

# Финансовый сектор

## ЗАИМСТВОВАНИЯ КОРПОРАЦИЙ В ЯНВАРЕ-СЕНТЯБРЕ 2018 г.\*

**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

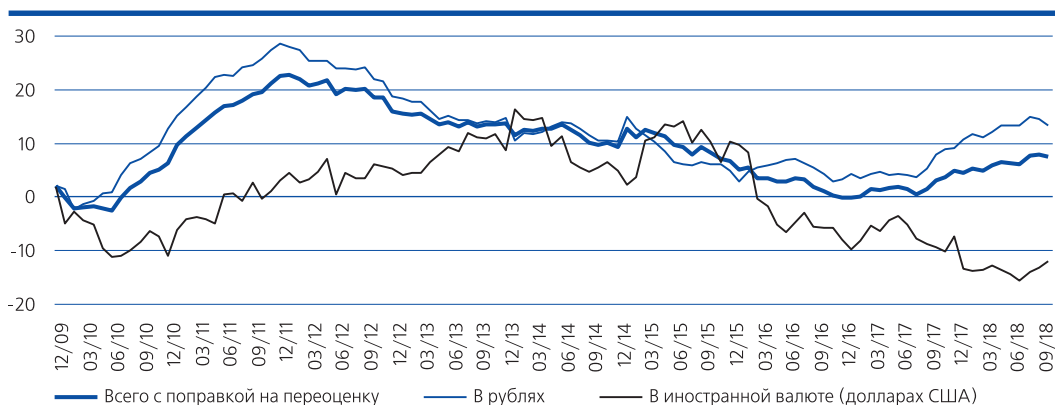
*В 2018 г. постепенно ускоряется рост банковского кредитования корпоративных заемщиков, преимущественно за счет рублевых кредитов нефинансовым организациям. Резко замедлилась динамика внутреннего облигационного рынка в связи с сокращением новых займов НК «Роснефть». Доля облигационных займов в привлекаемых на внутреннем рынке заемных ресурсах в 2018 г. снижается.*

**Ключевые слова:** российский банковский сектор, корпоративные заемщики, нефинансовые организации, финансовые организации, внутренний облигационный рынок.

Кредитная задолженность корпоративных заемщиков перед российскими банками за первые девять месяцев 2018 г. увеличилась на 1,9 трлн. руб. (на 6,5% от объема банковских кредитов корпоративным заемщикам на начало этого года – см. рис. 1). Суммарный долг российских предприятий перед банка-

ми на 1 октября 2018 г. достиг 31,9 трлн. руб. По сравнению с аналогичным периодом 2017 г. прирост кредитной задолженности корпораций увеличился более чем на 80% (годом ранее корпоративный кредитный портфель российских банков вырос на 1,0 трлн. руб., или на 3,7%).

**Рис. 1. Прирост задолженности корпоративных заемщиков по банковским кредитам, в % к соответствующему периоду предыдущего года**



Источник: Банк России, оценки авторов.

\* – Статья из Мониторинга экономической ситуации в России «Тенденции и вызовы социально-экономического развития» № 19 (80) (ноябрь 2018 г.), размещенного на сайте Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара (название статьи в МЭС – «Заимствования корпораций: усиление роли банковского кредита»).

Задолженность корпоративных заемщиков по рублевым кредитам банков увеличилась за три первых квартала 2018 г. на 2,1 трлн. руб., что в полтора раза больше, чем годом ранее. Задолженность корпораций по банковским кредитам в иностранной валюте продолжает сокращаться — она достигала максимума в середине 2015 г. (137 млрд. долл.), а в дальнейшем корпорации последовательно снижали свой инвалютный долг перед банками: с января по сентябрь 2018 г. он уменьшился на 3,8 млрд. долл., а по итогам сентября текущего года объем инвалютных кредитов корпоративным клиентам составил около 100 млрд. долл.

Годовые темпы роста кредитной задолженности в третьем квартале 2018 г. достигли 7,5–8,0%, что соответствует уровню 2015 г. и отстает от показателей 2011–2013 гг. При этом годовые темпы роста рублевых кредитов (14–15%) практически вышли на докризисный уровень (2013 г. — 15,1%). Таким образом, темпы роста общего объема долга корпораций перед банками отстают от докризисного уровня

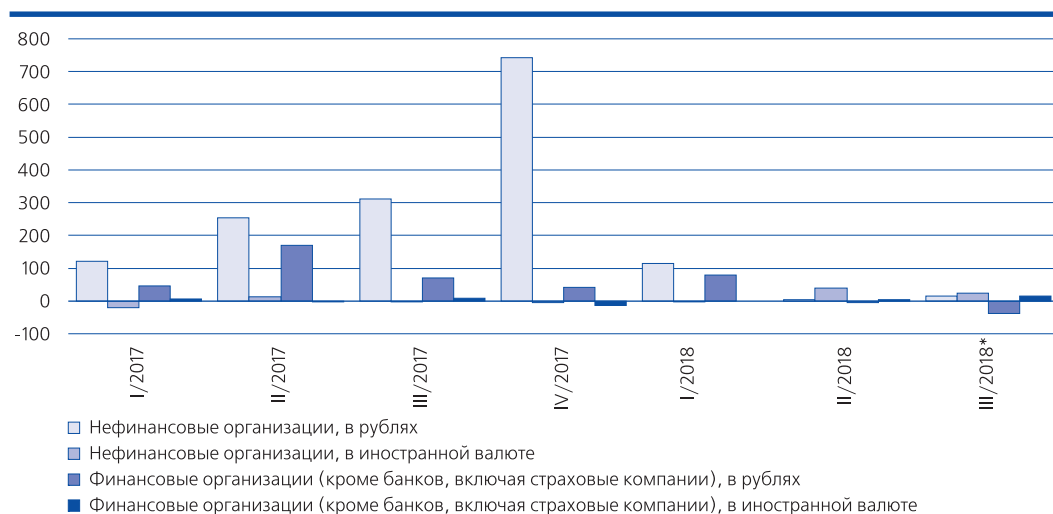
благодаря продолжающемуся сжатию кредитов в иностранной валюте.

Наибольший вклад в ускорение роста корпоративного банковского кредитования с начала 2018 г. внесли кредиты нефинансовым предприятиям — эта категория заемщиков увеличила свой долг перед банками на 1,4 трлн. руб., что почти в три раза больше по сравнению с показателем, зафиксированным годом ранее (0,5 трлн. руб.). Тем не менее темпы роста задолженности нефинансовых организаций перед банками остаются все еще низкими: за первые три квартала 2018 г. их долг вырос на 5,5% (годом ранее — на 1,8%).

В то же время финансовые организации в 2018 г. значительно замедлили привлечение банковских кредитов: если за первые три квартала 2017 г. они увеличили долг перед банками на 0,6 трлн. руб. (или на 21,4%), то за аналогичный период 2018 г. — на 0,5 трлн. руб. (или на 13,2%).

Заимствования корпоративных эмитентов<sup>1</sup> на внутрироссийском облигационном рынке

**Рис. 2. Прирост объема облигационных займов, выпущенных корпоративными заемщиками, кроме банков (по итогам за квартал), млрд. руб.**



\* — Оценка.

Источник: Банк России, оценки авторов.

<sup>1</sup> Без учета кредитных организаций, но включая другие финансовые и страховые организации.

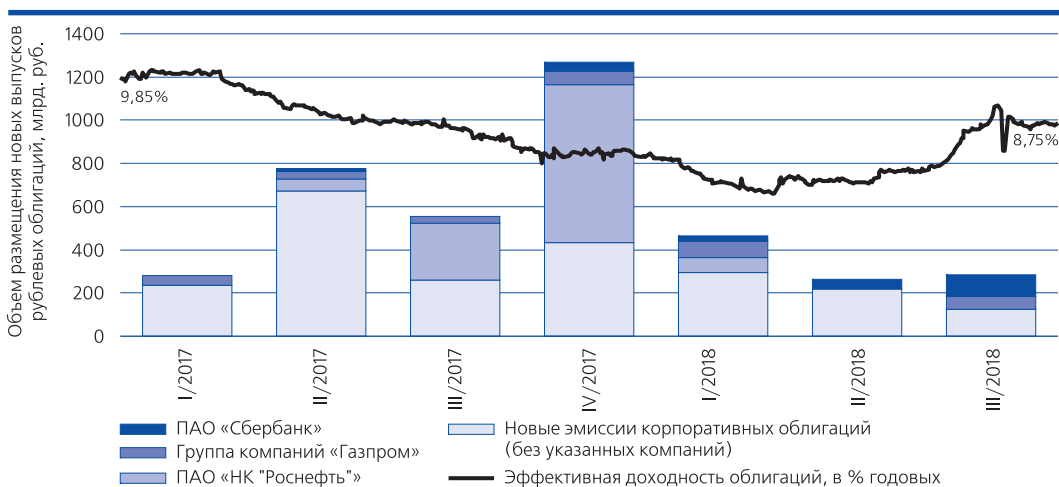
на протяжении января-сентября 2018 г. демонстрировали слабopоложительную тенденцию, уступая показателям предыдущего года. (См. рис. 2.) Вместе с тем совокупный объем корпоративных заимствований на конец третьего квартала текущего года стал рекордным за всю историю облигационного рынка в России, достигнув почти 9,4 трлн. руб.

Основной вклад в прирост задолженности по облигациям во втором и третьем кварталах 2018 г., в отличие от аналогичных периодов 2017 г., обеспечили эмиссии облигаций в иностранной валюте. При этом объем рублевого рынка корпоративных эмитентов с начала года оставался практически неизменным. Подобная тенденция валютного сегмента внутреннего облигационного рынка во многом обусловлена существенным ростом валютного курса с апреля текущего года. Тем не менее доля задолженности по валютным займам на конец третьего квартала составляла менее 6% от корпоративного сегмента внутреннего облигационного рынка.

В текущем году на рынке первичных размещений наблюдается снижение активности: совокупный объем размещенных эмиссий за три первых квартала 2018 г. сократился более чем на треть по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (относительно соответствующих периодов 2016 и 2015 гг. показатель оказался ниже на 25–30%).

Как следует из рис. 3<sup>2</sup>, крупнейшим заемщиком в рассматриваемый период стало ПАО «Сбербанк» (в те же периоды предыдущих лет лидерами были ПАО «НК «Роснефть»» и группа компаний «Газпром»). Это отражает общую тенденцию изменения структуры заемщиков на первичном рынке: если за первые три квартала 2017 г. на долю компаний нефинансового сектора приходилось более половины внутренних займов, то по итогам января-сентября текущего года доля нефинансового сектора составила около 46%. В любом случае, если исключить эмиссию бумаг указанных компаний, то падение объема первичного рынка оказывается еще более значительным.

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



Источник: информационное агентство Cbonds, расчеты авторов.

<sup>2</sup> Статистика приведена без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ и Внешэкономбанка со сроком обращения от 1 до 85 дней.

Отдельно необходимо сказать о динамике средневзвешенной доходности корпоративных облигаций. К началу второго квартала 2018 г. доходность облигаций, входящих в индекс IFX-Cbonds, достигла минимальных значений с начала 2014 г. Однако затем начался период ее постепенного роста, что во многом сказалось на падении активности эмитентов на первичном рынке. Соответствующая динамика доходности, в свою очередь, была связана с ухудшением макроэкономических показателей. Тем не менее следует акцентировать внимание на том, что после повышения ключевой ставки ЦБ РФ доходность корпоративных облигаций не превысила 9% годовых, тогда как, например, во втором квартале 2014 г., при аналогичной ключевой ставке, она держалась на среднем уровне почти в 9,5% годовых.

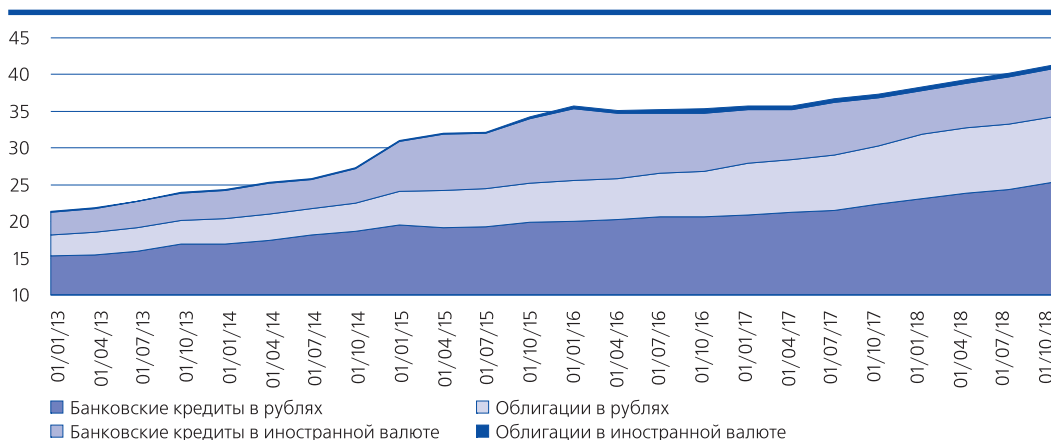
Таким образом, в настоящее время вложения в облигации российских корпоративных эмитентов характеризуются меньшими инвестиционными рисками по сравнению с кризисным 2014 г. В пользу этого мнения свидетельствуют утверждение в последние месяцы некоторыми крупными эмитентами (в частности, ОАО «РЖД», АО «Газпромбанк», ПАО

«МОЭК», ГК «Автодор», ПАО «НГК "Славнефть"» и др.) программ выпуска облигаций, а также планы ряда небольших компаний (например, «Гемабанк», «Сибстекло», «Росморпорт») по выпуску дебютных эмиссий.

Кроме того, на внутреннем облигационном рынке за первые три квартала 2018 г. было размещено несколько валютных выпусков, хотя их совокупный объем составил всего 565 млн. долл., что можно объяснить возросшими валютными рисками. Наиболее крупные размещения провели ПАО «Совкомбанк» (две эмиссии на сумму 250 млн. долл. в первом квартале текущего года) и институт развития – ПАО «Государственная транспортная лизинговая компания» (одна эмиссия объемом 150 млн. долл. во втором квартале).

В последние месяцы на рынке расширилось представительство структурированных облигаций, выпущенных финансовыми структурами. Наибольший объем таких эмиссий составляют выпуски облигаций ПАО «Сбербанк». В качестве базового актива, к которому привязан дополнительный доход по ценной бумаге в разных эмиссиях, выступают облигационные индексы (в частности, NXS Bond Fund

**Рис. 4. Объем задолженности российских предприятий и организаций по банковским кредитам и внутренним облигационным займам, трлн. руб.**



Источник: Банк России, расчеты авторов.

Stars ER Index), биржевые фонды (например, ETF SPDR GOLD SHARES, SDPR S&P 500 ETF TRUST, ETF ISHARES 20+ YEAR TREASURY BO), сырьевые товары (медь, никель, палладий), акции крупнейших производственных компаний (ING Groep NV, Apple Inc., Facebook и др.), американские депозитарные расписки на свои же акции. Однако с учетом недостаточно благоприятной конъюнктуры рынка банку не уда-

лось полностью разместить заявленные объемы бумаг.

Общий объем корпоративных заимствований на внутреннем финансовом рынке по итогам сентября 2018 г. достиг 41,3 трлн. руб. Доля облигационных в общем объеме привлеченных заимствований составила по итогам третьего квартала 2018 г. 22,8%, снизившись с начала года более чем на 1 п.п. (См. рис. 4.) ■