Александр ЕРМАК,
главный аналитик долговых рынков, БК «РЕГИОН»

Рынок рублевых облигаций: основные показатели 2021 года

В 2021 году внешние факторы давления в виде новых санкций против суверенного долга вновь пытались неоднократно выйти на первый план, при сохранении основной воздействующей на локальный рынок долга силы — ужесточении денежно-кредитной политики (ДКП) Банка России на фоне резкого ускорения инфляции.

ОБЪЕМ И СТРУКТУРА РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

На конец 2021 года рынок рублевых облигаций (без учета краткосрочных и коммерческих облигаций), по нашим оценкам, составит около 32.4374 трлн рублей, что на 7.0% выше показателя начала года. При этом сегментом, который показал минимальный рост (3.0%), был рынок корпоративных облигаций, объем которого составил 16.322 трлн руб. Объем федеральных и субфедеральных облигаций в обращении вырос на 11.8% и 5.7% до 15.282 трлн и 834 млрд рублей соответственно (Рисунок 1).

Доля ОФЗ продолжила рост и составила на конец 2021 года 47.1% против 45.11% и 39.15% в начале 2021 и 2020 годов. Доля субфедеральных облигаций снизилась до уровня 2.57% против 2.60% и 2.66% на начало 2021 и 2020 годов, сохранив устойчивую тенденцию к снижению в течение последних 12 лет (после того как на начало 2010 года был зафиксирован максимальный уровень 9.35%). При этом доля корпоративных облигаций составила 50.3%, вплотную приблизившись к уровню середины 2009 года, когда был преодолен порог в 50%.

На рынке государственных облигаций основную долю около 62.4% занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), которая по итогам гола увеличилась на 3.28%, после снижения на 13.4% по итогам 2020 года в целом. Продолжается снижение (на 0.7 п. п.) доли облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), которая составила 1.4%. Доля ОФЗ-ПК, аукционы по которым

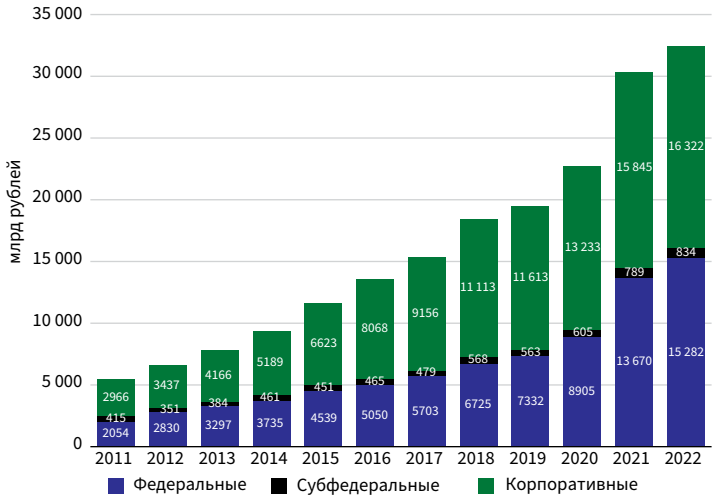

Рисунок 1
Объем рублевого облигационного рынка в обращении на начало года

Источник:
расчеты ООО «БК РЕГИОН»

в этом году не проводились, снизилась с начала года на 3.2 п. п. до 31.3% после роста на 15.2 п. п. по итогам 2020 года в целом благодаря активному предложению этих бумаг Минфином РФ на первичных аукционах в третьем-четвертом кварталах 2020 года, на долю которых пришлось около 81–87% от общего объема размещения. Около 4.9% (+0.7 п. п. с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН), размещение нового (четвертого) выпуска началось в сентябре 2021 года.

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, обращающихся на МБ, на конец 2021 года было представлено 114 выпусков долговых ценных бумаг 41 региона-эмитента на общую сумму 814.175 млрд рублей по номинальной стоимости, а также 9 выпусков облигаций 5 органов местной власти на общую сумму 19.85 млрд рублей по номинальной стоимости.

Первое место на рынке заняла Москва, объем облигаций которой составил 145.433 млрд рублей, или 17.4% от общего объема. На второе место переместилась Московская область, объем облигаций в обращении которой составил 129.250 млрд рублей, или 15.5% от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Замыкает «тройку лидеров» Свердловская область (62 млрд рублей, или 7.4%). На долю регионов, занимающих с 4-го по 10-е места, приходится от 6.6% до 3.3% рынка. При этом первая десятка регионов занимает около 72.9% рынка субфедеральных облигаций.

По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 72.1% с 61.6% в начале года, в первую очередь за счет размещения облигаций Москвы.

На рынке корпоративных облигаций на конец 2021 года в обращении на Московской бирже находилось 1999 выпусков 374 эмитентов (без учета структурных и краткосрочных облигаций). Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом 4.024 трлн рублей, или 27.0% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. На втором месте с долей рынка 20.50% находятся банковские облигации общим объемом 3.052 трлн рублей. Еще около 14.4% и 4.7% (3-е и 6-е места) занимают облигации финансовых (наибольшую долю среди которых занимают облигации ИА ДОМ.РФ, ДОМ.РФ и ВЭБ.РФ) и лизинговых компаний соответственно. Таким образом, на финансовый сектор приходится около 38.4% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. Реальная экономика представлена также транспортным сектором (4-е место, 8.7%) и строительством (4.7%, включая строительство жилья с долей 2%), связью

(3.4%), энергетикой (3.1%) и химией/нефтехимией (3.0%). На долю остальных отраслей приходится 11.8% рынка, при этом максимальная доля не превышает 2.5%.

Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), по нашим оценкам, составила 65.9% против 63.8% на начало 2021 года от суммарного объема рынка соответственно. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 22.0% (22.8% на начало года), третьего эшелона — 10.5% (10.9% на начало года). На конец 2021 года в обращении на рынке находилось 222 выпуска высокодоходных облигаций (ВДО) 123 эмитентов на общую сумму около 136.674 млрд рублей по номинальной стоимости, а их доля составила 0.9% против 0.8% на начало 2021 года.

Крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций являются: НК Роснефть (с долей 21.0% против 24.7% в начале года), РЖД (7.5% против 7.8%), ДОМ.РФ и ДОМ.РФ ИА (7.2% против 4.5%), Сбербанк (6.3% против 5.7%), ВЭБ.РФ (3.7% против 3.0%). На долю 30 крупнейших корпоративных эмитентов приходится около 77.4% против 74.2% на начало года.

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

Объем первичных размещений рублевых облигаций по итогам 2021 года составил, по нашим оценкам, около 5985 млрд рублей, что на 34.3% ниже показателя за предыдущий год (Рисунок 2). При этом первичный рынок ОФЗ показал максимальное снижение в размере 50.1%. На рынке субфедеральных и корпоративных облигаций снижение размещений составило 41.9% и 10.4% соответственно.

На долю ОФЗ пришлось 44.0% от общего объема размещений (57.9% по итогам прошлого года), на долю корпоративных и субфедеральных облигаций — 53.4% и 2.6% (39.1% и 2.9% по итогам 2020 года) соответственно. В 2020 году впервые за последние 10 лет объем размещения государственных облигаций превысил объем корпоративных облигаций, но по итогам 2021 года доля ОФЗ вновь оказалась ниже корпоративных за счет прежде всего существенного снижения размещений гособлигаций в четвертом квартале 2021 года.

После того как план заимствования в первом и втором кварталах объемом по 1 трлн рублей был исполнен на 77.4% и 85.5% соответственно, сокращенный до 700 млрд рублей план заимствований на третий квартал был перевыполнен на 8.14% с объемом размещения ОФЗ на общую сумму 756.946 млрд рублей.

В июле ситуация на рынке оставалась непростой в преддверие заседания Банка России. А на первичном рынке повышенным спросом пользовались лишь два выпуска со сроком обращения

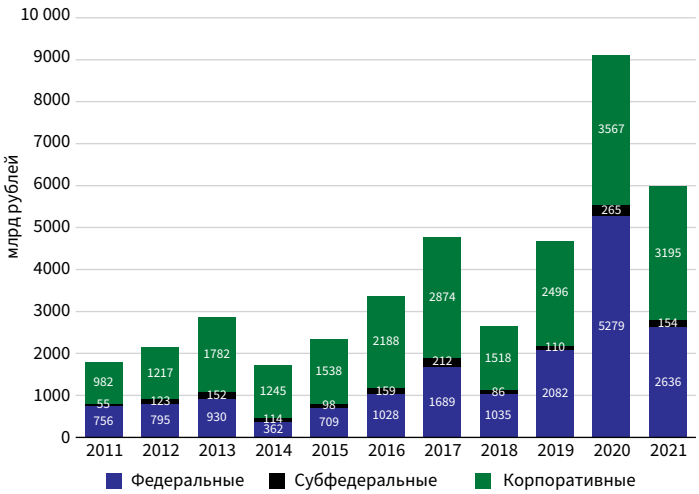

Рисунок 2
Объем первичного размещения облигаций в 2011–2021 годах

Источники: Минфин РФ, Московская биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

8 и 10 лет, ограниченные предложения которых реализовывались в полном объеме. По итогам июля план был исполнен всего на 22.3%. С конца июля и в августе Минфин перешел к проведению безлимитных аукционов, что на фоне улучшения конъюнктуры вторичного рынка привело к выполнению плана по итогам двух месяцев на 82.1%. В сентябре объем размещения ОФЗ составил 182.4 млрд рублей, что стало на 56.4% ниже показателя августа. На фоне повышения доходности ОФЗ на вторичном рынке спрос и объем размещения на аукционах постоянно снижался на фоне повышения «премии» для инвесторов, которая достигала 6 б. п. Кроме того, в сентябре дважды отменялись аукционы. В первый раз по техническим причинам был отменен аукцион по размещению нового выпуска ОФЗ-ИН 52004. В конце сентября Минфин отказался от размещения ОФЗ в связи с возросшей волатильностью на финансовых рынках. В сентябре впервые в истории весь предложенный объем выпуска был размещен в результате удовлетворения одной заявки. Это произошло при проведении дебютного размещения четырехлетнего выпуска ОФЗ-ПД 25085 в объеме 15 млрд рублей.

Четвертый квартал прошлого года для первичного рынка ОФЗ был одним из самых неблагоприятных периодов в истории рынка как с точки зрения роста ставок, так и по объемным показателям. В условиях неблагоприятной конъюнктуры на вторичном рынке с конца сентября и в течение всего четвертого квартала Минфин РФ предлагал к размещению ограниченные объемы ОФЗ, а в ноябре ему пришлось дважды отказываться от проведения аукционов. При этом в декабре после повышения ключевой ставки Банком России до 8.5% доходность размещаемых долгосрочных облигаций закрепилась на максимальном уровне в пределах 8.50–8.75% годовых. По итогам размещения десяти состоявшихся аукционных дней в октябре-декабре 2021 года Минфин РФ разместил гособлигации на общую сумму около 246.745 млрд рублей, выполнив на 47.75% план по привлечению на рынке ОФЗ в четвертом квартале 2021 года, который был установлен на уровне 520 млрд рублей. Скорректированный годовой план, который составлял 2775 млрд рублей, по итогам прошедших с начала года размещений исполнен на 95.00%, а суммарный объем размещения составил 2636.37млрд рублей по номинальной стоимости.

В 2021 году размещения субфедеральных облигаций стартовали в конце апреля с возвращения после долгого перерыва на рынок Москвы. В целом за второй квартал было размещено облигаций на 125 млрд рублей, что в 2.2 раза больше чем во втором квартале 2020 года. Наиболее активным месяцем стал май, когда состоялись два размещения общим объемом 76.5 млрд рублей. В третьем квартале состоялось единственное размещение субфедерального эмитента — Республики Башкортостан в объеме 10 млрд рублей.

Согласно бюджетам субъектов РФ в 2022 году запланировано привлечь на финансирование дефицита бюджетов около 569.075 млрд рублей, в том числе на рынке ценных бумаг — 359 (63.1%) и через кредитные организации — 221.5 млрд рублей (38.9%). При этом в 2022 году планировалось погасить бюджетные кредит в объеме около 11.4 млрд рублей.

В 2022 году на публичный рынок капитала запланировали выйти 23 региона с общим объемом облигаций 542.583 млрд рублей. При этом крупнейшими эмитентами — регионами являются Москва (259.8 млрд рублей, или 47.9% от общего планируемого объема размещения), Санкт-Петербург (99.198 млрд рублей, 18.3%), Московская область (50 млрд рублей, 9.2%). При этом на долю 10 крупнейших заемщиков приходится 90.4% от общего планируемого объема размещения.

На первичном рынке корпоративных облигаций (без учета краткосрочных выпусков ВТБ и ВЭБ.РФЭ) в 2021 году объем размещения на Московской бирже составил около 3.2 трлн рублей, что на 10.4% ниже уровня предыдущего года. Это четвертый случай в современной истории российского рынка корпоративных облигаций: первые два снижения объемов наблюдались в 2007-м и 2010 годах, предыдущее снижение было зафиксировано по итогам 2018 года на фоне повышения процентных ставок и сохранения их на от-

носительно высоком уровне во второй половине 2018-го — начале 2019 года.

В качестве основных тенденций на первичном рынке корпоративного долга в 2021 года можно выделить:

• высокую активность эмитентов банковского сектора, лизинговых компаний и компаний жилищного строительства;

• снижение ставок и увеличение первоначальных объемов размещения выпусков в ходе book-building на фоне дефицита качественных предложений, особенно во второй половине года;

• расширение спрэдов при первичных размещениях к собственным вторичным кривым эмитентов на фоне их компрессии к кривой ОФЗ из-за отставания роста доходности на вторичном рынке корпоративных облигаций по сравнению с доходностью ОФЗ в первой половине прошлого года и противоположенные тенденции во второй половине года на фоне опережающего роста доходности корпоративных облигаций относительно ставок ОФЗ;

• рост активности компаний-дебютантов (ТФН, «Боржоми Финанс», «Селектел», «Аэрофьюэлз», Продовольственная контрактная корпорация, «М Видео», МТС-Банк, «Синара ТМ», «реСтор», «Мэйл.ру Финанс», «ТАМИ и Ко», СОПФ «Инфраструктурные облигации», Росгеология);

• сохранение тенденции к сокращению дюрации размещаемых выпусков, начавшейся во второй половине прошлого года;

• сохранение интереса к рублевому рынку у иностранных эмитентов; новые выпуски разместили: «Ритейл Бел Финанс» (SPV белорусской группы компаний «Евроторг» / Eurotorg Holding PLC), планируют: «КФК Финанс», «Алтын Голд Финанс» (Республика Казахстан);

• рост популярности ESG-выпусков: г. Москва (выпуск на 70(!) млрд руб.), Атомэнергопром, Сбербанк, КАМАЗ, МТС (социальные), «Синара ТМ»; в 2021 году на рублевом облигационном рынке обращалось 17 выпусков зеленых и 3 выпуска социальных облигаций.

В 2021 году 170 эмитентов разместил 510 выпусков. Самыми крупными заемщиками среди них стали: ДОМ.РФ/ДОМ.РФ ИА (11 выпусков на общую сумму около 405 млрд рублей, 12.9% от общего объема размещения), Сбербанк (125 выпусков в объеме около 366 млрд рублей, 11.7%), ВТБ (99 выпусков в объеме около 344 млрд рублей, 11.0%), ВЭБ.РФ (около 277 млрд рублей, 8.8%) и «СИБУР Холдинг» (около 341 млрд рублей, 7.4%). На долю 30 крупнейших эмитентов по итогам года приходится 86.3% от общего объема размещения.

На долю облигаций эмитентов нефинансового сектора пришлось около 37% от общего объема размещения (менее 30% по количеству выпусков). При этом годом ранее доля облигаций нефинансового сектора составляла около 62% от общего объема новых размещений. Столь существенное снижение доли облигаций реального сектора обусловлено резким ростом процентных ставок, особенно во второй половине прошлого года, и последовавшим за ним снижением активности эмитентов реального сектора, доля размещений которых во второй половине прошлого года как по объему, так и по количеству выпусков составила всего около 20% от общих годовых показателей.

По нашим оценкам, доля размещенных в 2021 году 287 выпусков облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составляла 60.0% от общего объема (60.5% по итогам 2020 года в целом). Доля облигаций второго и третьего эшелонов (61 и 78 выпусков соответственно) составила 25.8% и 10.9% соответственно. Около 1.4% приходилось на 85 выпусков эмитентов ВДО.

ОБОРОТЫ ВТОРИЧНОГО РЫНКА

По итогам 2021 года объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 8878.6 млрд рублей, что на 9.6% ниже показателя за предыдущий год. При этом в сегменте федеральных и корпоративных облигаций наблюдалось снижение объема сделок на 8.5% до 6564 млрд рублей и на 10.5% до 2194.4 млрд рублей соответственно (Рисунок 3). На 38.1% произошло максимальное снижение объема сделок в субфедеральном сегменте, где первичных размещений в третьем и четвертом кварталах практически не было. Правда и объем сделок с ними достаточно мал — около 120.3 млрд рублей, или всего 1.4% от общего объема. На долю гособлигаций

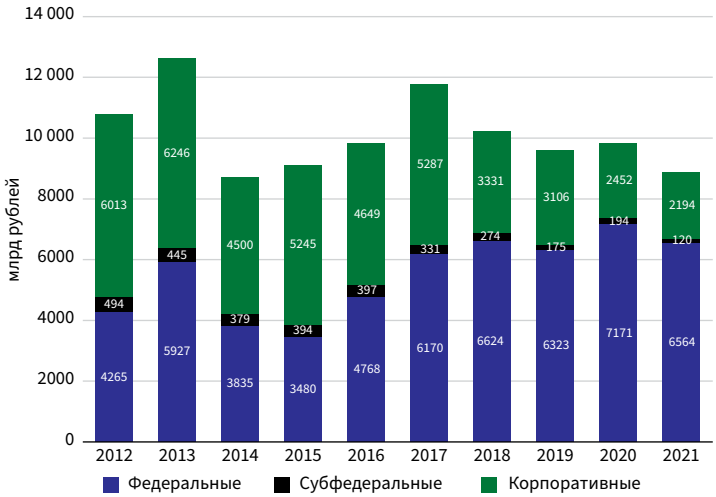

Рисунок 3
Объем биржевых сделок с облигациями

Источники:
МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

пришлось около 73.9% от суммарного объема, на долю корпоративных облигаций — 24.7%, что говорит о минимальных изменениях по сравнению с предыдущим годом, когда их доли составляли 73.9% и 25 соответственно. Можно отметить, что приостановился рост доли ОФЗ в суммарном объеме биржевых торгов, который наблюдается с 2016 года.

Если первый максимальный в прошедшем году объем сделок на рынке ОФЗ был зафиксирован в августе (728 млрд рублей) на фоне «активного возвращения на рынок» инвесторов-нерезидентов, то еще более высокий объем сделок был зафиксирован в декабре (около 746 млрд рублей) на фоне активного выхода инвесторов-нерезидентов, который наблюдался в октябре и ноябре прошлого года, и формирования новых инвестиционных портфелей в «коротких» бумагах.

На вторичном рынке субфедеральных облигаций в 2021 году минимальный объем сделок, составивший около 3.01 млрд рублей, был зафиксирован в октябре, что было обусловлено прежде всего ухудшением конъюнктуры и отсутствием новых размещений в течение последних трех месяцев. При этом рост активности произошел только в последний месяц года. На рынке корпоративных облигаций наблюдались похожие тенденции: после повышения в августе до 222.6 млрд рублей (третий показатель текущего года) в сентябре и октябре объем сделок снизился до 161.3 и 170.0 млрд рублей (меньшие объемы были зафиксированы только в январе и мае). Небольшой рост активности на вторичном рынке корпоративных облигаций был зафиксирован в декабре (объем сделок превысил 215.7 млрд рублей).

Вложения физических лиц в облигации по итогам 2021 года, по данным Московской биржи, составили 819.0 млрд рублей, что на 32.7% превысило объем

Таблица 1
Вложения физических лиц в облигации на МБ

Источник:
МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

	2020 г.		2021 г.	
	млрд рублей	%	млрд рублей	%
Все	617.0	100	819.0	100
Корпоративные	546.0	88.5	660.9	80.7
Гособлигации	40.1	6.5	126.1	15.4
Региональные	6.2	1	1.3	0.16
Еврооблигации	24.7	4	31.9	3

Таблица 2. Возврат на инвестиции (Total Return) в различные сегменты финансового рынка, %

Источники: индексы облигаций и акций МБ; ЦБ РФ; Росстат; расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Инструмент	Период, годы								
	2021	IV кв. 2021	III кв. 2021	II кв. 2021	I кв. 2021	2020	2019	2018	2017
Рынок облигаций									
Все рублевые облигации	-4.7	-2.3	0.7	-0.4	-2.8	8.4	18.8	1.4	14.1
Государственные (ОФЗ)	-4.9	-3.0	0.6	0.6	-3.3	8.5	20.0	2.1	12.8
Субфедеральные	-1.1	-0.7	0.5	-0.3	-0.6	7.4	13.4	4.3	10.3
Корпоративные	-0.1	-0.2	0.6	0.1	-0.5	8.3	14.3	4.4	12.3
Рынок акций									
Индекс МБ	15.2	-7.6	6.8	8.5	7.7	8.0	28.6	12.3	-4.7
Валютный рынок									
Долл. США	0.6	2.1	0.5	-4.4	2.5	19.3	-10.9	21.8	-6.0
Евро	-7.4	-0.9	-1.5	-3.0	-2.1	30.9	-12.7	16.5	6.9
Бивалютная корзина	-3.4	0.6	-0.4	-3.7	0.2	24.9	-11.8	19.2	0.0
Инфляция (справочно)									
ИПЦ	8.39	2.89	1.08	2.0	2.1	4.9	3.0	4.3	2.5

вложений за 2020 год в целом (Таблица 1). Вложения физлиц в ОФЗ по итогам 2021 года выросли в 2.2 раза к показателю за предыдущий год в целом до 126.1 млрд рублей. В результате доля вложений физлиц в текущем году составила около 15.4% от общего объема размещения ОФЗ. Доля вложений в корпоративные облигации была максимальной и составляла 80.7% против 88.5% в 2020 году, а объем вложения составил 660.9 млрд рублей, превысив на 21.0% объем вложений 2020 года. Минимальную долю (0.16%, или 1.3 млрд рублей) во вложениях физлиц занимают субфедеральные облигации. Физлицами было приобретено около 20.5% от общего объема корпоративных облигаций, размещенных по итогам 2021 года, около 4.8% от объема размещенных ОФЗ и около 0.9% от объема размещенных субфедеральных облигаций.

По данным Московской биржи, доля физических лиц в суммарном объеме сделок с облигациями на вторичном рынке в 2021 году составила около 10.1%. При этом их доля в объеме сделок с корпоративными облигациями на основной сессии МБ составляла в пределах 11.0–17.6% ежемесячно.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ

По итогам 2021 года вложения в федеральные и субфедеральные облигации принесли инвесторам максимальный убыток, который составил –4.9% и –0.9% соответственно (Таблица 2). При этом менее удачными на рынке капитала оказались вложения в корпоративные облигации (снижение на 0.1%). Максимальный доход 2021 года, составивший +15.2% (при снижении на 7.6% по итогам четвертого квартала), был получен от инвестиций в акции, которые стали единственным активом, существенно опередившим инфляцию. Вложения по итогам 2021 года в иностранные валюты были и доходными, и убыточными: так, например, покупка доллара США принесла доход около 0.6% (при росте на 2.1% в четвертом квартале), а покупка евро принесла убыток в размере 7.4% (–0.9% в четвертом квартале).