
Финансовый сектор

КОРПОРАТИВНЫЕ ЗАИМСТВОВАНИЯ В 2014–2016 гг.: РОСТ ЗНАЧИМОСТИ ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА*

Михаил ХРОМОВ

Заведующий лабораторией финансовых исследований Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации. E-mail: khromov@ier.ru

Елизавета ХУДЬКО

Старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации; научный сотрудник Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара, канд. экон. наук. E-mail: hydko@ier.ru

В 2016 г. остановился рост рынка банковского кредитования, но активизировались заимствования корпоративных эмитентов на внутреннем облигационном рынке. Главным фактором роста этого рынка стало увеличение займов в иностранной валюте, а в его рублевом сегменте, как и в предшествующие годы, около 25% новых облигационных займов приходилось на единственного эмитента — «Роснефть». Доля же облигационных займов в общем объеме задолженности выросла за последние три года почти в два раза — с 13 до 21%.

Ключевые слова: банковский сектор, рынок облигаций, корпоративные заимствования.

В 2016 г. банковское кредитование нефинансового сектора российской экономики практически остановилось. Однако было бы ошибкой говорить о прекращении финансирования реального сектора на основании анализа динамики только банковского кредитования. В данной статье мы сочли необходимым расширить наш анализ, рассмотрев также состояние внутреннего облигационного рынка в период 2014–2016 гг.

Динамика задолженности корпоративных банковских клиентов с 2014 г. неуклонно замедлялась: если в 2014 г. ее объем вырос на 2,6 трлн. руб.¹ (+13%), то в 2015-м — только на 1,3 трлн. руб. (+5%), а в 2016 г. она практически не изменилась. При этом в 2015 г. более половины увеличения долга (56%) пришлось на кредиты в иностранной валюте, а в 2016 г., наоборот, нулевая динамика банковского кре-

дитования складывалась из сопоставимых по абсолютному объему (около 0,9 трлн. руб.) прироста рублевого долга и сокращения валютного. (См. рис. 1.) Это, очевидно, связано с закрытием внешних финансовых рынков для российских заемщиков с конца 2014 г., что вынудило ряд крупных игроков рефинансировать свои внешние финансовые обязательства на внутреннем рынке.

Заимствования корпоративных эмитентов² на внутривнутрироссийском облигационном рынке, несмотря на активизацию в конце 2014 г., в годовом выражении оставались относительно стабильными до 2016 г. — и в 2014-м, и в 2015 г. объем задолженности по облигациям, выпущенным на внутреннем финансовом рынке, рос на 1,2 трлн. руб. в год. В 2016 г. прирост облигационной задолженности увеличился до 1,6 трлн. руб. (См. рис. 2.)

* — Статья из Мониторинга экономической ситуации в России «Тенденции и вызовы социально-экономического развития» № 11 (49) (июнь 2017 г.), размещенного на сайте Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара (название статьи в МЭС — «Корпоративные заимствования: рост значимости облигационного рынка»).

¹ Здесь и далее приросты задолженности приведены с поправкой на переоценку показателей в иностранной валюте.

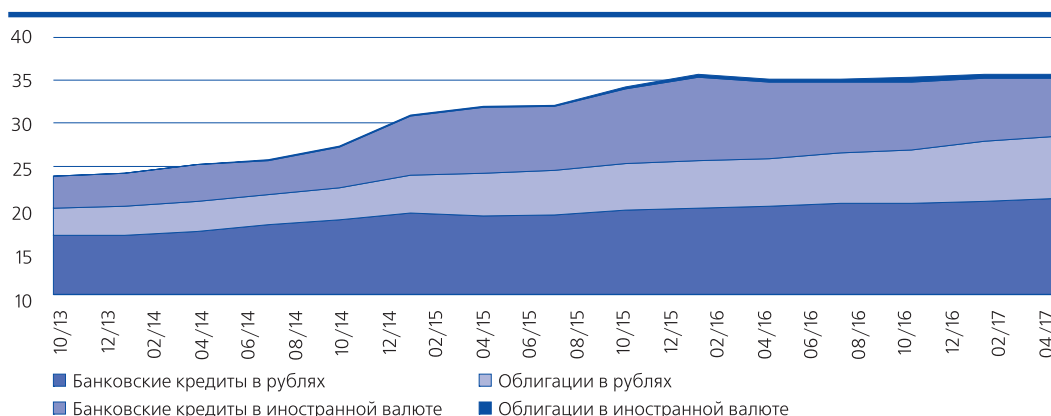
² Без учета кредитных организаций.

Заметное увеличение валютных выпусков облигаций на внутреннем долговом рынке с конца 2015 г., скорее всего, объясняется продолжением тенденции замещения внешних заимствований. Кроме того, изменение динамики обменного курса рубля повысило привлекательность данного инструмента для конечного заемщика — именно с этого момента начался устойчивый рост курса рубля к доллару. Облигационные заимствования в иностранной

валюте стали главным фактором роста рынка в 2016 г.

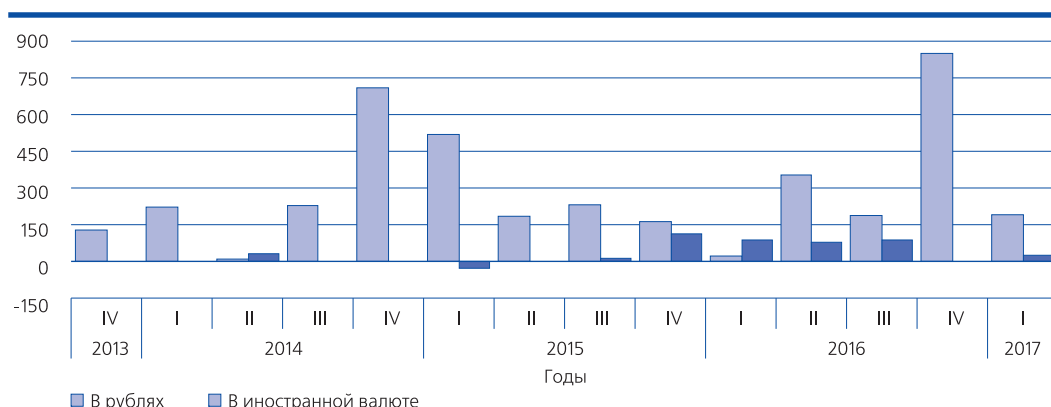
Кроме того, обращают на себя внимание два пиковых значения прироста облигационных заимствований корпоративных эмитентов — в четвертом квартале 2014-го и в четвертом квартале 2016 г. В целом подобную динамику можно было бы объяснить сезонным фактором (при анализе за **большой** ретроспективный период, как правило, четче прослежива-

Рис. 1. Динамика задолженности небанковского сектора по финансовым обязательствам на внутреннем финансовом рынке, трлн. руб.



Источник: Банк России, расчеты авторов.

Рис. 2. Прирост объема облигационных займов, выпущенных нефинансовыми организациями, млрд. руб.



Источник: Банк России, расчеты авторов.

ется увеличение объемов размещенных выпусков в декабре каждого года), однако такой анализ является неполным, если не учитывать динамику доходности облигаций и структуру первичных размещений в разрезе эмитентов. (См. рис. 3.)

Как показывают приведенные на рис. 2 и 3 данные, пиковые значения размещения облигаций в четвертом квартале 2014 и 2016 гг., а также их высокие объемы в начале 2015 г. (что также нехарактерно для этого периода года) обусловлены выходом на первичный облигационный рынок только одного крупного эмитента – ПАО «НК «Роснефть». В указанные периоды объем финансирования, привлеченного «Роснефтью» с облигационного рынка, превышал совокупный объем эмиссий, размещенных всеми остальными корпоративными эмитентами.

Таким образом, если рассматривать динамику первичного сегмента облигационного рынка за исключением эмиссий «Роснефти», то фактор сезонности прослеживается уже не

с такой очевидностью, а минимальные значения размещений в первом квартале 2015 г. логично объясняются резким ростом доходности облигаций в этот период (последовавшим за повышением ключевой ставки Банка России в середине декабря 2014 г.). Впрочем, существенное снижение доходности в течение последних двух лет так и не активизировало конъюнктуру рынка корпоративных облигаций. Более того, несмотря на снижение доходности, наблюдалось сокращение дюрации портфеля облигаций, входящих в индекс IFX-Cbonds, что свидетельствует об уменьшении периода обращения размещаемых займов.

Стоит назвать и еще нескольких крупных эмитентов, оперировавших на облигационном рынке в рассматриваемый период, – это компании группы Внешэкономбанка, группы «ВТБ», группы «Газпром», ОАО «Российские железные дороги». Указанные эмитенты размещали в квартал эмиссии на сумму до 100 и более миллиардов рублей. Кроме того, на внутреннем рынке в исследуемый период были

Рис. 3. Динамика эффективной доходности облигаций, входящих в индекс IFX-Cbonds, и объема размещения новых выпусков рублевых облигаций финансовых и нефинансовых организаций



Источник: Информационное агентство Cbonds, расчеты авторов.

размещены крупные валютные выпуски. Два выпуска облигаций объемом 2,3 млрд. долл. каждый разместило ОАО «Ямал СПГ» (единственным приобретателем в обоих случаях стала Российская Федерация в лице Министерства финансов РФ); несколько выпусков объемом от 100 до 600 млн. долл. разместили компании группы Внешэкономбанка.

В целом за 2014–2016 гг. значимость рынка внутренних облигаций для финансирования небанковского сектора экономики выросла с 31% в 2014 г. до 100% в 2016 г. (имеется в виду весь прирост внутреннего долга за счет выпуска облигаций). Вместе с тем, несмотря на такой динамичный рост облигационных заимствований, банковское кредитование до сих пор

остается преобладающим инструментом в заемных ресурсах небанковского сектора российской экономики. В первом квартале 2017 г. рынок банковского кредитования возобновил свой рост, расширившись почти на 0,5 трлн. руб., в то же время объем задолженности по облигациям вырос на 0,2 трлн. руб. (или на 32% от общего прироста задолженности небанковского сектора по внутренним финансовым инструментам). В общем объеме долга доля облигационных займов выросла с 13% в начале 2014 г. до 20% по итогам 2016 г., тогда как на банковские кредиты до сих пор приходится около 80% задолженности корпоративного сектора по внутренним финансовым обязательствам. ■