

Финансовый сектор

КОРПОРАТИВНЫЕ ЗАИМСТВОВАНИЯ В 2017 – ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ 2018 гг.: ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК ПРОДОЛЖАЕТ РАСТИ*

Михаил ХРОМОВ

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

Елизавета ХУДЬКО

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

В начале 2018 г. темпы роста банковского кредитования нефинансовых организаций постепенно увеличивались. Рынок внутренних облигационных займов продолжал наращивать свои позиции в общем объеме финансирования реального сектора российской экономики. Лидирующее положение здесь занимают эмитенты нефтегазового сектора.

Ключевые слова: банковский сектор, нефинансовые организации, внутренний облигационный рынок.

По итогам первого квартала 2018 г. совокупная задолженность нефинансовых организаций по заимствованиям на внутреннем финансовом рынке¹ достигла 32,7 трлн. руб. Большую часть внутреннего долга нефинансового сектора по-прежнему составляют банковские кредиты. Однако удельный вес облигационных заимствований продолжает расти. Рассмотрим подробнее, как развивались эти два основных сегмента финансового рынка.

Банковское кредитование корпоративных заемщиков по-прежнему демонстрирует весьма умеренную динамику: за 2017 г. объем задолженности нефинансового сектора по банковским кредитам практически не изменился, увеличившись всего на 0,4%. В первом квартале 2018 г. динамика кредитования немного ускорилась и объем соответствующего долга вырос на 1,9%.

В последние несколько лет в данном сегменте банковского кредитования сохраняется

тенденция замещения валютного долга рублевым. Так, объем задолженности нефинансовых организаций по рублевым кредитам вырос на 3,5% в 2017 г. и еще на 3,6% в первом квартале 2018 г. Долг же по банковским кредитам в иностранной валюте сократился в долларовом выражении в 2017 г. на 4,7% и на 3,6% в первом квартале 2018 г. В условиях укрепления национальной валюты рублевый эквивалент кредитов в иностранной валюте сокращался еще быстрее. В результате доля валютных кредитов в общем объеме банковских кредитов нефинансовым организациям уменьшилась с 24,1% в начале 2017 г. до 20,4% по итогам первых трех месяцев текущего года.

Заимствования корпоративных эмитентов² на внутривнутрироссийском облигационном рынке на протяжении всего 2017 г. демонстрировали позитивную тенденцию, которая сохранилась и в начале текущего года. Более того, несмот-

* — Статья из Мониторинга экономической ситуации в России «Тенденции и вызовы социально-экономического развития» № 11 (72) (июнь 2018 г.), размещенного на сайте Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара (название статьи в МЭС — «Облигационные заимствования растут опережающими темпами»).

¹ Банковские кредиты и облигационные займы.

² Без учета финансовых организаций.

ря на традиционный сезонный спад на рынке в начале года, прирост задолженности в первом квартале 2018 г. оказался на 34% выше по сравнению с аналогичным показателем в первом квартале 2017 г. В итоге совокупный объем корпоративных заимствований на конец марта текущего года стал рекордным за всю историю облигационного рынка в России, достигнув почти 6,7 трлн. руб. (См. рис. 1.)

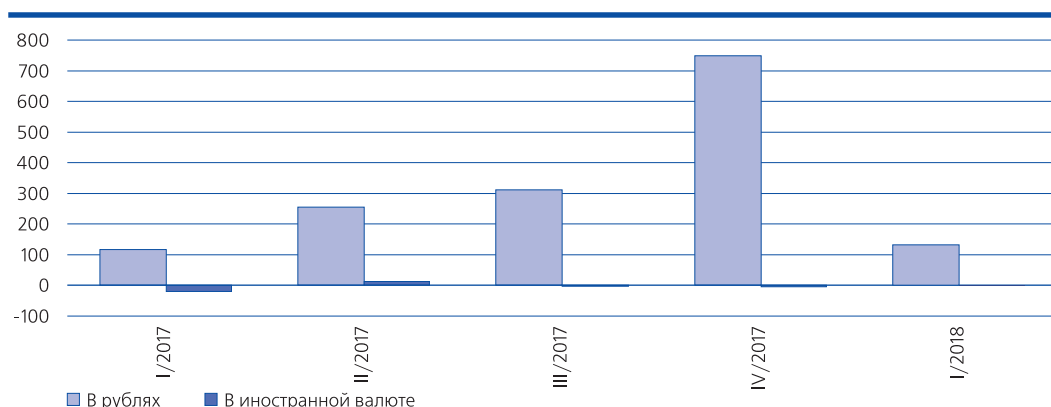
Вместе с тем следует отметить, что прирост задолженности по облигациям произошел только за счет эмиссий, размещенных в национальной валюте (с начала 2017 г. по конец первого квартала 2018 г. рынок рублевых займов вырос более чем на 1,5 трлн. руб.). Задолженность по валютным займам, доля которых составляет менее 5% от общего объема корпоративного сегмента внутреннего облигационного рынка, на протяжении нескольких последних кварталов остается неизменной. Минимальные изменения здесь почти полностью обусловлены колебаниями валютного курса. Таким образом, процесс замещения внешних валютных заимствований внутренними валютными эмиссиями, который достаточно энергично происходил в 2016 г., практически прекратился.

В результате активного роста облигационных заимствований на фоне стагнации банковского кредитования их доля в заемном финансировании нефинансового сектора российской экономики продолжает увеличиваться: если в начале 2017 г. на внутренний облигационный рынок приходилось 16,8% от общего объема внутреннего долга нефинансовых организаций, то по итогам первого квартала 2018 г. этот показатель превысил 20%. (См. рис. 2.) Бурный рост облигационных займов во многом замещает сокращающееся кредитование в иностранной валюте.

Какие факторы способствовали ускоренному росту облигационных заимствований?

В 2017 г. максимальный объем размещений традиционно пришелся на четвертый квартал. Однако анализ структуры первичных размещений и доходности облигаций показывает, что ситуация в течение года складывалась не вполне типичным образом. Как видно на рис. 3, пиковое значение размещений в четвертом квартале, а также достаточно высокий их объем в третьем (относительно аналогичного периода 2015 и 2016 гг.) были обусловлены выходом на первичный облигационный рынок только одного крупного эмитента —

Рис. 1. Прирост объема задолженности по облигационным займам, выпущенным нефинансовыми организациями (за квартал), млрд. руб.



Источник: Банк России, расчеты авторов.

ПАО «НК «Роснефть»». В указанные периоды объем финансирования, привлеченного этой компанией с облигационного рынка, составил примерно половину совокупного объема эмиссий, размещенных всеми остальными корпоративными эмитентами, а в целом за пять последних кварталов доля компании составила треть от общего объема новых облигационных займов. Второй по величине объем финансирования с облигационного рынка привлекла группа компаний «Газпром», однако ее доля в размещенных за пять кварталов займах составила менее 10%; доля остальных крупных игроков рынка (разместивших за указанный период более 100 млрд. руб.) не превысила 5%.

Таким образом, если рассматривать динамику первичного рынка за исключением эмиссий НК «Роснефть», фактор сезонности в конце года прослеживается уже не так ярко, а объемы размещений в третьем квартале сокращаются почти до уровня соответствующего периода в кризисном 2014 г.

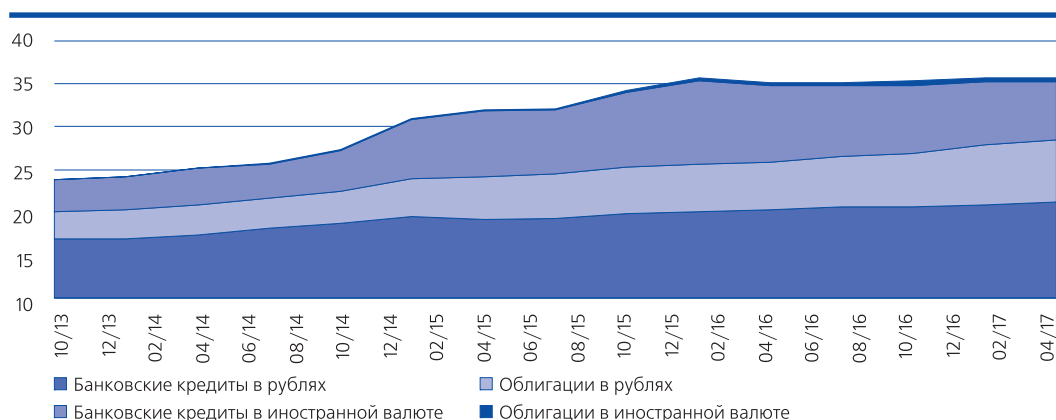
Причем падение активности эмитентов на первичном облигационном рынке произошло, несмотря на устойчивое снижение процентных ставок по обращающимся на нем ин-

струментам. Причиной этого послужил целый ряд внешних факторов.

Во втором полугодии 2017 г. негативное влияние на рынок оказали ослабление рубля и снижение цен на нефть, расширение санкций со стороны США, объявление Банком России начала постепенного исключения из ломбардного списка облигаций большинства финансовых организаций и введения повышенных требований для бумаг остальных эмитентов. В связи с этим многие эмитенты (особенно из числа относительно новых участников рынка) решили отложить первичное размещение своих бумаг. Гарантированно разместить эмиссии на благоприятных условиях в этот период могли преимущественно крупные и надежные эмитенты. Однако к концу года негативный эффект сошел на нет, и уже в январе 2018 г. наблюдалась активность на первичном облигационном рынке, в том числе были размещены отложенные ранее эмиссии.

Также на внутреннем рынке с начала 2017 г. было размещено несколько валютных выпусков облигаций общим объемом около 1,5 млрд. долл. Самые крупные размещения провели Внешэкономбанк во втором квартале 2017 г. на сумму 550 млн. долл., ПАО «Госу-

Рис. 2. Объем задолженности нефинансовых организаций по банковским кредитам и внутренним облигационным займам, трлн. руб.



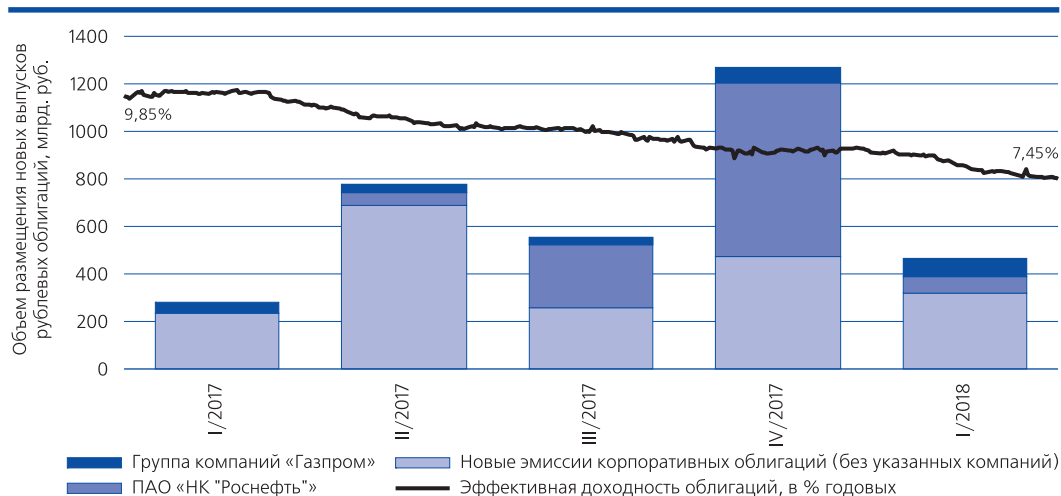
Источник: Банк России, расчеты авторов.

дарственная транспортная лизинговая компания» в третьем квартале 2017 г. на сумму 170 млн. долл. Кроме того, «Альфа Банк» разместил на российском рынке единственный заем в европейской валюте на сумму 20 млн. евро.

Таким образом, как и в предшествующие годы³, значимое влияние на внутренний об-

лигационный рынок в исследуемый период оказал крупнейший заемщик — НК «Роснефть». Однако и без учета «Роснефти» российский нефинансовый сектор продолжает постепенно увеличивать долю облигационных займов в структуре своих заимствований. ■

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



* — Без учета данных по краткосрочным биржевым облигациям ВТБ и Внешэкономбанка со сроком обращения от 1 до 40 дней.
 Источник: Информационное агентство Cbonds, расчеты авторов.

³ См.: Хромов М., Худько Е. Корпоративные заимствования в 2014–2016 гг.: рост значимости облигационного рынка // Экономическое развитие России. 2017. № 6. С. 47–50.