

13 октября 2023

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

Когда значительное повышение ключевой ставки отразится на инвестпроектах?

Почему рынок концессионных бондов остается в состоянии «заморозки»?

Какие новые инструменты пробуют в России и пригодны ли они для инфраструктуры?



Содержание

Ключевые выводы	3
Тройной прыжок ключевой ставки	5
Банковское кредитование готовится к «заморозкам»?	6
Облигационный рынок держит паузу	7
Новые инструменты и эксперименты	9

Ключевые выводы

- **После стабильного в течение трех кварталов подряд уровня ключевой ставки в июле — сентябре 2023 года ее поменяли трижды: суммарно на 5,5 п. п., до 13% годовых.** Дальнейшее увеличение также не исключено и может произойти в ближайшие месяцы: в сентябре регулятор изменил свои ожидания по коридору средней ключевой ставки в 2024 году до чувствительных для рынка 11,5-12,5% с почти умеренных 8,5-9,5% в более раннем прогнозе.
- **Пока фактор сильного роста ключевой ставки не полностью отразился на условиях банковского кредитования и объемах взятых корпоративными участниками рынка кредитов.** По нашей оценке, коридор банковских ставок для инвестиционных проектов в третьем квартале 2023-го изменился только по нижней границе: до 10,2-15,5% против 9,8-15,5% во втором. Это произошло из-за предварительно одобренных условий для заемщиков, ускоренного кредитования по прежним более низким ставкам в ожидании роста ключевой, а также менее шокового ее повышения, чем в предыдущие кризисные моменты. Но в четвертом квартале последствия роста, вероятно, будут более явными по обеим границам коридора.
- **Размещений рассматриваемых нами средне- и долгосрочных корпоративных облигаций компаний инфраструктурной и смежных отраслей¹ в третьем квартале 2023-го не было, впрочем, эмитенты в этом сегменте малоактивны с начала года.** На это влияет все еще узкий горизонт планирования, возможность ухода в более краткосрочные заимствования, наличие широкого круга альтернативных инструментов, применяя которые компаниям необязательно самим становиться эмитентами (инфраструктурные облигации, финансирование с участием ВЭБ.РФ и др.). Из-за роста ключевой ставки активность в сегменте средне- и долгосрочных эмиссий, вероятно, будет пониженной и в четвертом квартале.
- **Диапазон плавающих ставок для рассматриваемых нами средне- и долгосрочных облигационных выпусков компаний инфраструктурной и смежных отраслей в третьем квартале 2023-го составлял 3,51-17,2% против 7,5-21,1% во втором.** К снижению границ привели невысокие ставки по выпуску ФСК ЕЭС и изменение ставки купона для облигаций «Волга — Спорт». Диапазон фиксированных ставок для нашей выборки корпоративных бумаг остался на уровне 5-19%, как и кварталом ранее, если не брать во внимание имеющиеся выпуски с рыночными условиями.

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).

- **В сегменте относительно новых инструментов в третьем квартале 2023 года наблюдались разнонаправленные тенденции: инфраструктурные облигации установили рекорд, в юаневых бондах возникло затишье со стороны организаций реального сектора, но наряду с этим российская компания впервые разместила облигации в дирхамах.** В первом случае банк ДОМ.РФ провел выпуск СОПФ «Инфраструктурные облигации» в объеме 30 млрд руб. (ранее такие эмиссии были в два-три раза меньше) и этот же выпуск попал в сектор устойчивого развития Московской биржи. В свою очередь, эмитентом «дирхамовых» облигаций на сумму эквивалентную 10 млрд руб. стал «Русал». Но из-за ограниченной доступности этой валюты аналогичных выпусков от других участников рынка мы пока не ждем.
- **На отечественном финансовом рынке в третьем квартале 2023 года запустили в экспериментальном режиме два самостоятельных инструмента, которые со множеством оговорок на долгосрочном горизонте можно рассматривать, как возможности для инфраструктуры: исламский банкинг и цифровой рубль.** Первый может быть в перспективе полезен, как один из дополнительных источников средств для отрасли в тех регионах страны, где преобладает мусульманское население, а второй — в сочетании со смарт-контрактами может использоваться для реализации и оплаты проектов, в которых пересекаются интересы и должны учитываться обязательства разных сторон.



Веб-версия обзора на sherpagroup.ru

Банковское кредитование готовится к «заморозкам»?

Исторически при ограничительной и жесткой денежно-кредитной политике (ДКП), когда ключевая ставка составляет от 10% до 13%, темпы кредитования замедляются в среднем на 3-5% в годовом выражении. А при ставке более 13% рынок обычно стагнирует, что происходило например, в первом полугодии 2015 года.

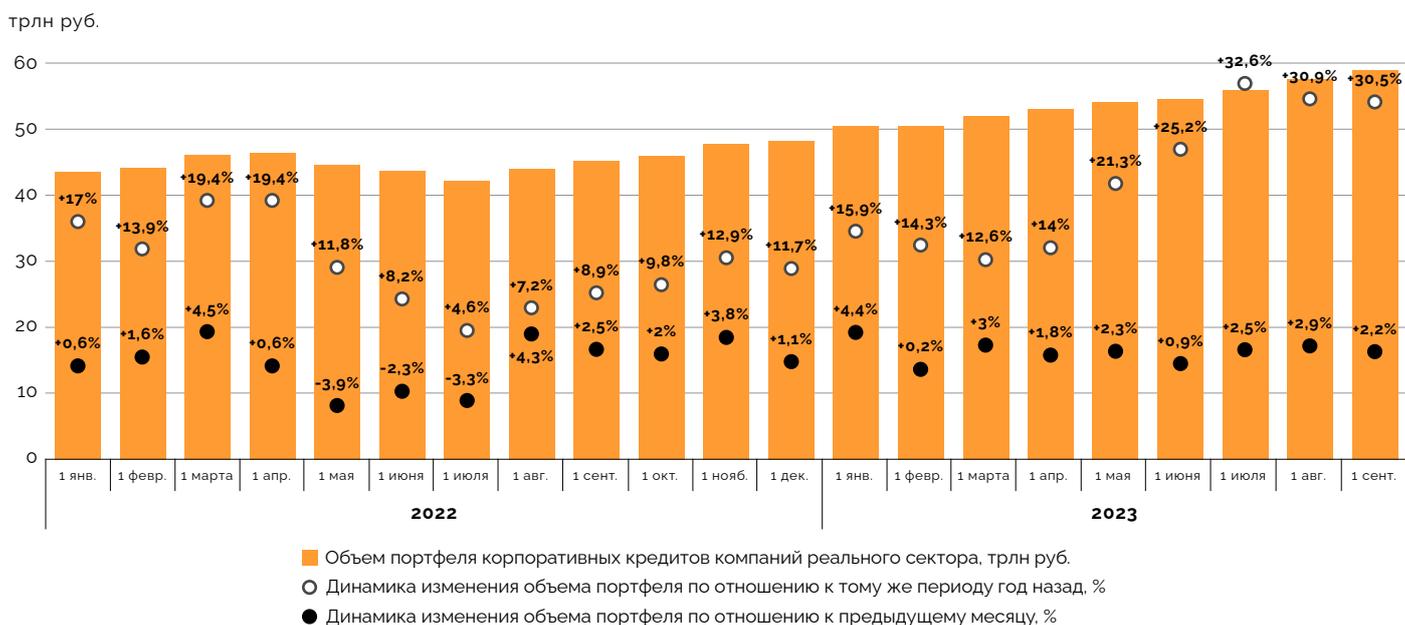
В течение второго и большую часть третьего кварталов 2023 года темпы кредитования корпоративных участников в реальном секторе значительно росли (в июне — августе свыше 30% в денежном выражении по отношению к тем же месяцам прошлого года; данные за сентябрь пока не опубликованы). Такой рост стимулировался необходимостью рефинансирования внешних долгов в рублях, кредитованием организаций под выкуп иностранных активов, кредитованием компаний под инвестпроекты, преимущественно гарантированные государством, или под госзаказы в ВПК и смежных отраслях.

Кроме того, многие корпоративные заемщики стремились взять кредиты до ожидаемого увеличения ставок, а также существовал сезонный спрос на кредиты со стороны исполнителей работ по госконтрактам, оплата которых происходит ближе к концу года.

Общий рост банковских ставок наблюдался на рынке уже в июне в ожидании роста ключевой. Тогда средняя ставка кредитования на срок свыше одного года выросла на 30-38 б. п., до 9,37-9,47% годовых. Для сельскохозяйственных предприятий и организаций обрабатывающей отрасли ставки были даже ниже — на уровне 6,5-7% и 8,5-9% соответственно — в основном из-за программ господдержки и субсидирования. Ставки в других отраслях (строительстве, электроэнергетике, транспорте) были более 9,5-10,5%.

В это время и тоже по причине ожидания дальнейшего роста ставок увеличилась доля средне- и долгосрочных банковских кредитов компаний.

Рисунок 2. Динамика объема портфеля корпоративных кредитов компаний реального сектора в 2022-2023 годах



Источник: данные ЦБ РФ, расчеты Sherpa Group

Несмотря на то, что ключевая ставка повышалась в течение третьего квартала трижды, банковский сектор не сразу и не резко изменил ставки кредитования проектов. Сдерживающим фактором стали в ряде случаев предодобренные условия выдачи кредитов. Мы ожидаем, что повышение ключевой ставки отразится на рынке в основном в четвертом квартале.

По нашей оценке, ставки банковского кредитования для инфраструктурных проектов в третьем квартале 2023 года находились в диапазоне 10,2-15,5% годовых против 9,8% — 15,5% во втором квартале. К концу года мы ожидаем дальнейшее движение вверх как нижней, так и верхней границ этого диапазона из-за необходимости банков повышать привлекательность депозитов.

На рынке в ближайшие кварталы вероятно замедление темпов кредитования, но полной остановки инвестиционной активности при сохранении нынешней ключевой ставки мы все же не ждем. Впрочем, значительную роль в том, чтобы этого не случилось, при дальнейшем ужесточении ДКП будут вновь играть инструменты государственной поддержки и доступность для организаций субсидирования кредитной ставки.

В конце августа 2023 года правительство приняло решение возобновить программу льготных кредитов для компаний, занимающихся строительством и ремонтом дорог. Кредиты со ставкой 3% годовых планируют выдавать на досрочное исполнение государственных и муниципальных контрактов, связанных со строительством автомобильных дорог федерального, регионального, межмуниципального и местного значения. В приоритете будут проекты в рамках пятилетнего плана дорожной деятельности, комплексного плана модернизации и расширения магистральной инфраструктуры и «Безопасных качественных дорог».

Облигационный рынок держит паузу

В третьем квартале 2023 года не произошло ни одного размещения средне- и долгосрочных облигаций эмитентами из инфраструктурной и смежных отраслей. Впрочем, пониженный интерес к этому инструменту наблюдается на рынке с начала года: всего за это время состоялось четыре размещения на 25,5 млрд руб.

Для сравнения, год назад — в третьем квартале 2022-го состоялось пять эмиссий, подходящих по условиям к нашей выборке, на общую сумму 100 млрд руб.

В нашей выборке мы традиционно учитываем 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).

Уровень средне- и долгосрочных заимствований в изучаемом нами сегменте в 2023-м демонстрирует самые слабые показатели за последние годы. На это вновь влиял и узкий горизонт планирования для компаний, и возможность использования других инструментов и видов заимствований.

В частности, в третьем квартале вновь не размещались **концессионные облигации** и в ближайшем будущем их новых эмиссий не ожидается. Наиболее успешно они были интегрированы в транспортные проекты, однако, пока соответствующих новых инициатив на рынке нет. А в сфере электротранспорта, где их также использовали эффективно, есть конкурирующие с концессионными бондами инструменты — например, возможность получить льготные средства с помощью ВЭБ.РФ или участвовать в проектах зеленого или социального финансирования тоже при содействии институтов развития.

Компании инфраструктурного и смежных секторов в третьем квартале прибегали к более краткосрочным размещениям, чем учитываемые в нашей выборке. В частности, среди таких эмитентов были «Автобан-Финанс», РЖД, «Русгидро». Это свидетельствует о сокращении горизонта планирования и указывает на стремление занять средства по меньшим для себя ставкам.

С краткосрочными заимствованиями выходили на рынок и новые эмитенты. Например, ими стали «Дарс-Девелопмент» (компания привлекла в сентябре 1 млрд руб. сроком на два года) и «Трест № 37 Ленинградспецстрой» (привлек 655 млн руб. сроком на четыре года). Мы связываем такие размещения с необходимостью расширения базы финансирования перспективных игроков. Кстати, часто в ходе первых маркетинговых выпусков эмитенты-новички могут предлагать более привлекательные условия для инвестора, чем в среднем по рынку.

На наш взгляд, активность исследуемых нами эмитентов, интересующихся средне- и долгосрочными облигационными инструментами, в четвертом квартале будет оставаться на низком уровне. В дальнейшем с уменьшением ключевой ставки она продолжит расти. Ряд игроков может перейти к более долгим срокам заимствований после утверждения нового федерального бюджета и понимания необходимых объемов инвестиционных программ.

Ставки купонов в третьем квартале 2023-го

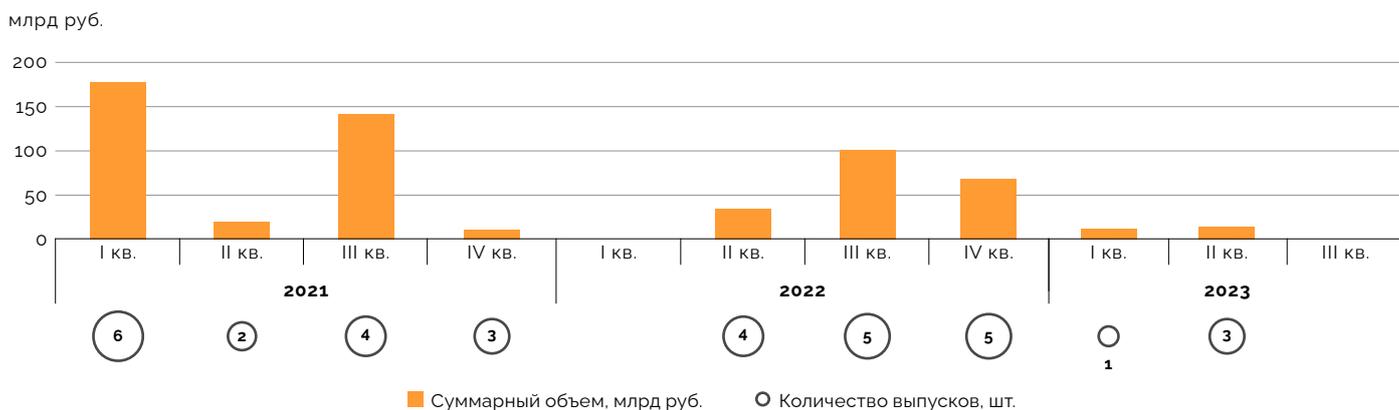
Доходности 15-, 20- и 30-летних ОФЗ в третьем квартале 2023 года в среднем стали находиться в более узком диапазоне, чем кварталом ранее: 11,52-11,66% против 11,40-11,89%.

*Диапазон **плавающих ставок** для рассматриваемых нами средне- и долгосрочных выпусков компаний инфраструктурной и смежных отраслей в третьем квартале снизился по обеим границам и составлял 3,51-17,2% против 7,5-21,1% во втором. На это повлияли низкие ставки по выпуску ФСК ЕЭС и изменение ставки купона облигаций «Волга — Спорт» (с 21,1% до 9%).*

Средний уровень ставки по бумагам с плавающими ставками достигал 10,48%.

*Диапазон **фиксированных ставок** для учитываемых в выборке корпоративных бумаг составил 5-19% и не изменился по отношению ко второму кварталу 2023-го. Среднее значение ставки купона по данной выборке бумаг — 8,43%. Здесь мы не учитываем выпуски с нерыночными ставками. В частности, наименьшие купоны, не входящие в указанную границу, начисляются по выпускам «Мостотреста», «Русгидро» и Новой концессионной компании (для выпуска АА1 на уровне 1,4%).*

Рисунок 3. Количество и объемы эмиссий облигаций компаний инфраструктурной и смежных отраслей в 2021-2023 годах



Источник: данные Московской биржи, Cbonds, FinamBonds, анализ Sherpa Group

Новые инструменты и эксперименты

Применение и использование относительно новых инструментов компаниями реального сектора (или в их интересах) продолжается, исключениями стали заимствования в юанях.

В августе 2023 года состоялся очередной выпуск **инфраструктурных облигаций** от ДОМ.РФ. Новая эмиссия СОПФ «Инфраструктурные облигации» оказалась самой крупной за все время, в ходе нее институт развития привлек 30 млрд руб. на четыре года.

В этом году эмиссия инфраструктурных облигаций ДОМ.РФ была уже второй — с помощью первого размещения в мае удалось привлечь 15 млрд руб. А всего в ходе шести эмиссий СОПФ «Инфраструктурные облигации» в 2021-2023 годах привлек 90 млрд руб.

Наиболее крупные льготные займы, обеспеченные с помощью этого инструмента, — пошли на поддержку строительства обхода Тольятти с мостовым переходом через Волгу (24,2 млрд руб.), строительства и эксплуатации трамвайной сети «Станция метро «Купчино» — Шушары — Славянка» (17,4 млрд руб.) в Санкт-Петербурге и создания технологического комплекса Люберецкий очистных сооружений в Москве (8 млрд руб.).

Такая возможность получить кредит из средств от выпуска инфраструктурных облигаций, с одной стороны, помогает проектам, но, с другой стороны, ограничивает развитие рынка концессионных бондов, потому что компаниям нет необходимости самим прибегать к использованию сложного инструмента и становиться эмитентом.

Августовский выпуск инфраструктурных облигаций ДОМ.РФ состоялся в рамках «инфраструктурного меню»² и, кроме того, попал в сектор устойчивого развития Московской Биржи.

2 Инфраструктурное меню — набор инструментов финансирования, помогающий запускать социально значимые проекты в регионах.

По данным ЦБ РФ, на 1 сентября 2023 года в секторе устойчивого развития Московской биржи находилось 32 выпуска с облигациями в обращении на общую сумму 324,9 млрд руб. С начала года сектор пополнился пятью новыми выпусками, а их объем в обращении вырос на 20% (или на более, чем 54 млрд руб.).

К облигационным заимствованиям **в юанях** компании реального сектора в третьем квартале 2023 года не проявляли активного интереса. Подобные размещения в китайской валюте были лишь со стороны кредитных и финансовых организаций.

Но в это же время происходили пробы заимствований в других валютах. Российская компания впервые провела размещение своего выпуска на Московской бирже **в дирхамах** (валюте Объединенных Арабских Эмиратов): эмитент «Русал» привлек таким образом 370 млн дирхамов (примерно 10 млрд руб.). Срок размещения — два года, ставка купона, который будет выплачиваться раз в полгода, составила 5,95% годовых.

Скорее всего, такие размещения будут единичными из-за «экзотичности» валюты (она пока не торгуется на Московской бирже из-за ограничений со стороны регулятора арабской страны) и узкого круга инвесторов (это могут быть банки, которые взаимодействуют с компаниями, торгующими с ОАЭ, но такой оборот не является значительным). Впрочем, даже если эти проблемы решат, появления таких инструментов для финансирования инфраструктурных проектов в ближайшем будущем мы не ждем.

Таблица 1. Проекты с наиболее крупными займами от эмиссий СОПФ «Инфраструктурные облигации»

№	Проект	Регион реализации	Сфера (подсфера)	Объем займа, млрд руб.	Полная стоимость проекта, млрд руб.	Заемщик
1	Строительство обхода Тольятти с мостовым переходом через Волгу в составе международного транспортного маршрута «Европа — Западный Китай»	Самарская область	Транспортная (автодороги)	24,2	140	Концессионная компания «Обход Тольятти»
2	Строительство и эксплуатация трамвайной сети по маршруту «Станция метро «Купчино» — пос. Шушары — Славянка»	Санкт-Петербург	Транспортная (электротранспорт)	17,4	36,8	«БалтНедвижСервис»
3	Строительство и эксплуатация технологического комплекса для Люберецких очистных сооружений	Москва	Коммунальная (водоотведение)	8	8,4	«Биос»
4	Строительство горнолыжного курорта Арсеньев	Приморский край	Социальная (спорт)	6,7	9,7	«Приморье СпортОтельИнвест»
5	Строительство школы на 550 мест и детского сада на 240 мест в Тарко-Сале	Ямало-Ненецкий автономный округ	Социальная (образование)	3,8	4,8	«ЯмалСтройИнвест»

Источник: данные ДОМ.РФ, компаний, СМИ

Исламское финансирование и цифровой рубль все ближе

В третьем квартале 2023 года на отечественном рынке запустили эксперименты по двум новым возможностям, для которых ранее было принято соответствующее законодательство: исламскому банкингу и цифровому рублю.

С **исламским банкингом** будут экспериментировать в течение двух лет на территории четырех регионов — Башкирии, Татарстана, Дагестана и Чечни. В эксперименте смогут принять участие как кредитные организации, так и юридические лица. Вознаграждение в виде процентных ставок в операциях исламского банкинга отсутствует, но могут быть выплаты, привязанные к результату этих операций. Кроме того, применение инструмента запрещено для сфер производства и продажи табачной, алкогольной продукции, оружия и игорного бизнеса.

Мы полагаем, что использовать этот инструмент в инфраструктурных проектах пока не будут: в том числе из-за капиталоемкости и более длительной, чем продолжительность эксперимента, реализации таких инициатив. Но в долгосрочной перспективе он мог бы быть «проводником» иностранных вложений в инфраструктуру со стороны мусульманских стран и институтов развития, по крайней мере, для указанных выше регионов.

Поэтапное тестирование возможностей **цифрового рубля** началось 15 августа в 11 российских городах с участием 13 кредитных организаций. Широкое внедрение новой формы национальной валюты начнется не ранее 2025-2026 годов.

В отличие от более ранних планов, цифровой рубль не собираются применять для «окрашенного финансирования» в бюджетной системе, что могло быть полезно для реализации государственных контрактов или оплаты обязательств публичной стороны в концессионных или ГЧП-проектах. Впрочем, для инфраструктуры цифровой рубль мог бы быть использован в сочетании со смарт-контрактами, когда выплаты происходят автоматически после ряда выполненных условий (обязательств). Но такое применение также требует времени и тестирования на пилотных проектах.



Подробнее о цифровом рубле и этапах его внедрения читайте в обзоре [«Цифровой рубль: когда новая форма национальной валюты достигнет инфраструктуры?»](#).

О нас

Sherpa Group — 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.