

10 февраля 2020

Интерес российских регионов к облигациям ослабевает, несмотря на благоприятную конъюнктуру.....2

Рынок субфедеральных облигаций: причины стагнации в 2019-м.....4

Перспективы рынка субфедеральных облигаций в 2020-м.....5

Рынок региональных облигаций: причины стагнации

Размещение субфедеральных и муниципальных облигаций в 2019 году

- **В 2019 году доходность субфедеральных облигаций впервые с 2013 года опустилась ниже докризисного уровня на фоне понижения ключевой ставки Банка России.** Так, в прошлом году средневзвешенная доходность при первичном размещении снизилась в среднем на 1 п.п. по сравнению с 2018 годом. Доходность по облигациям, размещенным в конце 2019-го, оказалась ниже 7% годовых, а купонные ставки достигли 6,5% годовых.
- **Тем не менее регионы не смогли воспользоваться благоприятными условиями на финансовом рынке для увеличения дюрации долгового портфеля.** В 2019 году совокупный объем размещенных региональных и муниципальных облигаций остался на уровне 2018 года. Количество размещений, как и число эмитентов, при этом снизилось. Средний срок погашения новых выпусков облигаций уменьшился на четыре месяца и составил 4,4 года.
- **Основная причина невысокого интереса субъектов РФ к выпуску облигаций — уменьшение потребности в заемном финансировании на фоне роста доходов региональных бюджетов.** Количество регионов, исполняющих бюджет с дефицитом, сократилось почти вдвое по сравнению с 2017 годом. Накопленные за предыдущие годы остатки на счетах позволяют регионам финансировать дефицит, не прибегая к заимствованиям. Предпринятые Минфином России меры по сокращению долговой нагрузки регионов также способствуют уменьшению их долга.
- **В условиях снижения процентных ставок, продолжавшегося в течение всего 2019 года, регионы отдавали предпочтение банковским кредитам.** У регионов фактически нет возможности проводить досрочные погашения облигаций, тогда как банковские кредиты более гибкий инструмент с этой точки зрения: при снижении процентных ставок они могут быть досрочно погашены и замещены более «дешевыми» кредитными ресурсами.
- **В 2020 году сохраняется возможность замещения банковского долга регионов облигационными займами, однако заметное увеличение объема размещений маловероятно.** Тем не менее некоторому росту размещений облигаций могут способствовать принятые в середине 2019 года положения Бюджетного кодекса РФ по обеспечению контроля за долговой нагрузкой регионов и муниципалитетов, а также стабилизация процентных ставок на текущем низком уровне.

Максим Першин
Эксперт, группа региональных рейтингов
+7 (495) 139-0485
maxim.pershin@acra-ratings.ru

Елена Анисимова
Директор, группа региональных рейтингов
+7 (495) 139-0486
elena.anisimova@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Алексей Чурилов
Менеджер по внешним коммуникациям
+7 (495) 139-0480, доб.169
media@acra-ratings.ru

Интерес российских регионов к облигациям ослабевает, несмотря на благоприятную конъюнктуру

В 2019 году сложились крайне благоприятные условия для выхода на рынок облигаций в целях привлечения долгосрочного финансирования, однако бума размещения субфедеральных облигаций не произошло.

При этом для Минфина России 2019 год стал самым успешным с точки зрения привлечения заемного финансирования. Несмотря на профицит федерального бюджета, его чистые внутренние заимствования достигли рекордного уровня, равного 1,4 трлн руб. Совокупный объем размещения облигаций федерального займа (ОФЗ) по номинальной стоимости в 2019-м увеличился более чем в два раза по сравнению с 2018-м и составил 2,1 трлн руб. против 1 трлн руб. Средний срок погашения ОФЗ, размещенных в 2019 году, возрос до 8,9 года (7,4 года для ОФЗ, размещенных в 2018-м).

Необходимо отметить, что на рынке субфедеральных и муниципальных облигаций в 2019 году было размещено только 15 выпусков на общую сумму 96,75 млрд руб. Таким образом, совокупный объем выпусков остался на уровне 2018 года, но количество новых размещений в 2019-м уменьшилось на четверть. Помимо первичных размещений облигаций, в 2019 году было проведено два доразмещения облигаций, выпущенных в 2017 году, на сумму 19,5 млрд руб.

В 2019 году 80% размещаемых облигаций имели кредитный рейтинг АКРА, в 2018-м — 72%.

Рисунок 1. За последние шесть лет пиковый объем размещений наблюдался в 2017 году



Источник: cbonds.ru, расчеты АКРА

В 2019 году только девять регионов и два муниципалитета осуществили новые размещения облигаций. Белгородская и Московская области, а также Республика Саха (Якутия) дважды выходили на рынок облигаций. Томск, помимо размещения облигаций на бирже, выпустил облигации для населения. Для сравнения: в 2018 году эмитентами новых выпусков облигаций выступили 14 субъектов РФ и один муниципалитет, в 2017-м — 29 субъектов РФ и три муниципалитета. В 2019 году только один выпуск был размещен не в полном объеме: Новосибирская область в ноябре разместила 15% выпуска с доходностью 6,7% годовых.

АКРА отмечает усиление роли крупных эмитентов: доля одного эмитента в совокупном номинальном объеме размещаемых субфедеральных и муниципальных облигаций в 2019 году является наибольшей с 2013 года, составив 40% (в 2018 году указанная доля составила 25%, в 2017-м — 21%). На четырех крупнейших эмитентов (Московская и Нижегородская области, Республика Саха (Якутия) и Краснодарский край) в 2019 году пришлось более 70% предложенных к размещению облигаций.

За 11 месяцев 2019 года совокупная номинальная стоимость размещенных облигаций российских регионов и муниципалитетов изменилась незначительно по сравнению с началом года (+16,42 млрд руб.). На 01.12.2019 объем непогашенных облигаций российских регионов составил 565,45 млрд руб. (30% их общего долга), муниципальных образований — 20,46 млрд руб. (6% их долга).

Рисунок 2. В 2019 году лишь девять регионов разместили новые выпуски облигаций



Источник: АКРА

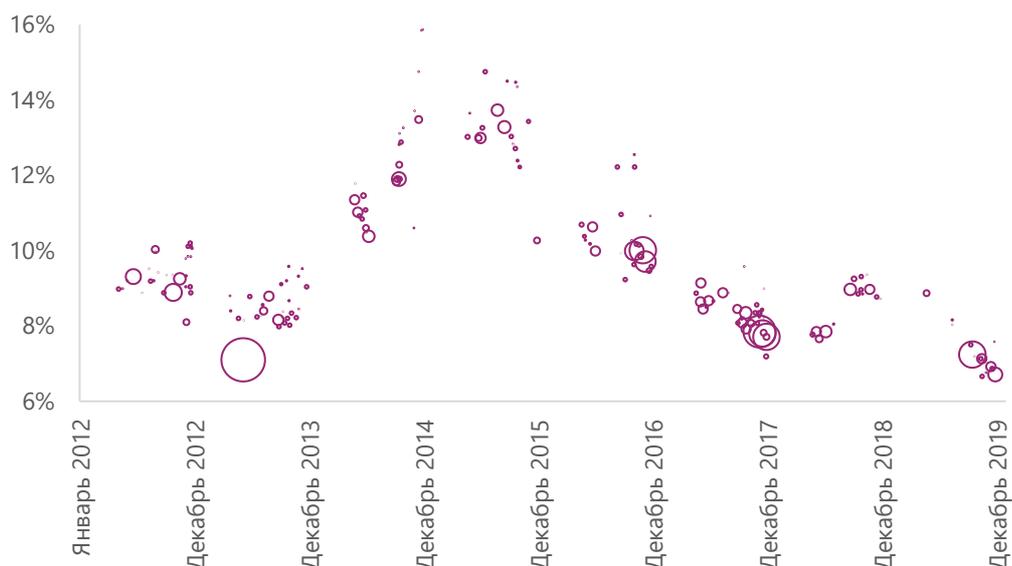
На фоне понижения Банком России ключевой ставки с 7,75 до 6,25% годовых средневзвешенная доходность первичных размещений облигаций в 2019 году снизилась до минимального за анализируемый период (с 2013 года) уровня и составила 7,2% годовых. В докризисном 2013 году средневзвешенная доходность составила 8,1% годовых, а в 2017-м, когда наблюдался пик размещения субфедеральных облигаций за анализируемый период, — 8,2% годовых. Доходность последних крупных размещений 2019 года, а именно пятилетних облигаций Московской области и семилетних облигаций Свердловской области, составляет 6,7% и 6,9% годовых соответственно. В декабре 2019 года Томск разместил облигации с доходностью 7,6% годовых на сумму 1 млрд руб.

Спред между доходностью субфедеральных облигаций и пятилетних ОФЗ в 2019 году составил в среднем 0,8 п. п. и не превышает 1 п. п. уже третий год подряд (в период с 2012 по 2016 год разница между доходностью указанных облигаций составляла от 1,4 до 2,2 п. п.).

В 2019 году российские кредитные организации оставались основным источником инвестиций в субфедеральные облигации — им принадлежало порядка двух третей непогашенных субфедеральных облигаций.

В 2019 году регионы продолжили придерживаться практики размещения облигаций на срок до семи лет, при этом более половины размещенных облигаций будут полностью погашены не позднее чем через пять лет. Средний срок погашения облигаций, размещенных в 2019 году¹, снизился до 4,4 года, тогда как в 2018 году средний срок погашения составлял 4,8 года, в 2017-м — 5,8 года.

Рисунок 3. В декабре 2019 года доходность облигаций оказалась ниже докризисного уровня



* Площадь кругов пропорциональна объему размещения.

Источник: cbonds.ru, расчеты АКРА

Рынок субфедеральных облигаций: причины стагнации в 2019-м

Низкая активность российских регионов на рынке облигаций в 2019 году была обусловлена рядом причин. Во-первых, на фоне роста доходов региональных бюджетов уменьшилась потребность регионов в долговом финансировании: по итогам 11 месяцев 2019-го лишь 17 субъектов РФ исполнили бюджеты с промежуточным дефицитом совокупным объемом 15,65 млрд руб. За аналогичный период 2017-го дефицит имели бюджеты 29 регионов, а за 11 месяцев 2018-го — 11 субъектов (рост собственных доходов в 2018-м позволил регионам увеличить остатки на счетах на 0,5 трлн руб. до 1,9 трлн руб., и эти средства могли быть использованы в 2019 году).

Во-вторых, рост предложения субфедеральных облигаций сдерживался из-за реализации федеральным правительством мер поддержки регионов, направленных на снижение их долговой нагрузки. Благодаря принятию регионами обязательств по сокращению долга и увеличению сроков возврата бюджетных кредитов снизилась потребность в привлечении субъектами новых заимствований на рефинансирование бюджетных кредитов.

Дополнительным стимулом по снижению субъектами совокупного долга стали изменения, внесенные в 2019 году в Бюджетный кодекс РФ в целях обеспечения контроля за долговой нагрузкой российских регионов.

Основной вклад в рост доходов региональных бюджетов в 2018–2019 годах внес налог на прибыль, увеличение поступлений по которому во многом было связано с высокими рублевыми ценами на сырье. Подробнее в исследовании АКРА [«Профицит лег на счета»](#) от 22 февраля 2019 года.

Внесенные в 2019 году изменения в Бюджетный кодекс РФ предполагают разделение российских регионов на группы в зависимости от соотношения долга и собственных доходов, доли расходов, направляемых на обслуживание долга, и величины ежегодных платежей на обслуживание и погашение долга относительно суммы полученных ННД и дотаций. Регионам, не попавшим в группу с высоким уровнем долговой устойчивости, придется согласовывать свою долговую политику с Минфином России.

¹ Без учета облигаций для населения.

В результате большее число субъектов РФ начали принимать меры по сокращению долга, чтобы войти в число регионов с высоким уровнем долговой устойчивости.

В 2019 году у регионов появились возможности для замещения банковских кредитов, сроки погашения которых в основном не превышают трех лет, долгосрочными облигациями. Это позволило бы минимизировать риски рефинансирования в будущем, однако большинство субъектов этими возможностями воспользоваться не смогли (на 01.12.2019 задолженность регионов по банковским кредитам в четыре раза превышала совокупный объем размещенных за 2019 год субфедеральных облигаций, составив 397,34 млрд руб.). АКРА связывает это со сложностью процедур размещения, выкупа и/или досрочного погашения облигаций, а также с наблюдавшимся в течение всего 2019 года снижением процентных ставок.

Российские регионы, которые в период с 2014 по 2015 год разместили облигации с доходностью 14–16% годовых, не смогли рефинансировать данные облигационные займы после снижения ставок. Банковские же кредиты были погашены регионами досрочно и замещены новыми кредитами с более низкими процентными ставками. В связи с этим на фоне ожиданий снижения ставок в 2019 году многие субъекты РФ делали выбор в пользу банковских кредитов, а не облигаций.

Перспективы рынка субфедеральных облигаций в 2020-м

Исходя из принятых законов о региональных бюджетах, плановый объем выпуска субфедеральных облигаций в текущем году составляет до 310 млрд руб. В 2019-м и 2018-м планировалось разместить облигации совокупной номинальной стоимостью 250 и 330 млрд руб. соответственно, однако фактический объем размещения оказался в 2,5–3 раза ниже (порядка 100 млрд руб.). Скорее всего, в 2020 году данная тенденция сохранится, а предложение субфедеральных и муниципальных облигаций останется на уровне 2018 и 2019 годов. Этому будут способствовать, в том числе, сформированные регионами значительные резервы, которые помогут им обойтись без значительного объема новых займов (по оценкам АКРА, на начало 2020 года объем остатков на счетах превысил 2 трлн руб.). Препятствием к росту размещений облигаций может стать невысокий спрос инвесторов на долговые обязательства с высокой дюрацией в текущих условиях низких процентных ставок.

Остановимся подробнее на факторах, способных привести к увеличению объема выпуска облигаций в 2020 году. Прежде всего, это стабилизация процентных ставок на текущем уровне, которая привела бы к снижению числа регионов, отказавшихся от выпуска облигаций в пользу банковских кредитов. Кроме того, долгосрочные облигации могли бы стать одним из источников покрытия возможного роста расходов региональных бюджетов на финансирование инвестиционных проектов по развитию инфраструктуры (предполагают длительный срок возврата вложений). Закон о федеральном бюджете на 2020 год предусматривает возможность пролонгирования до 2029 года срока возврата бюджетных кредитов для тех субъектов РФ, которые финансируют развитие объектов инфраструктуры (в 2020 году регионы могут направить на эти цели в рамках данной реструктуризации бюджетных кредитов до 30–40 млрд руб.).

Подробнее в исследовании АКРА [«Долг российских регионов останется дорогим»](#) от 25 января 2018 года.

Подробнее в аналитическом комментарии АКРА [«Сложно инвестировать, снижая долговую нагрузку»](#) от 9 декабря 2019 года.

Еще одним нововведением Бюджетного кодекса РФ является требование о наличии кредитного рейтинга у регионов и муниципалитетов, планирующих размещение облигаций. Проект постановления Правительства РФ, определяющий минимальный уровень кредитного рейтинга, размещен на сайте regulation.gov.ru.

Дополнительным стимулом возможного расширения рынка региональных облигаций является отсутствие ограничений на стоимость подобных заимствований. Регионы, которые участвуют в реструктуризации бюджетных кредитов, не могут привлекать кредиты по ставке, превышающей ключевую плюс 1%. В результате в 2019 году доля несостоявшихся аукционов на привлечение банковских кредитов субъектами РФ увеличилась до 41%² (в 2018 году этот показатель составлял 19%, а в 2017-м — лишь 5%). В условиях невозможности привлечения банковского кредита без нарушения обязательств перед Правительством РФ регионы могут выйти на рынок облигаций, где данное ограничение отсутствует.

С 2020 года при оценке долговой устойчивости региона или муниципалитета начнут учитываться ежегодные объемы платежей на обслуживание и погашение его долга. Рефинансирование банковских кредитов с помощью размещения облигационных выпусков, сроки погашения которых обычно вдвое превышают сроки погашения банковских кредитов, будет способствовать сокращению ежегодных объемов таких платежей и уменьшению рисков, связанных с рефинансированием.

² Без учета несостоявшихся закупок Республики Мордовия.

(С) 2020

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.