



Событие года: рынок корпоративных облигаций увеличился в девять раз

Сергей Суверов

Начальник Аналитического управления
Банк ЗЕНИТ

Две волны роста

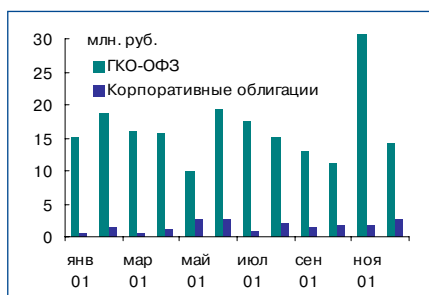
По состоянию на начало 2001 г. круг доступных для инвестирования инструментов составляли облигации Внешторгбанка, АК «АЛРОСА», ММК и МГТС. В декабре 2001 г. рынок пережил уже вторую волну роста (первая пришлась на май), когда сразу десять эмитентов провели листинг на ММВБ своих облигаций на сумму 4,5 млрд. руб. (см. таблицу). В результате емкость рынка корпоративных облигаций увеличилась до 25,5 млрд. руб. по сравнению с нашей оценкой данного показателя в декабре 2000 г. (2,8 млрд. руб.).

Следует отметить качественные изменения рынка. По сравнению с 1999 и 2000 гг. (когда значительная доля первичных размещений пришлась на «схемные» выпуски, предназначенные для репатриации средств нерезидентов со счетов типа «С»), начиная с весны 2001 г. практически все крупные облигационные займы удовлетворяли критерию «рыночности», т.е. имели такие параметры доходности, срока до погашения и ликвидности, которые соответствовали спросу со

стороны неограниченного круга портфельных инвесторов.

Возможно, темпы развития облигационного рынка не оправдали полностью ожиданий всех его участников. Говорить о том, что корпоративные облигации потеснили векселя и государственные облигации, можно с большой натяжкой. Несмотря на сокращение номинального объема ГКО-ОФЗ на 25 млрд. руб., эти сегменты все еще несопоставимы. Объем ГКО-ОФЗ в обращении больше корпоративных облигаций в шесть раз, а торговый оборот на протяжении всего года в среднем был больше примерно в десять раз (рис. 1).

Рис. 1 Оборот торгов на ММВБ



Источник: Банк ЗЕНИТ, Cbonds.ru.

Первичные размещения

Динамика первичных размещений свидетельствует о том, что рынок не достиг стадии зрелости. В течение года впервые в качестве эмитентов рублевых облигаций выступили около 20 предприятий и финансовых институтов. Облигации Лианозовского молочного комбината стали первыми рыночными инструментами компаний пищевой промышленности. Сибур и Нижнекамскнефтехим первыми привлекли средства инвесторов в российскую нефтехимию. Аэрофлот стал первым эмитентом среди транспортных компаний, а ОМЗ — машиностроительных.

При обилии новых имен график размещений выглядел хаотично. Почти 50% объема размещений пришлось на март и ноябрь. При этом с августа до середины октября ощущался дефицит новых инструментов, который андеррайтеры были не в состоянии удовлетворить, а в ноябре и декабре на рынке правили покупатели — значительный объем предложения, события

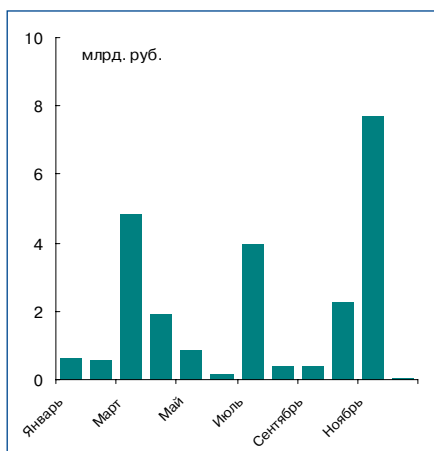
Облигации, допущенные к вторичному обращению на ММВБ в декабре 2001 г.

Эмитент	Объем выпуска, млн. руб.	Начало обращения
ММК (15 выпуск)	315	07.12.2001
Микрон	150	07.12.2001
ЛМК	500	07.12.2001
Ренессанс Капитал	500	07.12.2001
НКНХ	300	18.12.2001
Рабо-Инвест (1-4 выпуски)	600	18.12.2001
Банк Русский Стандарт	500	18.12.2001
Центртелеком	600	25.12.2001
МГТС (2 выпуск)	1 000	27.12.2001
РИТЭК (2 выпуск)	700	28.12.2001

Источник: Банк ЗЕНИТ.

вокруг Сибура и сезонное снижение ликвидности в банковской системе обусловили рост ставок по краткосрочным облигациям на 2-3% пункта (рис. 2).

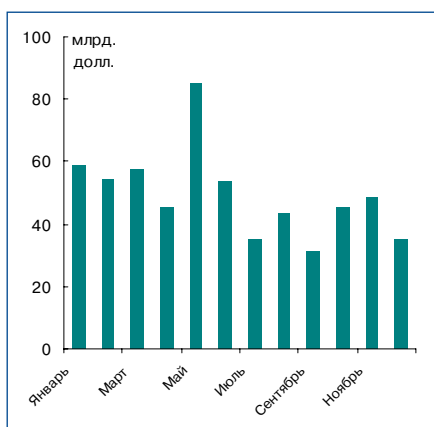
Рис. 2 Первичные размещения корпоративных облигаций на ММВБ в 2001 г.



Источник: Банк ЗЕНИТ, ММВБ.

Эталонный во многих отношениях американский фондовый рынок дает наглядный пример того, как должна работать индустрия корпоративных облигаций. После того как в сентябре американский рынок корпоративных облигаций прошел через период минимальной инвестиционной активности, последовало быстрое восстановление, и уже в октябре объем первичных размещений вернулся на среднегодовой уровень 50 млрд. долл. (рис. 3).

Рис. 3 Первичные размещения корпоративных облигаций в США в 2001 г.



Источник: Банк ЗЕНИТ, Bloomberg.

Процентные ставки

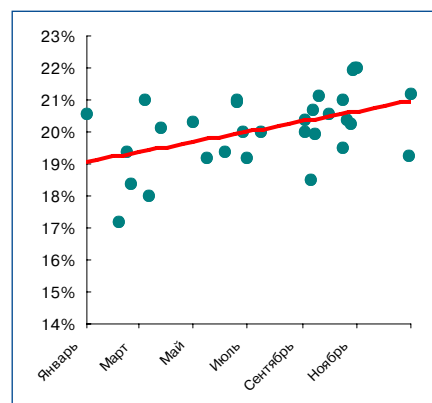
Эмитенты так и не смогли добиться улучшения условий заимствования на внутреннем долговом рынке. Во второй половине прошлого года российские компании заметно активизировались в выходе на западные рынки. Такие крупные эмитенты, как Газпром, ММК, Татнефть и ТНК, объявили о планах выпуска еврооблигаций.

Одновременно с этим наметилось некоторое охлаждение в отношении к внутреннему долговому рынку. Русский Алюминий и Татнефть отложили на неопределенный срок уже анонсированные размещения рублевых облигаций на общую сумму 4 млрд. руб. Причина такого отношения, на наш взгляд, заключается в том, что эмитенты так и не смогли добиться улучшения условий привлечения средств через выпуск корпоративных облигаций.

Снижение доходности в секторе государственных обязательств в начале прошлого года дало надежду на то, что компании увидят аналогичную динамику и в корпоративном сегменте. Так как купонные ставки по многим корпоративным облигациям были привязаны к доходности ОФЗ, казалось, что это само собой разумеется. В конце февраля МГТС предложила инвесторам доходность по облигациям второго транша на второй купонный период в размере 17,2% годовых. Татнефть и ТНК разместили облигации с полугодовым инвестиционным периодом под 18,4 и 18% годовых соответственно.

Однако ставки на рынке ГКО-ОФЗ продолжали снижаться, а стоимость ресурсов российских коммерческих банков (основных инвесторов в корпоративные облигации) осталась прежней. В середине года компаниям пришлось отказаться от привязки доходности своих инструментов к ставкам по госбумагам. Первой на это решилась МГТС, предложив инвесторам на третий купонный период уже 20,3% годовых (рис. 4).

Рис. 4 Процентные ставки по корпоративным облигациям на первичном рынке в 2001 г.



Источник: Банк ЗЕНИТ.

Примечание: в качестве исходных данных использованы значения доходности, зафиксированные по облигациям с инвестиционным периодом от 3 до 6 месяцев при первичном размещении или при выставлении оферты.

После нескольких месяцев стабильности в ноябре вновь начался рост ставок. На этот раз его причиной стали события вокруг Сибура и неожиданно плотный поток новых размещений. Эмитентам и организаторам их выпусков пришлось бороться за ограниченные средства инвесторов, в результате чего средняя доходность краткосрочных корпоративных облигаций выросла до 21% годовых. Дальше всех пошли телекоммуникационные компании: МГТС, Башинформсвязь и Центртелеком предложили доходность на уровне 22% по облигациям с инвестиционным периодом от 3 до 6 месяцев.

По итогам года мы зафиксировали рост средней доходности по краткосрочным корпоративным облигациям с 19 до 21% годовых. При этом практически не изменилась средняя периодичность выставления оферт. Средний инвестиционный период по рублевым корпоративным облигациям составляет 4,5 месяца, значительно короче, чем предлагает эмитентам рынок еврооблигаций.