

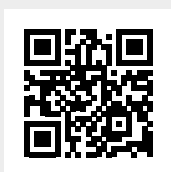
4 апреля 2023

Заемный капитал для компаний и проектов: итоги первого квартала 2023 года

Почему банковское кредитование
для проектов вновь дорожает?

С чем связан спад интереса
к облигационному финансированию?

Коснулся ли такой спад новых видов бондов?



Содержание

Ключевые выводы	3
Ключевая ставка не поддержала кредиты?	5
Затишье на облигационном рынке	6
Новые виды бондов отложены в сторону?	7

Ключевые выводы

- **Ключевая ставка сохраняется на уровне 7,5% годовых уже более полугода, однако банковские кредиты для инвестиционных проектов вместо стабилизации и снижения стоимости опять становятся более дорогими.**
По нашей оценке, диапазон ставок банковского кредитования в первом квартале 2023 года вырос до 9,8-15,5%, что на 0,8 п. п. и 3,5 п. п. выше нижней и верхней границ, зафиксированных в четвертом квартале 2022-го. Причина — негативные ожидания, более четкий сигнал регулятора по повышению ключевой ставки в системе, продолжающаяся структурная перестройка экономики, рост комиссий и более жесткая оценка заемщиков со стороны кредитных организаций.
- **Темпы роста объемов корпоративных банковских кредитов в 2023 году могут оказаться более умеренными, чем в 2022-м: 8-12% против 12,2%.** Более успешный результат в прошлом году связан с рефинансированием валютных кредитов, кредитованием организаций военно-промышленного комплекса, компаний, покупающих российские активы уходящего иностранного бизнеса, а также с менее строгой оценкой заемщиков. В этом году, по крайней мере, два последних фактора могут сдерживать рост объемов выдаваемых кредитов.
- **На рынке рассматриваемых нами средне- и долгосрочных корпоративных эмиссий компаний инфраструктурной и смежных отраслей¹ второй год подряд в первом квартале наблюдается затишье.** Так, в январе — марте 2023 года на нем произошло лишь одно облигационное размещение на 12 млрд руб. («Россети»). Год назад в первом квартале 2022-го не состоялось ни одной подобной эмиссии. В обоих случаях это было связано с ростом экономической неопределенности и возможным уходом инфраструктурных компаний в более краткосрочные заимствования из-за сокращения горизонта планирования.
- **В отличие от условий банковского кредитования, ставки облигационных купонов эмитентов инфраструктурных и смежных отраслей в первом квартале 2023-го стабилизировались относительно предыдущего квартала.** Коридор плавающих ставок для учитываемых нами выпусков несколько сузился (8–21,1% в первом квартале против 7,5-21,1% по итогам четвертого), а для фиксированных остался неизменным (5–17%). Это было напрямую связано со стабилизовавшейся в последние полгода ключевой ставкой и с частотой выплат купонов, с меньшим лагом по времени отражающими изменение денежно-кредитной политики.

1 Учитываются корпоративные и концессионные размещения облигаций со сроком погашения более 6,5 лет и объемом свыше 1 млрд руб. от эмитентов, работающих в инфраструктурной и смежных отраслях. Это естественные монополии, организации агропромышленности и сельского хозяйства, IT-сферы, связи, транспортного и строительного секторов (не включая жилищное строительство).

- **Меньшая, чем в предыдущие кварталы, активность наблюдалась также в сегменте недавно запущенных подвидов облигаций: в первом квартале 2023 года зафиксировано лишь одна эмиссия в сфере зеленых облигаций (ДОМ.РФ на 5 млрд руб.) и две среди бондов, номинированных в юанях («Роснефть» на сумму эквивалентную 164 млрд руб., а также «Совкомфлота» на сумму эквивалентную 29 млрд руб.).** Вместе с тем, в сегменте появились и использовались новые возможности: «Газпром» выпустил замещающие вечные бонды для локализации бумаг на внутреннем рынке, а «Российский экологический оператор» провел две пилотных эмиссии облигаций для финансирования новых проектов в сфере обращения с отходами. Мы полагаем, что активность в сегменте новых инструментов в ближайшие кварталы будет по-прежнему сильно зависеть от государства и квазигосударственных компаний.
- **В России в 2023 году будут сделаны первые шаги к применению исламского финансирования. Эксперимент по его использованию запланирован в четырех регионах: Дагестане, Чечне, Башкирии и Татарстане.** Ожидается, что законопроект о пилотном запуске исламского финансирования примут в течение весенней сессии Госдумы. После двух лет работы подобного правового режима на этих территориях соответствующие правки обсудят и внесут в федеральное законодательство. В средне- и долгосрочной перспективе такой тип финансирования может открыть возможности для привлечения средств в отечественную экономику и проекты со стороны арабских стран, Индонезии, Малайзии и других заинтересованных в инструменте государств.



Веб-версия обзора на sherpagroup.ru

Ключевая ставка не поддержала кредиты?

В первом квартале 2023 года ЦБ РФ не стал менять ключевую ставку: таким образом, она находится на уровне 7,5% годовых уже более полугода. Последний раз регулятор корректировал значение ключевой ставки в сентябре 2022-го, тогда он снизил ее на 0,5 п. п.

Из-за частых кризисов и сложных ситуаций в российской экономике регулятор удерживает ключевую ставку на одном уровне в течение более чем двух кварталов подряд не очень часто. Последний раз ставка долго не менялась во время пандемии: в течение почти восьми месяцев — с конца июля 2020 года по март 2021-го — она была на уровне 4,25%. Рекордным был период с августа 2015-го по июнь 2016-го, когда ставка сохранялась на уровне 10% в течение 10 месяцев и 10 дней.

Вопреки тренду на стабилизацию ключевой ставки стоимость денег для инвестиционных проектов в начале 2023 года стала расти.

По нашей оценке, диапазон ставок банковского кредитования для этих целей в первом квартале 2023-го составил 9,8-15,5%. Относительно итогов четвертого квартала 2022 года нижняя и верхняя граница повысились на 0,8 п. п. и 3,5 п. п. соответственно. Для некоторых отраслей динамика могла быть другой из-за наличия специальных льготных программ кредитования.

К росту ставок привела возросшая конкуренция среди заемщиков из-за частично или полной изолированности отечественного рынка от иностранного капитала,

вследствие чего банки стали ужесточать условия кредитования для предприятий реального сектора.

По данным ЦБ РФ, оно проявлялось еще в конце 2022 года в виде увеличения дополнительных комиссий и более строгих требований к обеспечению кредита. К повышению ставок могла привести также продолжающаяся структурная перестройка экономики и усиливающаяся внешнеэкономическая неопределенность.

Два последних фактора вместе с усложнением оценки заемщика, исчерпанием возможностей замещения объемов валютного финансирования, снижением вложений государства и приостановку запуска частных инвестпроектов могут замедлить темпы банковского кредитования в 2023 году до 8-12%, что ниже, чем по итогам прошлого года.

Мы полагаем, что ключевую ставку могут пересмотреть уже на ближайшем заседании, при этом, скорее всего, она будет увеличена на 0,25-0,5 б. п.

На стоимость капитала для инвестиционных проектов по-прежнему будут влиять факторы, связанные с внешними рисками и ожиданиями по уровню ставок в системе, поэтому снижение их уровня пока гораздо менее вероятно, чем рост.

По данным ЦБ РФ, в 2022 году портфель корпоративных кредитов в банковском секторе вырос на 12,2%, до 59,1 трлн руб. Такой рост стимулировало кредитование компаний военно-промышленного комплекса, организаций-покупателей уходящего из России иностранного бизнеса, а также увеличение транзакционных издержек. Впрочем, некоторое замедление началось еще в четвертом квартале, ведь по итогам трех кварталов темпы роста корпоративного банковского кредитования были на уровне 13,5%.

Февральские ожидания будущего

Согласно новому (февральскому) прогнозу регулятора, средняя ключевая ставка в 2023 году ожидается в пределах 7-9%, что подразумевает как ее возможный рост относительно нынешнего значения, так и снижение (что менее вероятно). Этот диапазон в целом несколько выше, чем ожидался в октябре 2022-го (6,5-8,5%).

Средний уровень инфляции в 2023 году регулятор в февральском сценарии предполагает ниже, чем в предыдущем октябрьском прогнозе: 4-5,3% против 4,5-6,4%. Но при этом средний уровень инфляции в 2024 году ожидается несколько выше, чем раньше: 4,5-5,3% (февральский прогноз) против 4,1-4,8% (октябрьский прогноз).

В более позитивную сторону регулятор пересмотрел прогноз динамики ВВП в 2023 году: по новому прогнозу она может составить от -1% до 1% против -4 до -1% в октябрьском прогнозе. При этом рост ВВП в 2024 году может замедлиться до 0,5-2,5% против ранее ожидаемых 1,5-2,5%.

«Смещение» негативных ожиданий на более поздние периоды и более мягкие прогнозы на ближайшие говорит о том, что кризис носит более затяжной характер, чем предыдущие, но менее резок в своих проявлениях.

Затишье на облигационном рынке

Среди учитываемых нами эмиссий компаний инфраструктурной и смежных отраслей в первом квартале 2023 года был размещен лишь один выпуск на 12 млрд руб. Для сравнения, в первом квартале 2022-го, не было ни одной эмиссии. Затишье на рынке, как и год назад, на наш взгляд, связано с экономической

неопределенностью и сократившимся из-за этого горизонтом планирования для эмитентов, что усиливает интерес к более краткосрочным заимствованиям. Менее зависимыми остаются госигроки, естественные монополии и квазигосударственные компании, реализующие инвестиционные программы.

Единственным долгосрочным размещением в первом квартале 2023 года стала эмиссия облигаций «Россетей» в объеме 12 млрд руб. сроком на 15 лет. Купон будет выплачиваться ежеквартально, ставка первого — установлена на уровне 8,8% годовых, а далее будет плавающей.

Новых эмиссий концессионных бондов в первом квартале 2023 года не проводили, что было ожидаемо, так как количество проектов с таким источником финансирования в предыдущие годы фактически не росло, а размещения организовывали уже известные эмитенты.

На снижение востребованности инструмента повлияло также то, что авторы инвестиционных проектов, в том числе в формате концессии, могут прибегать к альтернативной возможности профинансировать проект — через инфраструктурные облигации (СОПФ-облигации, выпущенные госкорпорацией ДОМ.РФ). В 2023 году через последние ожидают привлечь не менее 35 млрд руб. Для сравнения, в 2021-2022 годах в ходе четырех эмиссий привлекли 45 млрд руб.

Как и раньше, в нашей выборке учитываются корпоративные и концессионные размещения облигаций со сроком погашения более 6,5 лет и объемом свыше 1 млрд руб. от эмитентов, работающих в инфраструктурной и смежных отраслях. Это естественные монополии, организации агропромышленности и сельского хозяйства, IT-сферы, связи, транспортного и строительного секторов (не включая жилищное строительство). Мы не учитываем эмиссии со спецназначением, обладающие нерыночными или льготными условиями (например, выпуски ГК «Автодор», ДОМ.РФ и смежных структур, а также финансируемые РЭО проекты).

Ставки купонов продолжали стабилизироваться

Доходности 15-, 20- и 30-летних ОФЗ в первом квартале 2023 года продолжили рост: в среднем за три месяца они находились в диапазоне 10,65-11,53% против 10,61-10,96% кварталом ранее.

У единственного нового выпуска **корпоративного** сектора была установлена плавающая ежеквартальная ставка на уровне 8,8% в первом квартале 2023 года. Ставки с 2 по 20 купоны определяются по формуле ключевая ставка ЦБ + 1,3%, а для 21-60 купонов ставку определяет эмитент.

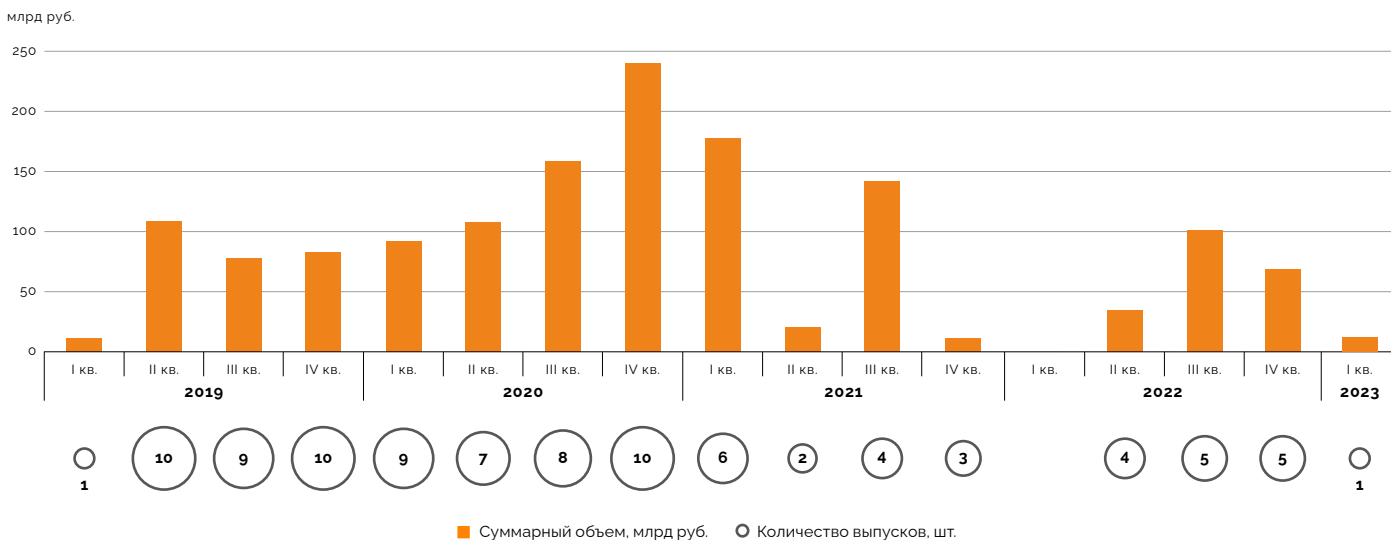
Диапазон **плавающих ставок** для рассматриваемых нами средне- и долгосрочных выпусков компаний инфраструктурной и смежных отраслей несколько

сузился: в первом квартале 2023 года он составлял 8-21,1% против 7,5-21,1% в четвертом квартале 2022-го.

Диапазон **фиксированных ставок** для учитываемых в выборке корпоративных бумаг оставался на уровне предыдущего квартала (5-17%). Без учета старых выпусков «Мостотреста», где фиксированная ставка составляет 0,01%.

Таким образом, в первом квартале 2023 года уровень ставок купонов долгосрочных облигаций инфраструктурной и смежных отраслей значительно не менялся по сравнению с концом 2022 года, что, на наш взгляд, связано со стабилизацией денежно-кредитных условий.

Рисунок 1. Количество и объемы эмиссий облигаций компаний инфраструктурной и смежных отраслей в 2019-2023 годах



Источник: данные Московской биржи, Cbonds, Bonds.finam, анализ Sherpa Group

Новые виды бондов отложены в сторону?

Снижение активности в размещениях коснулось также инструментов, которые рынок освоил сравнительно недавно: так по одному размещению в первом квартале 2023-го состоялось в сегменте облигаций в юанях, а также зеленых бондов.

Новым эмитентом **зеленых облигаций** стал Банк ДОМ.РФ. Выпуск объемом 5 млрд руб. сроком обращения два года разместили в феврале 2023 года. Средства от эмиссии пойдут на рефинансирование кредитов, выданных банком для строительства жилых домов с высоким классом энергоэффективности. Выпуск верифицирован агентством «Эксперт РА» и включен в сектор устойчивого развития Московской биржи.

В марте 2023 года свою вторую эмиссию **облигаций, номинированных в юанях**, провела «Роснефть». Как и в прошлое размещение, состоявшееся в третьем квартале 2022 года, объем выпуска составил 15 млрд китайский юаней (почти 164 млрд руб. на дату эмиссии). Срок обращения бумаг составит 10 лет, купоны будут выплачиваться раз в полгода, а их ставка равняется 3,5% годовых. Также в конце марта «Совкомфлот» разместил транш в объеме 2,6 млрд китайский юаней (более 29 млрд руб.) со сроком обращения 3 года, полугодовым купоном в размере 4,95%. Известно, что во втором квартале заимствования на 2 млрд юаней (около 22 млрд руб.) планирует провести «Фосагро» и на 0,6 млрд юаней (около 7 млрд руб.) — «Южуралзолото».

Всего в 2022 году было проведено 22 размещения облигаций в юанях на общую сумму 58,6 млрд юаней (около 600 млрд руб. по курсу на конец года). Возможностью воспользовались 11 эмитентов, среди которых наиболее крупными были «Росал» и «Роснефть».

В январе 2023 года состоялось также две эмиссии **замещающих бессрочных облигаций** «Газпрома», номинированных в долларах и евро. Объемы их составили почти \$ 1 млрд и € 0,55 млрд соответственно. Замещающие облигации должны сохранять основные характеристики исходных бондов. В целом этот инструмент позволил перевести бессрочные заимствования, сделанные газовым монополистом на внешнем рынке осенью 2020 года, в локальные долговые бумаги.

Мы полагаем, что интерес к вечным бондам, которые в меньшей степени отражаются на долговой нагрузке эмитента, пока будет пониженным, в том числе со стороны самих компаний-эмитентов реального сектора. Ранее этот инструмент создавался в расчете в том числе на интерес со стороны зарубежных инвесторов. Но активность последних в отношении российских ценных бумаг с 2022 года находится «на паузе». Теоретически новые выпуски могут быть выкуплены крупными игроками на внутреннем рынке — как это было, с двумя вечными выпусками РЖД, которые приобрел ВЭБ.РФ в 2020 году, но спрос со стороны таких игроков тоже заметно ограничен.

Вместе с тем новые возможности для финансирования открылись в сфере обращения с отходами.

В первом квартале 2023 года две первых эмиссии своих облигаций наконец провела публично-правовая компания «Российский экологический оператор» (РЭО). Объемы этих выпусков составили 1,6 млрд руб. и 2,98 млрд руб. соответственно. Средства от первого пойдут на финансирование строительства предприятия по переработке отходов в Тульской области, а второго — на создание аналогичного объекта в Ленинградской области. Суммарно, согласно зарегистрированной в конце 2021 года программе облигаций, РЭО с помощью этого инструмента может привлечь в проекты по обращению с отходами до 100 млрд руб.

На наш взгляд, появление эмиссий условно новых видов бондов в ближайшие кварталы будет сильно зависеть от общеэкономической ситуации. Более надежными и интересными рынку будут по-прежнему инструменты, за которыми «стоит» государство (эмитентом выступают подконтрольные ему компании) либо оно же боится от возникающих рисков. Активного выхода на зарубежные рынки заимствований (азиатские и арабские) в течение 2023 года мы не ждем, но не исключены точечные попытки осваивать их ближе к концу года.

Финансовый рынок готовится к новым возможностям

В будущем Россия может начать более широко применять **исламское финансирование**. Согласно данным законопроекта о пилотном проекте по реализации исламского банкинга, в эксперименте примут участие четыре российских региона: Дагестан, Чечня, Башкирия и Татарстан.

Исламский банкинг подразумевает проведение заимствований в соответствии с принципами шариата. Кредитор может предоставлять денежные займы юридическим и физическим лицам без вознаграждения в виде процентов. Физические и юридические лица могут также получать средства через договоры купли-продажи (в том числе недвижимого имущества) с условием о рассрочке. Запрещено финансирование игорного бизнеса, производства и торговли свинины, оружия и боеприпасов, алкоголя и табака.

Эксперимент в четырех регионах должен был начаться 1 февраля 2023 года и продлиться два года. Правительство по согласованию с ЦБ РФ может расширить территорию эксперимента и продлить срок его проведения. Итогом эксперимента станет внесение изменений в законодательство, которые предложит экспертная группа.

Участники специального правового режима будут внесены в реестр, который будет вести ЦБ РФ.

Законопроект прошел первое чтение в январе 2023 года и пока ожидается, что окончательно его примут в течение весенней сессии.

Закон будет также направлен на облегчение притока финансирования из стран, использующим подобные виды банкинга: арабских государств, Малайзии и Индонезии.

Таблица 1. Облигационные выпуски зеленых, юаневых и замещающих вечных облигаций в первом квартале 2023 года

№	Эмитент	Серия	Объем		Тип бумаги	Купон	Текущий купон	Кол-во выплат купона в год	Дата размещения выпуска	Дата погашения выпуска	Сфера
			в условных единицах	в рублях							
1	«Роснефть»	002P-13	15 млрд CNY	167 млрд руб	Юаневые бонды	1-2 купоны — 3,5%. 3-20 купоны — ставку определяет эмитент	3,5%	2	20.03.2023	07.03.2033	Нефтегазовая отрасль
2	«Совкомфлот»	001P-01	2,6 млрд CNY	28,8 млрд руб		1-6 купоны — 4,95%	4,95%	2	28.03.2023	24.03.2026	Водный транспорт
3	«Газпром-капитал»	БЗ026-1-Д	\$0,994 млрд	68,3 млрд руб	Замещающие вечные бонды	1-7 купоны — 4,5985%, 8-17 купоны — 5Y UST Yield + 4,264%, 18-46 купоны — 5Y UST Yield + 4,514%, 47 и последующие: 5Y UST Yield + 5,264%	4,6%	2	23.01.2023	бессрочная (оферта — 26.01.2026)	Нефтегазовая отрасль
4	«Газпром-капитал»	БЗ026-1-Е	€0,55 млрд	41,8 млрд руб		1-4 купоны — 3,897%, 5-9 купоны — 5Y EUR Swap rate + 4,346%, 10-24 купоны — 5Y EUR Swap rate + 4,596%, 25 и последующие — 5Y EUR Swap rate + 5,346%	3,9%	1	23.01.2023	бессрочная (оферта — 26.10.2025)	
5	Банк ДОМ.РФ	001P-01	5 млрд руб		Зеленые бонды	1-4 купоны — 9,7%	9,7%	2	21.02.2023	18.02.2025	Энергоэффективность
6	РЭО	02	2,98 млрд руб		Финансирование ТКО	1-39 купоны — ключевая ставка ЦБ + 3,35%	10,85%	4	30.03.2023	18.12.2032	Обращение с отходами
7	РЭО	01	1,6 млрд руб			1 купон — 10,5%. 2-40 купоны — ключевая ставка ЦБ + 3%	10,5%	4	25.01.2023	05.09.2025	

Источник: данные Московской биржи, Cbonds, Bonds.finam, анализ Sherpa Group

О нас

Sherpa Group — новый проект команды профессионалов в области анализа рынков и данных. Компания занимается отраслевыми исследованиями, поиском данных и их систематизацией, а также выпуском публичных аналитических и маркетинговых материалов.



Подробности на сайте
sherpagroup.ru



Мы в Telegram
t.me/sherpaanalytics

Оговорка

Материал публикуется исключительно в информационных целях, не является профессиональной консультацией, рекламой и офертой, а также не может быть основанием для принятия инвестиционных решений. Приведенные данные, экспертные мнения и прогнозы актуальны на дату публикации и не носят исчерпывающий характер.