

По всей видимости, во втором полугодии сохранится чистый отток капитала. Банк России оценивает его масштаб на уровне 5 млрд долл. Но это все равно почти в три раза меньше ожидаемого профицита СТО. Если этот прогноз сбудется, со стороны финансового счета давление на **российский рубль** будет оказывать лишь покупка валюты Минфином.

Сергей Пухов

Бюджет

5. Долг в условиях санкций

В соответствии с уточненными данными Банка России, российский корпоративный внешний долг за 2016 г. сократился всего на 3% – намного меньше, чем в 2014 и 2015 гг. В первом квартале 2017 г. этот показатель вырос на 1%. Такая динамика в условиях сохранения санкций свидетельствует об изменениях в структуре корпоративных заемщиков.

Вначале обратимся к недавней истории. Первая половина 2000-х гг. характеризовалась активным ростом внешней корпоративной задолженности, составлявшей с 2007 г. порядка 90% совокупного внешнего долга. За период с конца 2002 г. по начало 2014 г. долг финансовых и нефинансовых компаний России вырос почти в 14 раз (!) – с 47,0 млрд долл. до 651,2 млрд долл. Наибольшего объема (659,4 млрд долл.) этот показатель достиг в середине 2014 г. – к моменту принятия секторальных санкций, ограничивших доступ крупнейших российских компаний на внешние финансовые рынки.

После принятия секторальных санкций абсолютная величина задолженности корпораций начала сокращаться (рис. 5.1). В 2014 г. это сокращение составило 16%, в 2015 г. – 13% (в 2012 и 2013 гг. темп прироста задолженности составлял 15%). В 2016 г. быстрое сокращение прекратилось: в I квартале внешняя

Рис. 5.1. Индекс роста и доля корпоративного долга в общем объеме внешнего долга, %



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

задолженность корпораций даже несколько выросла, а по итогам года сократилась на 3%. В первом квартале 2017 г. задолженность вновь начала расти.

В соответствии с данными Банка России, к концу I квартала 2017 г. долг корпораций составил 465,4 млрд долл., снизившись почти на 30% по сравнению с показателем на 1 июля 2014 г. При этом на долю банковского сектора в настоящее время приходится около 26% корпоративного внешнего долга, оставшуюся часть составляют долги нефинансовых организаций (рис. 5.2).

Посмотрим на динамику основных индикаторов долговой устойчивости корпораций. В 2015 и 2016 гг. бремя долговой нагрузки на экономику росло. Как видно из рис. 5.3, за эти годы объем корпоративной задолженности по отношению к экспорту значительно увеличился, росло и соотношение корпоративного долга и ВВП – правда, со значительным замедлением в 2016 г. Рост долговой нагрузки в 2015 и 2016 гг. объяснялся сокращением ВВП в долларовом выражении вследствие обесценения рубля и снижением экспорта из-за падения мировых цен на энергоносители. Из данных рис. 5.3 следует также, что в I квартале 2017 г., несмотря на рост долга корпораций, тенденции роста индикаторов долговой устойчивости сменились на противоположные. Этому способствовало увеличение цен на нефть, укрепление рубля и прекращение падения ВВП. Можно предположить, что при условии сохранения относительно высоких нефтяных цен в 2017 г. долговая нагрузка снизится по итогам не только первого квартала, но и всего года в целом.

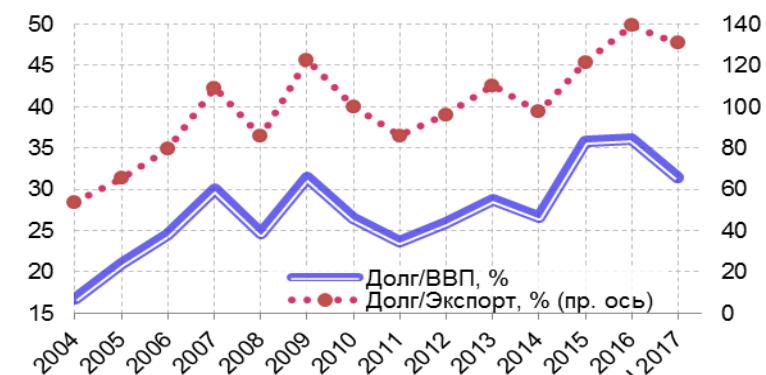
Вернемся к обсуждению динамики внешней корпоративной задолженности в 2016 г. и в I квартале 2017 г. На рис. 5.4 представлена поквартальная динамика внешней задолженности государственных и частных корпораций согласно оценкам ЦБ. Из данных рис. 5.4 следует, что в течение всего 2016 г. внешняя задолженность государственных корпораций снижалась, а частных – увеличивалась. К такому же выводу можно прийти на основе данных таблицы 5.1.

Рис. 5.2. Структура долга корпоративного сектора, млрд долл.



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 5.3. Отношение корпоративного долга к ВВП и экспорту, %



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

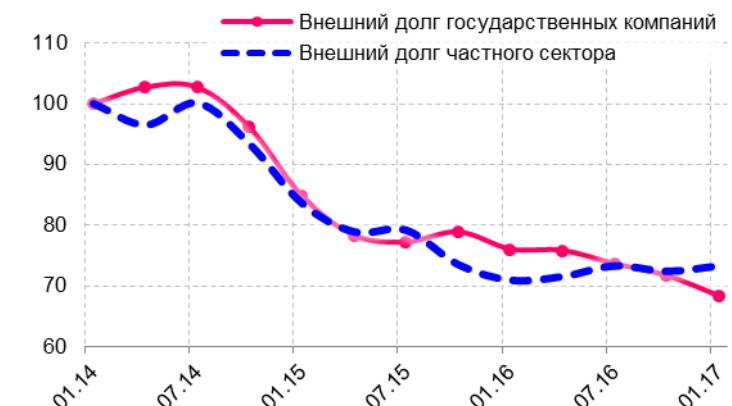
Таблица 5.1. Динамика задолженности государственных компаний по еврооблигациям и синдицированным кредитам в валюте, млн долл. (в долларовом выражении на дату)

	01.01.2015	01.01.2016	01.01.2017	01.07.2017
Транснефть	1 050	1 050	1 050	1 050
Роснефть	30 238	17 766	14 741	10 835
Газпром	18 781	25 358	27 087	27 904
Газпром нефть	8 249	8 119	6 914	6 999
Газпромбанк	9 492	7 543	7 058	6 103
Внешэкономбанк	13 292	11 797	11 842	11 268
ВТБ	13 080	10 539	7 971	6 480
Банк Москвы	1 450	400	400	0
СЗРЦ ВТБ	400	0	0	0
ВТБ Капитал	488	206	199	215
Россельхозбанк	5 280	4 818	4 664	4 080
Сбербанк	16 294	12 622	12 674	10 016
Сумма	118 095	100 219	94 601	84 950
Всего по России	262 387	237 362	239 496	245 623

Источник: Cbonds, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

В таблице 5.1 представлена динамика задолженности в иностранной валюте по еврооблигациям и синдицированным кредитам крупнейших государственных заемщиков, а также суммарные показатели. Из данных таблицы видно, что в целом задолженность государственных заемщиков быстро снижается. Эта тенденция продолжается и в I квартале 2017 года. Исключение составляет Газпром, задолженность которого росла в 2015, и в 2016 годах, и в I квартале 2017 г. По России в целом внешний долг по еврооблигациям и синдицированным кредитам в 2016 г. и в первом полугодии 2017 г. увеличивался. Очевидно, что этот рост происходил за счет частных корпораций. Доля частных корпораций во внешнем долге увеличилась с 52,5% на начало 2016 г. до 56% на конец I квартала 2017 г.

Рис. 5.4. Индексы роста внешнего долга государственных и частных корпораций (100 = долг на начало 2014 г., в %)



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Разнонаправленная динамика внешней задолженности у государственных и негосударственных компаний, безусловно, связана с режимом секторальных санкций, который распространяется на крупнейшие российские банки и энергетические компании. Отметим, что Газпром не входит в санкционные европейские списки, и имеет возможность перекредитовываться и наращивать долг (хотя отсутствие санкций не является гарантией его долговой устойчивости). Во второй половине 2014 г. и 2015 г. частные корпорации сокращали внешнюю задолженность. Это могло быть связано, в частности, с нежеланием американских и европейских банков кредитовать какие либо российские компании независимо от санкций. В 2016 г. ситуация изменилась. Частные российские компании получали долгосрочное финансирование; это же относится и к I кварталу 2017 г. В первом полугодии 2017 г., по данным информационного агентства Cbonds, российские эмитенты разместили облигационные займы в иностранной валюте (преимущественно в долларах США) на сумму, превышающую 31 млрд долл. К числу крупных заемщиков в этот период, в частности, относились корпорации Норильский никель, РУСАЛ, Северсталь, ВымпелКом и, конечно же, Газпром.

С точки зрения получения финансирования за рубежом, российские корпорации работают, по меньшей мере, в трех режимах: режиме индивидуальных санкций, режиме секторальных санкций и в режиме, формально не ограничивающем получение зарубежного финансирования. Данные Банка России свидетельствуют о том, что после шока 2014 и 2015 гг. российские компании постепенно возвращаются на международные финансовые рынки. Безусловно, это является фактором оживления российской экономики. Однако ситуация в этой сфере может развиваться в соответствии как с позитивными, так и с негативными сценариями, в том числе сценариями, связанными с введением новых санкций, обсуждаемых в Конгрессе США.

Андрей Чернявский, Дарья Авдеева