондовые рынки их в 2005 г. продемонстрировали рост, который в большинстве случаев измерялся несколькими десят-

ками процентов в год. В результате рост агрегированного фондового индекса развивающихся стран, рассчитываемый компанией Morgan Stanley по итогам года, составил около 30%.

В целом влияние рынков развитых рынков на российский рынок акций в большей степени проявлялось в период отсутствия важных внутренних новостей и стабилизации цен на нефтяном рынке. Напротив, в периоды появления на рынке достаточно большого количества внутренних новостей как из корпоративного, так и из государственного сектора их влияние на котировки оказывалось существенно более весомым, чем колебания конъюнктуры мировых рынков. Единственным фактором, которому инвесторы уделяли большое внимание независимо от страны, была политика ФРС США. В среднесрочной перспективе она могла сказаться на уровне ликвидности этих рынков из-за оттока средств крупных американских фондов и других институциональных инвесторов.

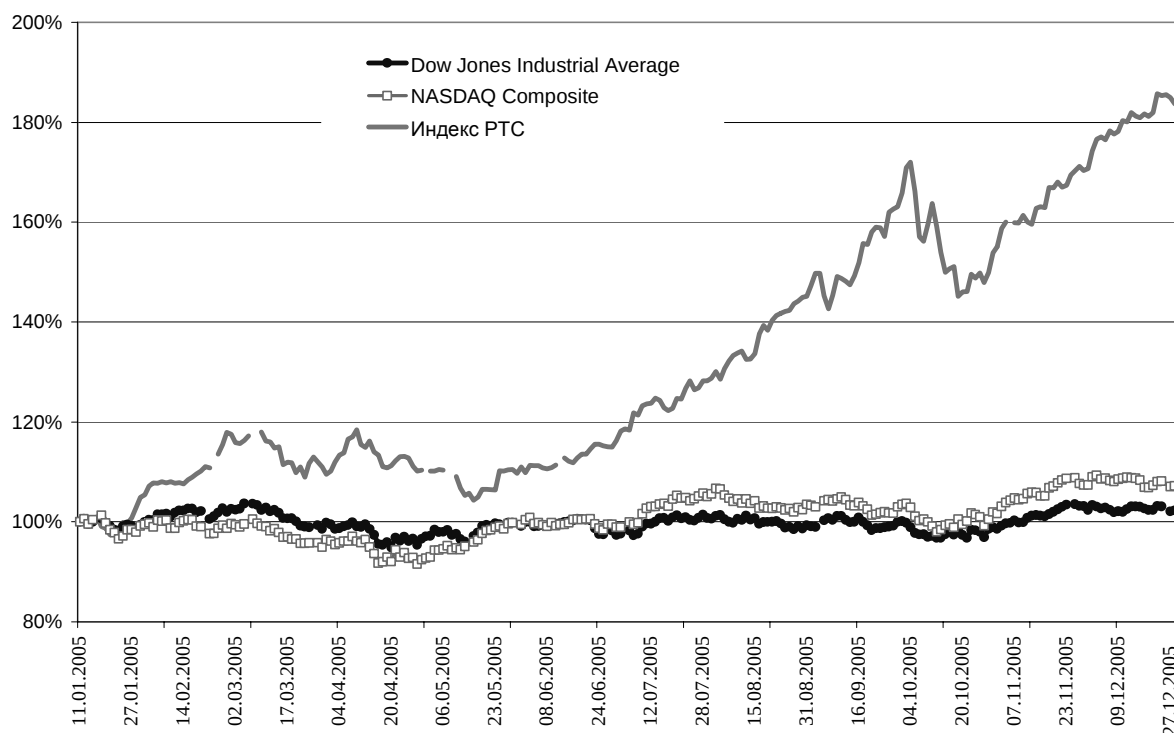


Рис. 27. Динамика американских индексов Dow Jones и NASDAQ в 2005 г.
(31 декабря 2004 г.=100%)

Ситуация на мировом рынке нефти. Мировой рынок нефти в 2005 г. продемонстрировал настолько высокие темпы роста, что по праву стал одним из основных факторов восстановления российского рынка акций и его роста до исторических максимумов. Достаточно отметить, что если в начале года цены колебались на уровне 45 долл. за баррель, то во второй половине месяца на торгах в США нефть поднималась до отметки свыше 70 долл. за баррель.

В числе основных факторов столь резкого роста цен на нефть на протяжении 2005 г. можно выделить как традиционные факторы, которым инвесторы традиционно уделяют достаточное внимание (данные о запасах нефти и нефтепродуктов в США, погодные условия на территории страны, активность крупных фондов, осуществляющих операции на нефтяном рынке, а также позиция стран ОПЕК относительно ситуации на рынке), так и ряд факторов, специфичных именно для прошедшего года.

Например, в феврале рост рынка был обусловлен прогнозом Международного энергетического агентства, в котором темпы роста добычи независимых производителей были пересмотрены в сторону понижения. Заявления крупных инвестиционных компаний и банков, таких как Goldman Sachs, также оказывали влияние на динамику цен: в представленном в апреле аналитическом докладе цена нефти марки Brent на конец 2007 г. прогнозировалась экспертами на уровне 105 долл. за баррель.

Динамика нефтяных котировок в июле в значительной степени определялась погодными условиями в Мексиканском заливе. Два урагана – «Синди» и «Деннис» внесли определенные коррективы в работу нефтяников: в отдельные дни было закрыто до 12% нефтяных шельфовых платформ, тогда как добыча и переработка газа снижалась на 8%. А уже в августе причиной очередного витка цен на нефть стал ураган «Катрина», который привел к значительным разрушениям в США и резкому снижению добычи в Мексиканском заливе. При этом последствия для нефтедобычи оказались значительно более разрушительными, чем прогнозировалось. В результате глава Международного энергетического агентства не исключил возникновения широкомасштабного энергетического кризиса вследствие урагана «Катрина», если его последствия значительно затронут производство нефтепродуктов, особенно в преддверии другого тропического урагана «Рита», который в сентябре двигался в сторону США. В конце года цены несколько снизились по отношению к достигнутым в августе максимумам, однако продолжали оставаться на достаточно высоких уровнях.

Таким образом, конъюнктура мирового рынка нефти на протяжении всего 2005 г. оставалась крайне благоприятной для России. Нефтяные компании старались всеми доступными способами нарастить добычу и экспорт нефти и, таким образом, увеличить размер чистой прибыли. На этом фоне акции отечественных компаний были довольно привлекательным объектом для инвестирования, что поддерживало котировки этих акций на достаточно высоких уровнях. Однако необходимо отметить, что высокие цены на нефть потенциально могут и негативно отражаться на динамике мирового фондового рынка. Это может наблюдаться, во-первых, из-за возможного ограничения темпов роста мировой экономики, снижение которых может привести к существенному перераспределению финансовых средств между рынками различных стран, в первую очередь за счет вывода средств с развивающихся рынков. Во-вторых, как показал 2005 г., высокие цены на нефть могут стать причиной значительного усиления инфляционных процессов в странах – чис-

тых импортерах нефти, которыми являются большинство лидеров мировой экономики (в первую очередь США). А ужесточение денежно-кредитной политики в США и других странах прежде всего может негативно сказаться на развивающихся рынках.

Новости корпораций

Заметные улучшения в функционировании некоторых российских корпораций отразились в присвоении им долгосрочных кредитных рейтингов или пересмотре уже существующих.

Так, в начале февраля ОАО «Ростелеком» сообщило о решении международного рейтингового агентства Standard&Poor's повысить долгосрочный кредитный рейтинг компании с «В» до «В+» со стабильным прогнозом. В отчете S&P's это объясняется снижением финансовых рисков компании, усилением ее рыночных позиций, а также улучшением показателей операционной деятельности. По мнению агентства S&P's, рост кредитоспособности ОАО «Ростелеком» является следствием эффективных действий менеджмента по сокращению издержек и сохранению лидирующих рыночных позиций. Прогноз «Стабильный» отражает ожидание дальнейшего улучшения структуры капитала, а также увеличения объема свободных денежных средств компании в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

26 апреля международное рейтинговое агентство Moody's Investors Service повысило основной рейтинг ОАО «ЛУКОЙЛ» с «Ba2» до «Ba1». Одновременно Moody's повысило рейтинг эмитента по необеспеченным заимствованиям ОАО «ЛУКОЙЛ» с «Ba3» до «Ba2». По всем рейтингам прогноз – «Стабильный». По заявлению Moody's, повышение рейтинга главным образом отражало высокие производственно-финансовые результаты деятельности «ЛУКОЙЛа» и, в частности, существенный рост эффективности операционной деятельности, рост показателя EBITDA (прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации) за первые 9 месяцев 2004 г., улучшение структуры кредитного портфеля компании, а также усовершенствование корпоративного управления, особенно после приобретения компанией ConocoPhillips 7,6%-ной доли акций «ЛУКОЙЛа» в сентябре 2004 г. и увеличение пакета акций до 10% в январе 2005 г.

4 августа 2005 г. международное рейтинговое агентство Fitch Ratings повысило долгосрочный рейтинг ОАО «Сбербанк России» с уровня «BBB-» до «BBB» вслед за повышением суверенного долгосрочного рейтинга России в иностранной валюте. Прогноз по рейтингу банка был сохранен как «Стабильный». При этом краткосрочный рейтинг банка был подтвержден на уровне «F3», а рейтинг поддержки – на уровне «2». Рейтинг приоритетных необеспеченных еврооблигаций ОАО «Сбербанк России» на сумму 1 млрд долл. со сроком погашения в 2006 г. был также повышен с «BBB-» до «BBB». Рейтинг субординированных долговых обязательств банка на 1 млрд долл. со сроком погашения в 2015 г. был повышен с «BB+» до «BBB-».

10 августа международное рейтинговое агентство Standard&Poor's объявило о повышении долгосрочного кредитного рейтинга ГМК «Норильский

никель» до уровня «ВВ+» с уровня «ВВ». Кредитный рейтинг по национальной шкале был повышен с уровня «ruAA» до уровня «ruAA+». Прогноз изменения рейтинга – «Стабильный». Как сообщалось в отчете Standard&Poor's, «присвоенный рейтинг отражает лидирующие позиции ГМК «Норильский никель» на мировом рынке никеля, палладия, платины и меди, уникальную ресурсную базу и устойчивое финансовое положение компании. В то время как главным ограничителем повышения кредитных рейтингов для российских компаний является состояние бизнес-климата в России, ГМК «Норильский никель» продемонстрировала высокие финансовые и операционные показатели и позиционировала себя как одного из сильнейших корпоративных заемщиков в стране». Прогноз «Стабильный» включает оценку Standard&Poor's программы по выделению золотодобывающих активов, рассматриваемой «Норильским никелем», которая, по мнению рейтингового агентства, «вряд ли существенно отразится на диверсификации группы и вряд ли приведет к значительному оттоку денежных средств».

Наконец, 21 декабря рейтинговое агентство Fitch Ratings объявило о присвоении компании инвестиционного кредитного рейтинга. «Норильскому никелю» был присвоен долгосрочный кредитный рейтинг в иностранной валюте на уровне «BBB-» с прогнозом изменения рейтинга «Стабильный». Таким образом, «Норильский никель» в настоящее время является первой и единственной частной российской компанией с международным инвестиционным рейтингом.

В октябре–декабре 2005 г. многие компании опубликовали финансовые результаты своей деятельности в 2005 г., среди которых отметим следующие.

2 августа ОАО «Ростелеком» обнародовало результаты своей деятельности за 1-е полугодие 2005 г. Так, выручка ОАО «Ростелеком» за 1-е полугодие 2005 г. составила 19 501,4 млн руб., увеличившись по сравнению с соответствующим периодом 2004 г. на 8,3%. Показатель EBITDA увеличился на 5,6% – до 7 735,5 млн руб. Рентабельность по EBITDA в 1-м полугодии 2005 г. составила 39,7%. В результате чистая прибыль за первые 6 месяцев 2005 г. составила 5 661,0 млн руб., увеличившись по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 28,2%.

20 сентября «ЛУКОЙЛ» опубликовал консолидированную финансовую отчетность за 1-е полугодие 2005 г., подготовленную в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета США (US GAAP). По представленной информации, за 1-е полугодие 2005 г. чистая прибыль компании составила 2 590 млн долл., что на 52,7% больше, чем за аналогичный период предшествующего года. Показатель EBITDA достиг 4 298 млн долл., рост составил 45%. Выручка от реализации выросла до 24 049 млн долл., увеличившись на 66,1%. Кроме того, общая сумма расходов по налогам превысила 7 млрд долл., что почти в 2 раза превышает уровень 2004 г. Удельные затраты на добычу нефти выросли на 6,3% по сравнению с 1-м полугодием 2004 г. и составили 2,69 долл./барр.

В октябре ОАО «Сибнефть» обнародовало финансовые результаты своей деятельности за 1-е полугодие 2005 г. Согласно опубликованным 4 октября финансовым результатам в соответствии с US GAAP, чистая прибыль «Сибнефти» возросла на 44% и составила 1,42 млрд долл. по сравнению с 988 млн долл. за тот же период 2004 г. Рост прибыли компании обусловлен ростом цен на нефть и нефтепродукты как на международном, так и на внутреннем рынке, несмотря на повышение затрат на электроэнергию, транспортные расходы, налоги и экспортные пошлины. Выручка компании увеличилась на 43% – до 5,73 млрд долл. Показатель EBITDA за 1-е полугодие прошедшего года составил 1,94 млрд долл., что на 29% выше аналогичного показателя 2004 г. (1,50 млрд долл.). На 30 июня 2005 г. кредитный портфель группы «Сибнефть» был равен 1,50 млрд долл.

16 ноября в Сбербанке России состоялось выступление первого заместителя председателя правления Сбербанка России А.К. Алёшкиной, посвященное итогам работы банка за 9 месяцев 2005 г. и прогнозу результатов деятельности в 2005 г. Согласно представленным данным, за 9 месяцев 2005 г. активы-нетто Сбербанка России выросли на 20% и составили 2,4 трлн руб. Балансовая прибыль достигла 63,3 млрд руб., что более чем на 20% превышает ее объем за весь 2004 г. Сумма чистой прибыли составила 48,3 млрд руб., что почти на 11% больше, чем объем чистой прибыли за весь 2004 г. Собственный капитал вырос на 38% – до 239,3 млрд руб. Рентабельность активов увеличилась до 3,0%, рентабельность капитала достигла 29,5%. Высокие финансовые показатели предопределили большой спрос участников рынка на акции Сбербанка России: за 9 месяцев текущего года стоимость обыкновенных акций возросла более чем в 1,9 раза – до 960 долл. за акцию, привилегированных – более чем в 2,7 раза – до 13,6 долл. (за это время индекс РТС увеличился в 1,6 раза). В результате рыночная капитализация банка увеличилась с 9,7 млрд до 18,9 млрд долл.

25 ноября ОАО «Газпром» представило не прошедшую аудит консолидированную промежуточную сокращенную финансовую отчетность за 1-е полугодие 2005 г., подготовленную в соответствии с Международным стандартом финансовой отчетности. За 6 месяцев 2005 г. выручка от продаж (за вычетом акциза, НДС и таможенных платежей) увеличилась на 139 759 млн руб., или на 30% по сравнению с аналогичным периодом 2004 г., и составила 611 233 млн руб. За тот же период операционные расходы по сравнению с аналогичным периодом 2004 г. увеличились на 53 106 млн руб., или на 15%, и составили 402 178 млн руб. Величина прибыли, относящаяся к акционерам ОАО «Газпром», за 1-е полугодие 2005 г. составила 152 810 млн руб., что на 60 552 млн руб., или на 66%, больше, чем за аналогичный период 2004 г.

В 2005 г. некоторые российские компании продолжили процесс приобретения новых, в том числе зарубежных, активов и установления долгосрочных связей, позволяющих расширить и укрупнить бизнес и повысить его эффективность. Кроме того, часть компаний провела процесс реорганизации и реструктуризации бизнеса.

Так, в конце марта появилась официальная информация о том, что компания «ЛУКОЙЛ-Финляндия» (входит в группу «ЛУКОЙЛ») заключила договор купли-продажи акций финских компаний Oy Teboil Ab и Suomen Petrooli Oy, в результате чего получила единоличный контроль над этими компаниями. Сумма сделки составила 160 млн долл. Сделка одобрена Еврокомиссией. Основными видами деятельности Oy Teboil Ab и Suomen Petrooli Oy являются управление сетью из 289 АЗС и 132 Д-точек (отдельно стоящие наземные емкости и колонки по продаже дизельного топлива), оптовая продажа нефтепродуктов, а также производство и продажа масел. Главным результатом этой сделки стал выход «ЛУКОЙЛа» на финский рынок конечного потребления нефтепродуктов. Компания намерена получить дополнительную прибыль от поставок в Финляндию экологически чистого дизельного топлива EN-590 с низким содержанием серы, производимого на новой установке гидрокрекинга Пермского НПЗ. Мощности Oy Teboil Ab и Suomen Petrooli Oy на финском рынке печного топлива также позволят «ЛУКОЙЛу» рассчитывать на дополнительный экспорт мазута и газойля с российских НПЗ компании.

15 апреля 2005 г. совет директоров ГМК «Норильский никель» принял решение одобрить программу действий, направленных на выделение российских золотодобывающих активов, консолидированных под компанией ЗАО «Полюс» и ее дочерними компаниями, и принадлежащей компании 20%-ной доли в компании «Голд Филдз Лимитед». Предполагалось, что реорганизация должна привести к образованию новой крупной независимой золотодобывающей компании, обладающей значительным потенциалом для дальнейшего роста и существенными активами в России. Предварительным этапом реорганизации стала консолидация всех золотодобывающих активов компании (включая 20%-ную долю в компании «Голд Филдз Лимитед») под компанией ЗАО «Полюс». Консультантами ГМК «Норильский никель» по реорганизации выступали Deutsche Bank AG London (финансовый консультант) и Debevoise & Plimpton LLP (юридический консультант). В связи с проведением реорганизации ГМК «Норильский никель» приняла решение об увеличении уставного капитала ЗАО «Полюс» путем размещения дополнительных обыкновенных именных бездокументарных акций посредством закрытой подписки. Дополнительная эмиссия акций ЗАО «Полюс» предусматривала размещение именных обыкновенных бездокументарных акций номинальной стоимостью 400 руб. каждая в количестве 126 штук по цене 290 609 959 руб. за 1 акцию. Полученные от размещения акций денежные средства планировалось направить ЗАО «Полюс» для целей консолидации 20%-ного пакета акций южно-африканской золотодобывающей компании «Голд Филдс Лимитед» в соответствии с решением совета директоров ГМК «Норильский никель» о выделении золотодобывающих активов.

В июле «ЛУКОЙЛ» и ConocoPhillips создали совместное предприятие ООО «Нарьянмарнефтегаз» для разработки углеводородов в Тимано-Печорской нефтегазоносной провинции на севере Европейской части России. Экономическая доля ConocoPhillips в совместном предприятии составля-

ет 30%. Сумма сделки по приобретению указанной доли составляет около 500 млн долл. Управление совместным предприятием будет осуществляться «ЛУКОЙЛом» и ConocoPhillips на паритетной основе. Планируется, что максимальный объем добычи нефти совместным предприятием составит около 200 тыс. баррелей в сутки. Добываемая нефть будет отгружаться на танкеры через терминал «ЛУКОЙЛа» в поселке Варандей на берегу Баренцева моря (Ненецкий автономный округ) для поставки на международные рынки. В 2007 г. «ЛУКОЙЛ» планирует увеличить мощность терминала до 240 тыс. баррелей в сутки при участии ConocoPhillips в проектировании и финансировании проекта расширения терминала. Совместное предприятие создано в рамках широкомасштабного стратегического альянса между ConocoPhillips и «ЛУКОЙЛом», заключенного 29 сентября 2004 г., в рамках которого ConocoPhillips приобрела более 11% обыкновенных акций «ЛУКОЙЛа».

Чуть позже, в октябре, «ЛУКОЙЛ», действуя через свою 100%-ную дочернюю компанию LUKOIL Finance Limited (Гибралтар), заключил соглашение о привлечении кредита в размере 2 млрд долл. на срок 6 месяцев для приобретения контрольного пакета Nelson Resources Limited. Кредит является необеспеченным и предоставляется по ставке Libor + 0,5% годовых. Единоличным организатором, букраннером и кредитором по этому кредиту выступает Citigroup. Гарантом по кредиту выступает ОАО «ЛУКОЙЛ». В течение 6 месяцев «ЛУКОЙЛ» рефинансирует этот кредит при помощи синдицированных кредитов. Nelson Resources Limited участвует в проектах по добыче углеводородов в западной части Республики Казахстан на месторождениях Алибекмола, Кожасай, Каракудук, Северные Бузачи и Арман. В большинстве этих проектов Nelson Resources Limited является сооператором. Кроме того, компания является участником опционного соглашения по двум геолого-разведочным блокам в казахстанском секторе Каспийского моря – Южный Жамбай и Южное Забурунье. Доказанные и вероятные запасы углеводородов Nelson Resources Limited составляют 269,6 млн баррелей.

21 октября в соответствии с условиями договора купли-продажи акций от 28 сентября 2005 г. 72,663% акций ОАО «Сибнефть» были переведены аффилированными структурами Millhouse Capital компании «Газпром Финанс Б.В.» (100%-ная дочерняя компания ОАО «Газпром»). Для приобретения акций «Сибнефти» «Газпром» привлек финансирование в размере 13,079 млрд долл. у консорциума международных банков. В состав консорциума вошли Dresdner Kleinwort Wasserstein (DrKW), ABN AMRO, Citigroup, Credit Suisse First Boston (CSFB), Goldman Sachs и Morgan Stanley. Ранее «Газпром» приобрел 3,016% акций «Сибнефти» у АБ «Газпромбанк» (ЗАО). Таким образом, «Газпром» получает контроль над 75,679% акций ОАО «Сибнефть».

Кроме того, ОАО «Газпром» получило экспертное заключение, подготовленное Лондонским филиалом Дойче Банк АГ, в отношении цены приобретения Gazprom Finance B.V., аффилированной компанией ОАО «Газпром», 72,663% акций ОАО «Сибнефть», составляющей 13,079 млрд долл. В результате экспертизы Дойче Банк пришел к выводу, что вознаграждение за

72,663% акций ОАО «Сибнефть» в размере 13,079 млрд долл. является справедливым с финансовой точки зрения для ОАО «Газпром». Поэтому окончательная цена была уменьшена по сравнению с ранее объявленной ценой в размере 13,091 млрд долл. в результате дополнительных переговоров между покупателем и продавцами.

Помимо этого, в декабре на основании решения совета директоров от 4 октября 2005 г. компания «Газпром» также приобрела 22,43% акций ОАО «Силовые машины». Сумма сделки составила 101,4 млн долл. при верхней границе диапазона рыночной стоимости, определенной независимым оценщиком «КПМГ» и утвержденной советом директоров, в размере 107 млн долл. Таким образом, с учетом акций ОАО «Силовые машины», принадлежащих ОАО «Ленэнерго», холдинг РАО «ЕЭС России» аккумулировал блокирующий пакет (25% + 1 акция) акций концерна.

В завершившемся году отечественные компании довольно активно проводили политику по привлечению дополнительного объема инвестиций, в том числе на зарубежных финансовых рынках, а также укрепляли свои позиции на мировых рынках капитала.

Например, 24 января «Сибнефть» заявила об изменении количества собственных акций, приходящихся на 1 американскую депозитарную расписку (АДР). С 24 января 1 АДР равняется 5 обыкновенным акциям «Сибнефти». До этого 1 АДР равнялась 10 обыкновенным акциям компании. Таким образом, количество выпущенных АДР удвоилось, и их владельцы получили по одной дополнительной расписке на каждую имеющуюся. Этот шаг был предпринят компанией для повышения ликвидности своих акций, торгуемых на международных рынках. В настоящее время АДР «Сибнефти» первого уровня торгуются на Франкфуртской и Берлинской фондовых биржах.

В конце января 2005 г. ГМК «Норильский никель» сообщила о результатах рассмотрения заявлений, поданных акционерами в связи с приобретением компанией собственных размещенных акций в соответствии с решением совета директоров ГМК «Норильский никель» от 2 декабря 2004 г. 3 декабря 2004 г. ГМК «Норильский никель» объявила о намерении приобрести до 12 500 000 своих акций (5,8% уставного капитала) по цене 1680 руб. за 1 акцию на общую сумму до 21 млрд руб. Всего в ЗАО «Национальная регистрационная компания» было подано 372 заявления от акционеров о продаже своих акций, оформленных надлежащим образом, из которых 207 заявлений было подано от акционеров юридических лиц и 165 заявлений от акционеров физических лиц. Общее количество акций, указанных в заявлениях, поданных акционерами, составило 59 761 360 штук, из которых 57 965 450 акций относятся к заявлениям от акционеров – юридических лиц и 1 795 910 акций к заявлениям от акционеров – физических лиц. Так как общее количество акций, в отношении которых поступили заявления об их продаже компании, составило 59 761 360 штук и превысило 12 500 000 штук, то окончательное количество акций, приобретаемых компанией у акционера, определялось на пропорциональной основе.

В течение 2005 г. ОАО «Газпром» успешно разместило несколько выпусков облигаций. Так, 3 февраля были размещены рублевые облигации серии АЗ в объеме 10 млрд руб., номинальной стоимостью 1000 руб., со сроком обращения 3 года. По облигациям предусмотрен купон в 4% номинальной стоимости с выплатой каждые 180 дней. Цена размещения по итогам аукциона на ММВБ была определена в размере 100,69% номинала, что соответствует эффективной доходности к погашению в 8% годовых. Инвесторами было подано заявок на сумму 15,88 млрд руб. Далее, летом 2005 г. (11 августа) ОАО «Газпром» разместило рублевые облигации серии А6 в объеме 5 млрд руб., номинальной стоимостью 1000 руб., со сроком обращения 4 года. Ставка купона, выплачиваемого каждые 182 дня, по итогам конкурса на фондовой бирже ММВБ была определена в размере 6,95% годовых. Инвесторами было подано 158 заявок на сумму более 12 млрд руб. В ходе аукциона было удовлетворено 45 заявок. Ценные бумаги были размещены с рекордно низкой доходностью по сравнению с выпусками корпоративных облигаций, размещавшихся на подобные сроки. Наконец, 12 октября ОАО «Газпром» разместило рублевые облигации серии А5 в объеме 5 млрд руб., номинальной стоимостью 1000 руб., со сроком обращения 3 года. Ставка купона, выплачиваемого каждые 182 дня, по итогам конкурса на Московской межбанковской валютной бирже была определена в размере 7,58% годовых. Инвесторами было подано 120 заявок на сумму, превышающую 9 млрд руб. В ходе аукциона были удовлетворены 73 заявки. Привлеченные в рамках размещений средства планировалось направить на финансирование капиталовложений, необходимых для поддержания текущих производственных мощностей, реализацию новых перспективных проектов, а также на рефинансирование краткосрочной задолженности и оптимизацию структуры долгового портфеля.

21 октября 2005 г. РАО «ЕЭС России» своевременно и в полном объеме погасило процентные облигации второй серии на 3 млрд руб., а также выплатило по ним доход за 6-й купонный период на общую сумму 225,63 млн руб. Размер купонного дохода, выплаченного на 1 облигацию номиналом 1000 руб., составил 75,21 руб. Платежным агентом и андеррайтером выпуска является инвестиционный банк «Траст». Облигации имели 6 купонов, процентная ставка по которым составляет 15% годовых. Предыдущие 5 купонов общим объемом 1,12 млрд руб. также были выплачены своевременно и в полном объеме. На 22 октября 2003 г. РАО «ЕЭС России» выставило годовую оферту, которая предусматривала досрочный выкуп облигаций по цене 102,36% номинала (1023,6 руб. за 1 облигацию), но никто из инвесторов не воспользовался таким правом. Решение о выпуске облигаций объемом 3 млрд руб. было принято советом директоров РАО «ЕЭС России» на заседании 21 июня 2002 г., размещение состоялось 22 октября 2002 г. на ММВБ. Отчет об итогах размещения облигаций был зарегистрирован ФКЦБ 19 ноября 2002 г. Срок обращения ценных бумаг – 1095 дней. Привлеченные в результате размещения облигаций средства РАО «ЕЭС России» направило на финансирование текущей деятельности.

Известно, что одним из способов повышения привлекательности акций является грамотная дивидендная политика, целью которой должно быть повышение благосостояния акционеров.

Так, 24 июня состоялось общее собрание акционеров ОАО «Газпром», на котором были утверждены годовой отчет и бухгалтерская отчетность ОАО «Газпром» за 2004 г., в том числе отчет о прибылях и убытках ОАО. Были также приняты решения о распределении прибыли компании по результатам финансового года, в том числе о выплате годовых дивидендов. В частности, собрание утвердило размер дивидендов по результатам деятельности ОАО «Газпром» за 2004 г. – 1,19 руб. на 1 акцию. Это максимальный уровень дивидендов за всю историю компании. Общая сумма, направленная на выплату дивидендов по результатам 2004 г., составила 28 171,5 млн руб., или 17,5% чистой прибыли. Датой завершения выплаты дивидендов определено 31 декабря 2005 г. Данные решения полностью соответствуют рекомендациям совета директоров.

25 июня ОАО «Ростелеком» объявило результаты годового общего собрания акционеров компании, состоявшегося 25 июня 2005 г. По результатам голосования были утверждены годовой отчет, годовая бухгалтерская отчетность, в том числе отчет о прибылях и убытках ОАО «Ростелеком», распределение прибылей и убытков по результатам отчетного (2004-го) финансового года. Был утвержден размер дивидендов, который по привилегированным акциям составит 2,9738 руб. на 1 акцию, тогда как по обыкновенным акциям – 1,4593 руб. на 1 акцию. Общий объем дивидендных выплат по привилегированным и обыкновенным акциям составит 722,1 млн руб. и 1063,4 млн руб. соответственно, что по отношению к общему размеру чистой прибыли компании в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета (РСБУ) составляет 10,0 и 14,7% соответственно.

В июле были подведены итоги годового общего собрания акционеров РАО «ЕЭС России», которое состоялось 29 июня 2005 г. Была освещена дивидендная политика компании по итогам деятельности в 2004 г. Так, дивиденды за 2004 г. были утверждены в следующем размере: по обыкновенным акциям – 0,0559 руб. на 1 акцию, что составляет 2 294 230 816,18 руб.; по привилегированным акциям – 0,2233 руб. на 1 акцию, что составляет 463 380 239,58 руб.

Акционеры ОАО «НГК «Славнефть» на внеочередном собрании 20 сентября 2005 г. утвердили выплату дивидендов по итогам работы компании за 6 месяцев 2005 г. Сумма выплат составит 7 654 323 180 руб., или 1,61 руб. на каждую обыкновенную акцию номиналом 0,1 коп.