

Рынок корпоративных, субфедеральных и муниципальных облигаций: итоги-2010 и ожидания-2011



Владимир Лагунов
 Советник директора Департамента депозитарных операций НКО ЗАО НРД, канд. экон. наук



Александр Морозов
 Начальник Управления корпоративных действий и информационного обеспечения НКО ЗАО НРД

Объемы прошедших размещений на рынке облигаций за 2010 г. показывают их **снижение по сравнению с 2009 г., а также сокращение темпов прихода на рынок выпусков облигаций новых эмитентов.**

Корпоративные и региональные облигации

По итогам ноября 2010 г. объем корпоративных облигаций (КО), субфедеральных и муниципальных облигаций (далее — региональные облигации, РО), находящихся в обращении (учитываемых на счетах депо депонентов НРД), достиг своего рекордного значения в 3,014 трлн руб., немного снизившись затем в декабре до 3,005 трлн руб. (рис. 1). Объем суммарного биржевого и внебиржевого оборота КО и РО в 2010 г. также вышел на новые рекордные значения: в IV кв. 2010 г. он достиг 11,3 трлн руб./квартал (рис. 1), а в ноябре 2010 г. был зафиксирован максимальный уровень суммарного биржевого и внебиржевого оборота КО и РО за месяц — почти 3,88 трлн руб./месяц. В целом за 2010 г. он превзошел уровень 2009 г. (16,3 трлн руб./год) в 2,2 раза, достигнув 36,5 трлн руб./год (приведены данные по выпускам КО и РО с обязательным централизованным хранением в НРД с датой погашения после 2010 г.).

Прошедший год ознаменован завершением проектов НРД по обеспечению депозитарного обслуживания размещения и обращения первых для российского облигационного рынка выпусков облигаций, предназначенных для квалифицированных инвесторов, и первых выпусков облигаций иностранных государств (облигации Республики Беларусь) и международных финансовых организаций (облигации ЕБРР, ЕАБР), допущенных

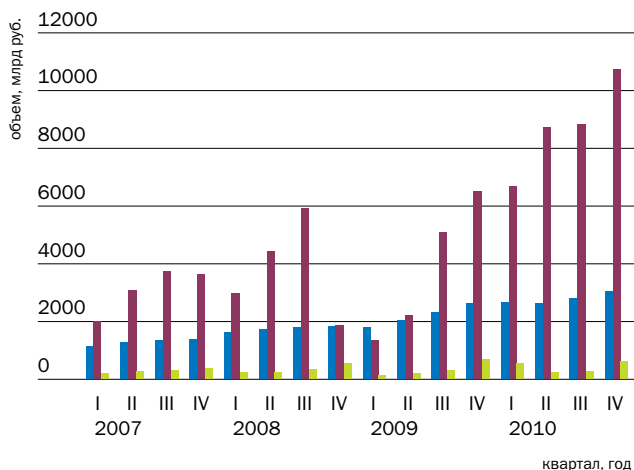
в 2010 г. к размещению и обращению в Российской Федерации без государственной регистрации выпусков ценных бумаг.

В 2010 г. продолжился рост объемов размещения биржевых, ипотечных облигаций и облигаций с государственной гарантией — в частности, были размещены первые выпуски облигаций РОСНАНО объемом 33 млрд руб. В 2010 г. впервые после кризиса 2008 г. эмитенты корпоративных облигаций начали размещать облигации со сроком обращения более 5 лет: например, в октябре ВЭБ (2 выпуска суммарным объемом 25 млрд руб.) и ФСК ЕЭС (3 выпуска суммарным объемом 20 млрд руб.) разместили 10-летние облигации. Данные размещения являются знаковыми, ведь с начала кризиса в 2008 г. сроки заимствования не превышали 5 лет, т. е. в октябре 2010 г. предложения эмитентов совпали с проявлением интереса инвесторов к более «длинным» бумагам и их готовности брать на себя риски таких бумаг (при появлении у инвесторов в том числе более «длинной» ликвидности).

На рис. 2 представлено изменение средних сроков обращения и объемов выпуска корпоративных облигаций с I кв. 2007 г. по IV кв. 2010 г. Как видно, за этот период средний объем выпуска КО увеличился на 119% — с 1899 млн до 4154 млн руб., а средний срок обращения выпуска КО вырос почти на 47% — с 1390 до 2045 дней (или до 5,6 года). При этом почти каждый квартал в рассматриваемом периоде отме-

Рисунок 1

Объемы выпусков корпоративных и региональных облигаций, находящихся в обращении, и их биржевого и внебиржевого обращения, поквартально с I кв. 2007 г. по IV кв. 2010 г.



объем КО и РО на счетах депо депонентов НРД
 объем биржевого оборота выпусков КО и РО*
 объем внебиржевого оборота выпусков КО и РО**

* По данным ФБ ММВБ.

** По данным НРД.

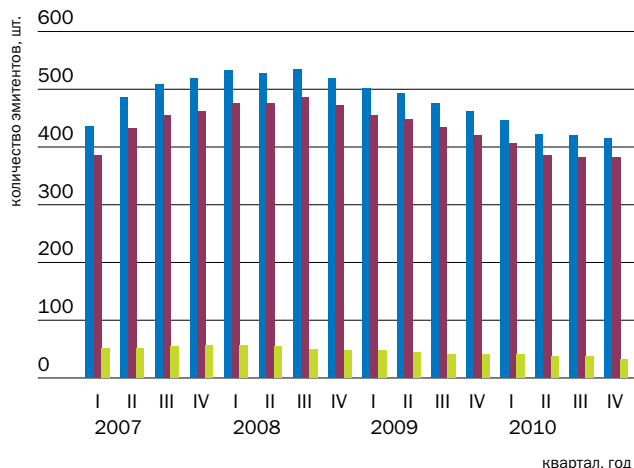
Источник: данные НРД по состоянию на последний день квартала, с датой погашения выпусков КО и РО после этого календарного дня.

чался рост данных показателей, и впервые по итогам III кв. 2010 г. по среднему сроку обращения выпусков КО был превышен уровень в 2000 дней.

Объем выпусков КО и РО (без учета выпуска облигаций Республики Беларусь, допущенных к размещению и обращению на территории Российской Федерации, объемом 7 млрд руб.), принятых на обслуживание

Рисунок 3

Сравнительные показатели количества эмитентов корпоративных и региональных облигаций, находящихся в обращении, с I кв. 2007 г. по IV кв. 2010 г.

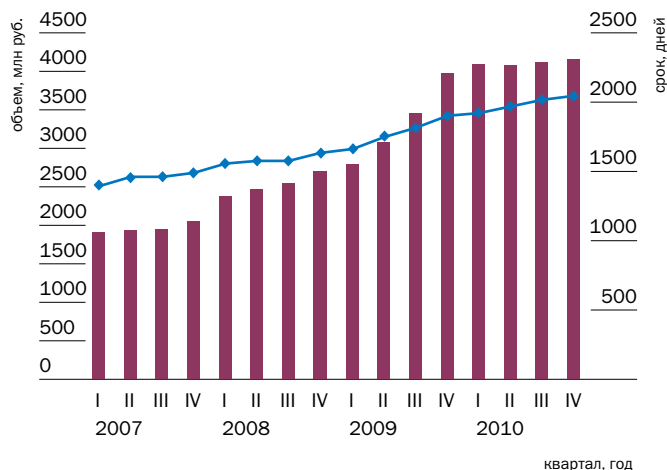


эмитенты КО и РО
 эмитенты КО
 эмитенты РО

Источник: данные НРД по состоянию на последний день квартала, с датой погашения выпусков КО и РО после этого календарного дня.

Рисунок 2

Усредненные показатели сроков обращения и объемов выпусков корпоративных облигаций



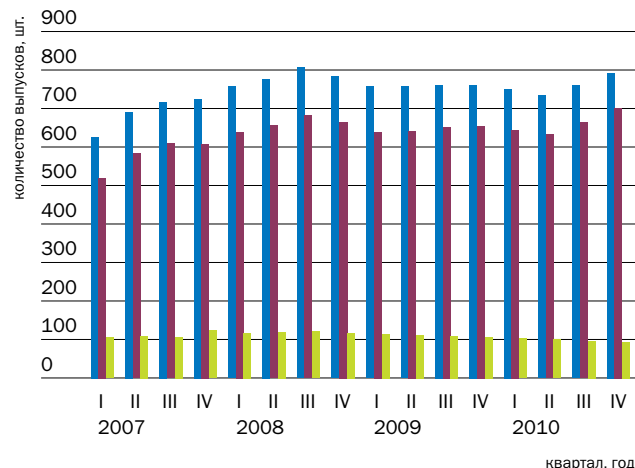
срок обращения
 объемы выпусков

Источник: данные НРД по выпускам КО по состоянию на последний день квартала.

в НРД, с датой погашения после 01.01.2011 объемом 3535 млрд руб. вырос за 2010 г. только на 7,7% по сравнению с объемом выпусков облигаций, находившихся в обращении на 01.01.2010, с датой погашения после 01.01.2010 (для сравнения: за 2009 г. прирост по данному показателю составил 42% — на 01.01.2009 в обращении находились облигации на сумму 2309 млрд руб. с датой погашения после 01.01.2009). Однако необходимо учесть, что 12—15% суммарного объема выпусков

Рисунок 4

Сравнительные показатели количества выпусков корпоративных и региональных облигаций, находящихся в обращении, с I кв. 2007 г. по IV кв. 2010 г.

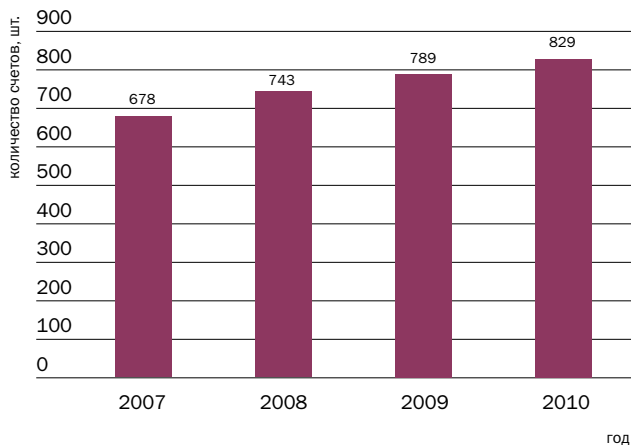


выпуски КО и РО
 выпуски КО
 выпуски РО

Источник: данные НРД по состоянию на последний день квартала, с датой погашения выпусков КО и РО после этого календарного дня.

Рисунок 5

Количество эмиссионных счетов депо, открытых в НРД



приходится на облигации вне обращения, находящиеся на эмиссионных счетах эмитентов (в размещении, выкупленные и/или досрочно погашенные).

Снижение темпов размещения, особенно в первом полугодии 2010 г., по сравнению с 2009 г. и значительные объемы погашаемых в 2010 г. выпусков КО и РО привели к уменьшению за прошедший год количества эмитентов выпусков облигаций КО и РО, находящихся в обращении (на 8,9%):

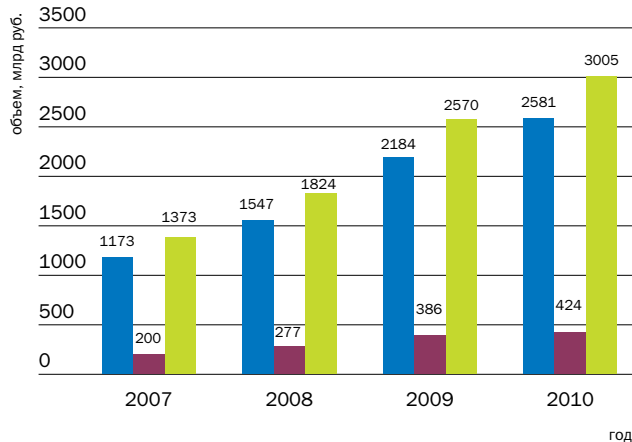
- на 01.01.2010 было выпусков КО и РО с датой погашения после 01.01.2010: 762 выпуска 463 эмитентов объемом 3282 млрд руб. по номиналу облигаций, указанному в глобальных сертификатах выпусков (рис. 2);
- на 01.01.2011 стало выпусков КО и РО (без учета выпуска облигаций Республики Беларусь объемом 7 млрд руб.), имеющих дату погашения после 01.01.2011: 793 выпуска 416 эмитентов объемом 3535 млрд руб. по номиналу облигаций, указанному в глобальных сертификатах выпусков (рис. 3).

Необходимо отметить, что количество выпусков облигаций, находящихся в обращении, хоть и выросло по итогам 2010 г., но все еще оставалось на уровне, меньше максимального, достигнутого по итогам III кв. 2008 г. (на 01.10.2008 в обращении находилось 806 выпусков 536 эмитентов КО и РО с датой погашения после 01.10.2008).

Рынок КО и РО в 2010 г. планомерно должен был сжаться из-за значительных объемов погашаемых в прошлом году выпусков: эмитентам предстояло за год погасить 180 выпусков КО и РО почти на 408 млрд руб. (объем приведен по хранящимся в НРД глобальным сертификатам выпусков облигаций с учетом уже проведенных эмитентами амортизационных выплат по амортизационным выпускам, но без учета объемов исполненных в 2008—2009 гг. эмитентами оферт по выкупу облигаций, погашаемых в 2010 г.). Если учесть, что часть объема планомерно погашаемых в 2010 г. облигаций в 2008—2009 гг. была уже выкуплена эмитентами по офертам и находилась до даты погашения на эмиссионных счетах, то с учетом исполненных до 2010 г. оферт фактический объем погашений и амортизации КО и РО в 2010 г.

Рисунок 6

Объемы КО и РО по номинальной стоимости на счетах депонентов НРД (без учета остатков на эмиссионных счетах депо эмитентов) по состоянию на конец года в 2007—2010 гг.



объем КО на счетах депо депонентов НРД
объем РО на счетах депо депонентов НРД
объем КО и РО на счетах депо депонентов НРД

Источник: данные НРД по состоянию на последний день квартала, с датой погашения выпусков КО и РО после этого календарного дня.

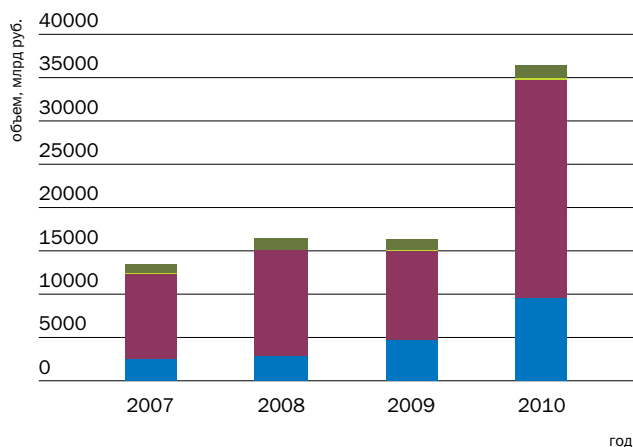
уменьшился почти на 100 млрд руб. по сравнению с плановым объемом в 408 млрд руб. Кроме того, за 2010 г. исполнение эмитентами оферт по выкупу облигаций и/или их досрочному погашению (по облигациям с плановым погашением в 2011 г. и позже) составило почти 340 млрд руб., и только незначительная часть этого объема была затем в 2010 г. повторно размещена эмитентами. Всего за 2010 г. эмитентами было погашено и выкуплено КО и РО планомерно и внепланово на 600 млрд руб.

Только благодаря осенним размещениям КО и РО в последние месяцы 2010 г. удалось преодолеть сложившуюся по итогам января-августа 2010 г. стагнацию рынка КО и РО на уровне 2600—2700 млрд руб. по объемам облигаций в обращении (объем КО и РО на счетах депо депонентов), т. е. объемы оставались почти на уровне, сложившемся по итогам 2009 г., — 2570 млрд руб. на 31.12.2009. Уже в сентябре 2010 г. был рост до 2800 млрд руб., а по итогам ноября — до рекордных 3014 млрд руб. — таков объем КО и РО на счетах депо депонентов НРД, т. е. без учета КО и РО на эмиссионных счетах эмитентов (облигации в процессе размещения, выкупленные и/или досрочно погашенные эмитентами). Как уже отмечалось выше, в декабре из-за превышения объемов «убытия» облигаций из обращения над объемом размещения произошло незначительное снижение объема КО и РО в обращении до 3005 млрд руб. (рис. 1 и 6), т. е. в целом за 2010 г. прирост (разница между объемом размещения и объемом «убытия» из обращения) КО и РО в обращении составил 435 млрд руб.

В целом тенденция снижения количества эмитентов КО и РО, находящихся в обращении, а также количества их выпусков начала формироваться с кризисного IV кв. 2008 г. (рис. 3 и 4) и продолжалась в 2009 г. и, как уже было отмечено, в январе-сентябре 2010 г. Если за 2008 г.

Рисунок 7

Объемы биржевого и внебиржевого оборота КО и РО в 2007—2010 гг.



биржевой оборот РО
биржевой оборот КО
внебиржевой оборот РО
внебиржевой оборот КО

был прирост на 65 новых эмитентов — с 678 до 743 (рис. 5), а за 2009 г. — на 46 эмитентов — до 789, то за январь-сентябрь 2010 г. количество эмитентов, открывших в НРД эмиссионные счета депо, увеличилось только на 23 и достигло 812. И только благодаря итогам благополучного IV кв. в целом за 2010 г. их количество увеличилось на 40 (что все же меньше, чем за 2009 г.), составив 829 эмитентов на 31.12.2010 (рис. 5).

Что касается ожиданий на 2011 г., то если, например, за 2009 г. в НРД поступили и были согласованы эмиссионные документы по 300 выпускам облигаций 186 эмитентов общим объемом по номиналу почти на 1197 млрд руб. (значительная часть этого объема была размещена в 2010 г.), то за 2010 г. поступили на согласование и были согласованы проекты эмиссионных документов по 338 выпускам КО и РО от 192 эмитентов общим объемом по номиналу облигаций на 1623 млрд руб. (большая часть этих облигаций будет размещаться в 2011 г.). То есть за 2010 г. при росте на 3% количества эмитентов, желающих разместить в свои облигационные займы, объем заявляемых к будущему размещению выпусков облигаций вырос почти на 36%. Это позволяет надеяться на то, что по объему размещения КО и РО итоги 2011 г. будут не ниже показателей 2010 г. (а возможно, даже выше на 10—15%) и что за 2011 г. по крайней мере не произойдет снижения количества эмитентов облигаций, находящихся в обращении.

Часть выпусков облигаций, по которым в 2008—2009 гг. эмитентами были исполнены оферты (на 250 млрд и 300 млрд руб./год соответственно), планомерно погашалась в 2010 г., и выкупленные облигации, как правило, находились до даты погашения вне обращения и учитывались на эмиссионных счетах депо эмитентов в НРД. За 2010 г. темп предъявления облигаций по офертам к выкупу эмитентам не снизился. Как уже отмечалось, эмитентами за этот год было выкуплено по офертам и/или досрочно погашено облигаций почти на 340 млрд руб.

Рисунок 8

Структура биржевого и внебиржевого оборота КО и РО в 2007—2010 гг.



биржевой оборот РО
биржевой оборот КО
внебиржевой оборот РО
внебиржевой оборот КО

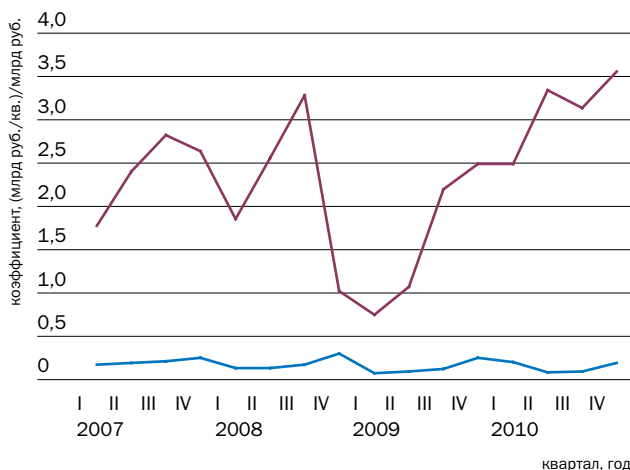
На рис. 6 приведены изменения номинальной стоимости облигаций в обращении отдельно и суммарно по КО и РО (по выпускам облигаций на конец года с 2007 по 2010 г., без учета облигаций, находящихся на эмиссионных счетах депо эмитентов, т. е. без учета облигаций в процессе размещения, выкупленных эмитентами или погашенных). Как видно на рисунке, на 31.12.2009 в обращении находились КО и РО на 2570 млрд руб., что на 41% больше, чем на 31.12.2008, — 1824 млрд руб. (приведена стоимость облигаций на счетах депо депонентов НРД по их номиналу с учетом прошедшей амортизации по амортизационным выпускам облигаций). Как уже отмечалось, за 2010 г. объем КО и РО в обращении вырос на 435 млрд руб. — до 3005 млрд руб., т. е. лишь на 16,9% (для сравнения: за 2009 г. рост составил 40,9%). При меньших, чем в 2009 г., объемах фактического размещения, но больших объемах исполнения эмитентами обязательств по планомерному и досрочному погашению, а также по выкупу по офертам, за 2010 г. номинальная стоимость КО в обращении увеличилась с 2184 млрд до 2581 млрд руб. на 31.12.2010, а по РО — с 386 млрд до 424 млрд руб. (рис. 6).

Биржевой и внебиржевой оборот КО и РО

По итогам каждого квартала 2010 г. обновлялись рекордные значения объема биржевого и внебиржевого оборота КО и РО (рис. 1), и по итогам IV кв. 2010 г. он составил 11,31 трлн руб./квартал, или почти 69% от уровня, достигнутого в 2009 г. За 2010 г. объем биржевого и внебиржевого оборота КО и РО составил 36,491 трлн руб. (см. таблицу), или 223% от уровня 2009 г. Для сравнения: объем биржевого и внебиржевого оборота КО и РО за 2009 г. составил лишь 99,2% от уровня 2008 г. (рис. 7). Такой значительный рост в 2010 г. биржевого и внебиржевого оборота КО и РО обусловлен прежде всего ростом в 2,4 раза биржевого оборота КО, достигшего уровня в 25,3 трлн руб./год, и двукратным ростом объе-

Рисунок 9

Коэффициент оборачиваемости по биржевым и внебиржевым сделкам корпоративных и региональных облигаций с 2007 г. по IV кв. 2010 г.



биржевые сделки с КО и РО
внебиржевые сделки с КО и РО

Примечание. Коэффициент оборачиваемости — отношение объема биржевого или внебиржевого оборота КО и РО за квартал к объему обращающихся выпусков КО и РО, учитываемых на счетах депо депонентов НРД на последний день квартала.

ма биржевого оборота РО. Внебиржевой оборот КО и РО за 2010 г. также вырос, но в меньшей степени: по КО — примерно в 1,7 раза, а по РО — почти в 1,3 раза.

По итогам года изменился не только объем обращения КО и РО, но и структура оборота: в 2010 г. снижение доли биржевого оборота КО, зафиксированное по итогам 2009 г. (рис. 8), прекратилось и наступил ее рост — до 69,4% по итогам года. В свою очередь рост доли биржевого оборота РО сменился снижением — до 26,1%. Доля внебиржевого оборота РО по итогам 2010 г. сохраняется на уровне 2009 г. — 0,5%, а доля внебиржевого оборота КО уменьшилась до 4,0%.

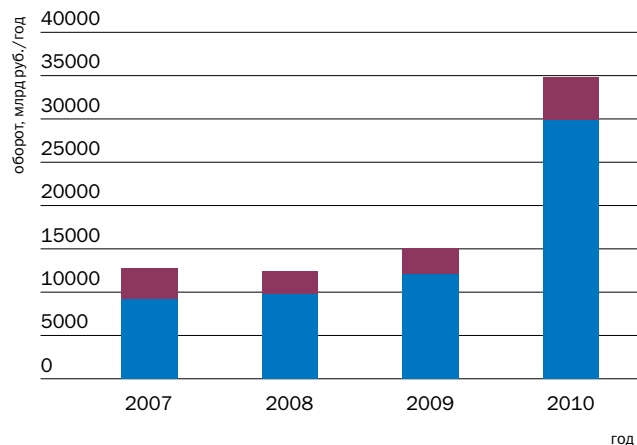
В апреле 2010 г. до рекордных значений увеличились объемы биржевого оборота КО (2,48 трлн руб./месяц) и РО (0,93 трлн руб./месяц), что позволило суммарному биржевому и внебиржевому обороту КО и РО впервые преодолеть рубеж в 3,5 трлн руб./месяц. В мае-августе 2010 г. суммарный биржевой и внебиржевой оборот КО и РО был ниже данного уровня и составлял 2,6—2,9 трлн руб./месяц, и только в сентябре 2010 г. он превысил уровень в 3 трлн руб. и составил 3,2 трлн руб./месяц. Далее, в октябре-ноябре, суммарный биржевой и вне-

Объем оборотов КО и РО по итогам 2010 г., млрд руб./год

Сектор/актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НРД)	Всего
Региональные облигации	9 505	175	9 680
Корпоративные облигации	25 338	1 474	26 812
Итого	34 843	1 649	36 492

Рисунок 10

Соотношение биржевых объемов оборотов (РЕПО и кроме РЕПО) по КО и РО в 2007—2010 гг.



биржевой рынок (кроме РЕПО) КО и РО
биржевой рынок (РЕПО) КО и РО

биржевой оборот КО и РО стабильно увеличивался, достигнув рекордного значения в 3,88 трлн руб./месяц по итогам ноября. В декабре он оставался почти на том же уровне — 3,86 трлн руб./месяц.

Как уже отмечалось, в IV кв. 2010 г. рост биржевого оборота КО и РО превышал рост объемов КО и РО в обращении (рис. 1). В результате в IV кв. по сравнению с III кв. 2010 г. коэффициент оборачиваемости КО и РО вырос (рис. 9) и по биржевому обороту (с 3,14 в III кв. 2010 г. до рекордного уровня в 3,56), и по внебиржевому обороту (с 0,096 в III кв. до 0,20).

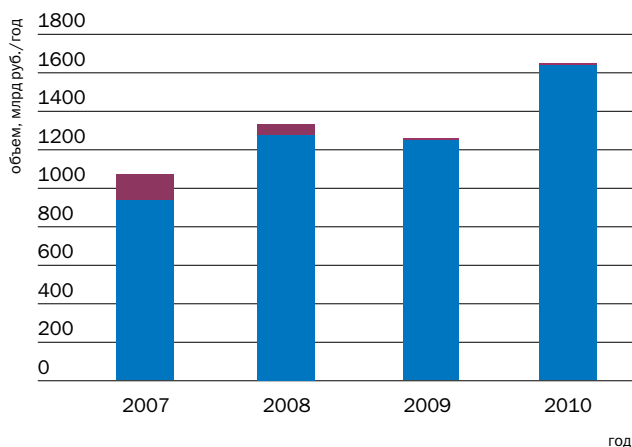
В 2010 г. продолжился рост доли биржевого РЕПО с КО и РО — до 85,8% от всего их биржевого оборота в стоимостном выражении (рис. 10) и прекратилось снижение доли биржевого РЕПО с КО и РО по количеству сделок биржевого оборота (рост до 44,4%).

Структуры внебиржевого оборота (в млрд руб./месяц) как по КО, так и по РО имеют почти одинаковые значения по долям, приходящимся на переводы со свободной поставкой и на «поставку против платежа» (ППП). За 2010 г. их соотношение мало изменилось, хотя их общий объем вырос в 2010 г. более чем в 1,3 раза по сравнению с 2009 г. (рис. 11). По итогам 2010 г. соотношение суммарно по внебиржевым сделкам с КО и РО по объемам оборотов составило: 99,6% (свободная поставка) и 0,4% (ППП). Почти аналогичное соотношение сложилось и по количеству сделок (сделка/год): суммарно по сделкам с КО и РО доля сделок ППП составила 0,2%, доля сделок со свободной поставкой — 99,8%.

Выводы и ожидания на 2011 год

Каждый квартал 2010 г. принес рекордные значения по биржевому и внебиржевому оборотам КО и РО как за месяц (в ноябре и декабре 2010 г. — почти 3,9 трлн руб./месяц), так и за квартал (в IV кв. впервые достигнут и значительно превышен уровень в 11 трлн руб./квартал по суммарному биржевому и внебиржевому

Рисунок 11

Объем внебиржевого оборота КО и РО в 2007—2010 гг.

объем внебиржевого оборота КО и РО на условиях «поставка против платежа»

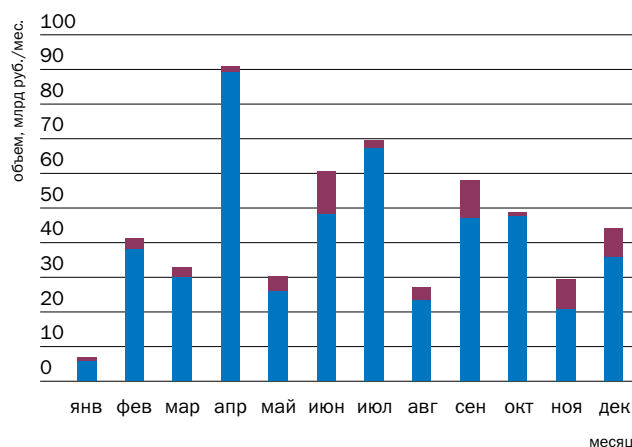
объем внебиржевого оборота КО и РО на условиях свободной поставки

обороту КО и РО за квартал). Но проходило это на фоне снижения объемов размещений в 2010 г. по сравнению с 2009 г., а также уменьшения количества эмитентов находящихся в обращении выпусков облигаций (рис. 3).

Хочется надеяться, что в 2011 г. биржевой и внебиржевой обороты КО и РО выйдут на новые рекордные рубежи, в том числе за счет размещения в 2011 г. новых выпусков облигаций объемом 1,0—1,15 трлн руб., и что рост объемов размещения произойдет не только благодаря увеличению объемов единичных выпусков эмитентов первого эшелона, но и частично за счет прихода на рынок облигаций новых эмитентов. При этом надо помнить, что складывающаяся с конца 2010 г. — начала 2011 г. конъюнктура рынка, возрастающие требования Банка России по сдерживанию роста инфляции в 2011 г., в том числе уже принятые им решения по росту норматива обязательного резервирования для банков и возможные решения по увеличению ставки рефинансирования, в наступившем году усложнят принятие решения о начале размещения облигаций эмитентам третьего эшелона. Также это касается и некоторых эмитентов второго эшелона и небольших банков, поскольку им придется дополнительно заботиться о необходимости повышения своего кредитного рейтинга, чтобы соответствовать требованиям Банка России для включения в Ломбардный список, и о дополнительной премии рынку для обеспечения успешности размещения. В противном случае снизится интерес инвесторов к планируемыми этими эмитентами выпускам облигаций.

Даже при таких (больших, чем по итогам 2010 г.) ожидаемых объемах размещения трудно будет в 2011 г. преодолеть сложившуюся тенденцию снижения темпов годового прироста КО и РО в обращении (рис. 6) на фоне все увеличивающихся объемах рефинансирования размещенных долговых обязательств. В частности, в 2011 г. по сравнению с 2010 г. возрастет объем сжатия рын-

Рисунок 12

Ожидаемый объем планового погашения и амортизации КО и РО в 2011 г. (по объемам выпусков, указанном в глобальных сертификатах, т. е. без учета ранее исполненных оферт)

амортизация КО и РО погашения КО и РО

ка КО и РО — до 650—700 млрд руб. Примерно в таком объеме эмитенты КО и РО (с учетом уже исполненных до 2011 г. ими оферт, а также проведенных амортизационных выплат) проведут в наступившем году плановое и досрочное погашение облигаций, амортизационные выплаты (рис. 12), а также исполняют оферты по выпускам с плановой датой погашения облигаций после 2011 г.

Ожидаемый за год объем купонных выплат по КО и РО (с учетом того, что часть объема облигаций уже выкуплена в 2008—2010 гг. или будет выкуплена в 2011 г. эмитентами по офертам, т. е. по этой части облигаций купонные выплаты проводиться не будут в 2011 г. или не будут проводиться в месяцы после исполнения оферты в 2011 г.) составит 320—350 млрд руб./год. Таким образом, в 2011 г. можно ожидать, что суммарный объем денежных средств, необходимых эмитентам КО и РО для обеспечения планового и/или досрочного погашения облигаций, исполнения ими оферт, проведения амортизационных и купонных выплат, составит 0,95—1,05 трлн руб./год, что несколько меньше прогнозируемого объема размещений КО и РО за 2011 г. в 1,0—1,15 трлн руб.

Вероятнее всего, в 2011 г. по объемам облигаций в обращении повторится сценарий развития рынка КО и РО, сложившийся в 2010 г. и описанный выше:

- в первом полугодии будет наблюдаться стагнация объемов КО и РО, находящихся в обращении на счетах депо депонентов (вероятнее всего, в пределах уровня, достигнутого 31.12.2010 в 3005 млрд руб., колеблясь в диапазоне от 2950 млрд до 3050 млрд руб.);
- во втором полугодии (в значительной степени в IV кв.) объем размещенных выпусков превысит объем погашенных и выкупленных по офертам облигаций, и, как результат, объем КО и РО в обращении к концу 2011 г. может немного увеличиться до уровня в 3200—3350 млрд руб. ■