

25 января 2018

Доходность размещений региональных облигаций снизилась до докризисного уровня.....2

Региональные облигации прошлых лет стали дорогими для обслуживания и досрочного погашения.....3

Региональные бюджеты потеряют около 30 млрд руб. на обслуживании дорогих облигационных выпусков.....4

Дорогие облигации давят на кредитное качество отдельных регионов.....5

Александр Шураков

Эксперт, группа суверенных и региональных рейтингов

+7 (495) 139-0345

alexander.shurakov@acra-ratings.ru

Наталья Порохова

Старший директор, руководитель группы исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0490

natalia.porokhova@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Мария Мухина

Операционный директор

+7 (495) 139-0480

maria.mukhina@acra-ratings.ru

Долг российских регионов останется дорогим

Перспективы рефинансирования публичного долга российских регионов

- **Рефинансирование долга — ключевая тенденция на российском финансовом рынке...** Хотя ключевая ставка ЦБ РФ все еще выше докризисного уровня, долгосрочные кредитные ставки уже ниже для большинства заемщиков. Так, доходность размещения региональных облигаций снизилась с 15–16% в 2014–2015 годах до средневзвешенного уровня в 8% по состоянию на конец 2017 года.
- **...однако до 24% коммерческого долга регионов останутся дорогими и не будут рефинансированы.** Это облигации с фиксированным купоном и отсутствием возможности досрочного погашения по цене размещения. Почти у 48% рынка региональных облигаций текущие цены на 3–30 п. п. превышают цены размещения (доля схожих облигаций в корпоративном секторе — 2,3%). Преимущественно это облигации, выпущенные в кризисный период с 2014 по 2015 год.
- **В отсутствие рефинансирования дорогих облигационных выпусков прошлых лет региональные бюджеты потеряют в 2018–2023 годах 30 млрд руб.** Из них 9,1 млрд руб. приходится на 2018 год (порядка 7–9% от расходов региональных бюджетов на обслуживание долга в 2018-м) и 7,5 млрд руб. — на 2019 год. Этому будет способствовать дальнейшее снижение ключевой ставки ЦБ РФ.
- **70% общего объема потерь, связанных с обслуживанием дорогих облигаций, приходится на десять регионов.** В частности, наибольший объем переплаты будет у Красноярского края: около 3,7 млрд руб. в 2018–2023 годах, из которых 1,4 млрд руб. — в 2018 году. Московская и Нижегородская области в целом за указанный период переплатят 3,0 и 2,6 млрд руб. соответственно, а Оренбургская область — около 2,1 млрд руб. Потери бюджетов Самарской области, Удмуртии и Республики Коми составят примерно по 1,9 млрд руб.
- **Отсутствие рефинансирования дорогих выпусков облигаций прошлых лет будет оказывать давление на кредитное качество отдельных регионов еще четыре года.** Такие регионы имеют ограниченные возможности по маневрированию долгом и снижению уровня долговой нагрузки. В их число преимущественно входят регионы с сильным и умеренным кредитным качеством, которые в кризис 2014–2015 годов меньше ориентировались на финансовую помощь федерального центра. Это в свою очередь помогло федеральному центру увеличить поддержку других регионов, испытывавших в тот момент потребность в финансировании.

Доходность размещений региональных облигаций снизилась до докризисного уровня

Средневзвешенная доходность первичных размещений облигаций российских регионов, которые состоялись в декабре 2017 года, составила 8%. Последние крупные размещения 2017 года — пятилетних облигаций Московской области, семилетних облигаций Ханты-Мансийского автономного округа — Югры и девятилетних облигаций Санкт-Петербурга — состоялись с доходностью от 7,7% до 7,85% (ставки купонов от 7,5% до 7,7%). Эти доходности по номиналу сравнимы с докризисными уровнями: средневзвешенная доходность первичных размещений в 2013 году составила порядка 8,2%.

Рисунок 1. К концу 2017 года номинальная доходность первичных размещений региональных облигаций вернулась на докризисный уровень



Примечание: площадь кругов пропорциональна объему размещения.

Источник: cbonds.ru, расчеты АКРА

По состоянию на 01.12.2017 на облигации приходится около 24% (491 млрд руб.) прямого долга региональных бюджетов и 5,3% (17 млрд руб.) прямого долга муниципалитетов.

Всего в 2017 году облигации разместили 29 регионов и три муниципалитета, а общий объем размещенных облигаций превысил 209 млрд руб.

Региональные облигации прошлых лет стали дорогими для обслуживания и досрочного погашения

См. исследование АКРА
[«Долговая стратегия российских регионов: выбор в пользу облигаций»](#)
от 14 февраля 2017 года.

В условиях стабильных или имеющих тенденцию к росту процентных ставок регионам выгоднее использовать не банковские кредиты, а облигации. Цены первичных размещений облигаций российских регионов, как правило, составляют 100% от номинала, а размер купонных выплат фиксируется при размещении, т. е. не зависит от последующей динамики процентных ставок. Такая независимость от конъюнктуры рынка защищает региональные бюджеты в случае роста процентных ставок. Но при существенном снижении ставок независимость от конъюнктуры рынка из преимущества превращается в недостаток, так как не позволяет экономить на обслуживании долга.

В отличие от условий предоставления банковских кредитов у региональных облигаций, как правило, отсутствуют опции досрочного погашения по цене размещения и пересмотра ставок купона в сторону уменьшения даже в случае существенного снижения ключевой ставки ЦБ РФ. Таким образом единственная возможность для региона досрочно погасить выпуск облигаций — выкупить облигации на открытом рынке по рыночной цене. Так, Оренбургская область в декабре 2015 года выкупила часть облигаций из выпуска, размещенного в конце 2012-го: благодаря сложившейся на тот момент конъюнктуре рынка область смогла выкупить облигации по цене несколько ниже номинальной.

В целом у региональных облигаций, выпущенных в 2014–2016 годах, размер ставки купона на 2–7,5% превышает текущий уровень (т. е. составляет от 9,5% до 15%).

По оценкам АКРА, примерно 48% объема рынка региональных облигаций (порядка 261 млрд руб. в денежном выражении) занимают выпуски, у которых текущая рыночная (или индикативная) цена превышает 103% от уровня размещения и достигает до 117–130% от номинала, делая невыгодным для держателей облигаций досрочное погашение по цене размещения.

Самые дорогие региональные облигации на текущий момент — облигации Оренбургской области, размещенные в июле 2015 года с купоном 14% и с погашением в июле 2025 года. Индикативная цена выпуска составляет 130,3% от номинала. Для июля 2015 года доходность размещения облигаций на уровне 14–15% была приемлемой, поскольку еще в марте–апреле 2015-го российские регионы привлекали банковские кредиты по ставке от 16,5% до 24%.

Выкуп облигаций по ценам, существенно превышающим цены размещения, грозит региональным властям репутационными рисками и вниманием со стороны контрольно-счетных органов. В результате регионы, финансировавшие дефициты 2014–2016 годов за счет использования рынка облигаций, а не бюджетных кредитов или банковского финансирования, по сути стали «заложниками высоких ставок».

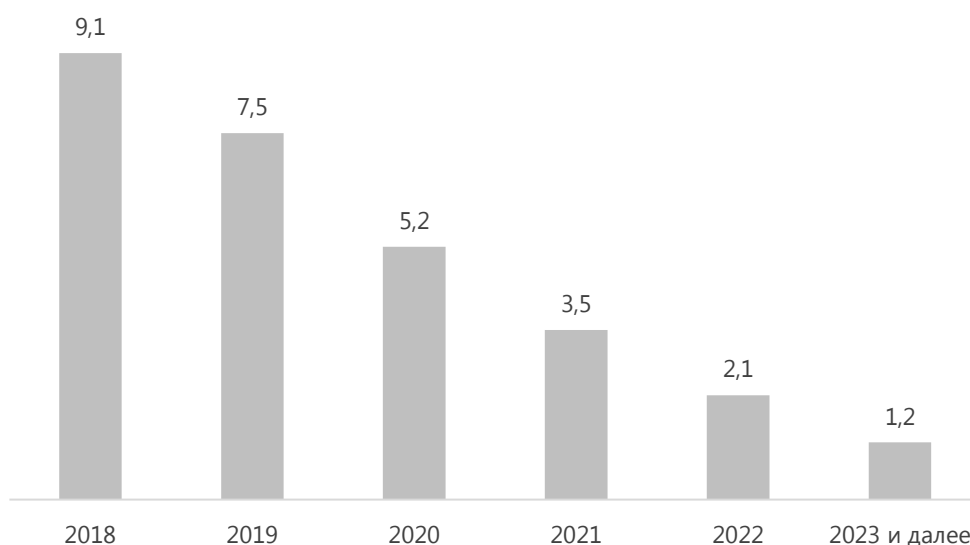
В секторе корпоративных облигаций схожая проблема. Порядка 707 млрд руб. (6,7% рынка рублевых корпоративных облигаций) составляет объем обращающихся на рынке рублевых облигаций российских банков и корпораций, которые были размещены в 2014–2016 годах и в настоящее время имеют рыночную (индикативную) цену существенно выше 100% от цены размещения (от 103% до 132%).

Однако из этих 707 млрд руб. примерно 394 млрд руб. (56%) приходится на выпуски облигаций, у которых предусмотрены и оферта, и изменение ставки купона (либо по формуле с привязкой к текущей доходности соответствующих ОФЗ, либо размер купона определяется эмитентом). Объем дорогих корпоративных облигаций, выпущенных в 2014–2016 годах, у которых отсутствует оферта, а размер купона зафиксирован при размещении (т. е. конфигурация облигационных выпусков похожа на конфигурацию выпусков региональных облигаций) составляет примерно 243 млрд руб., что хотя и сравнимо с объемом дорогих региональных облигаций (261 млрд руб.), но занимает существенно меньшую долю на своем рынке. На подобные облигации приходится лишь около 2,3% объема обращающихся на рынке корпоративных облигаций.

Региональные бюджеты потеряют около 30 млрд руб. на обслуживании дорогих облигационных выпусков

По оценкам АКРА, из-за невозможности рефинансировать дорогие облигационные выпуски прошлых лет региональные бюджеты потеряют около 30 млрд руб. в 2018–2023 годах (суммарный размер купонных платежей по дорогим облигационным выпускам составляет около 99 млрд руб.). По оценкам АКРА, ключевая ставка ЦБ РФ снизится в 2018 году до 7–7,25%.

Рисунок 2. Основные потери региональных бюджетов от обслуживания дорогих облигационных выпусков приходятся на 2018–2020 годы (млрд руб.)

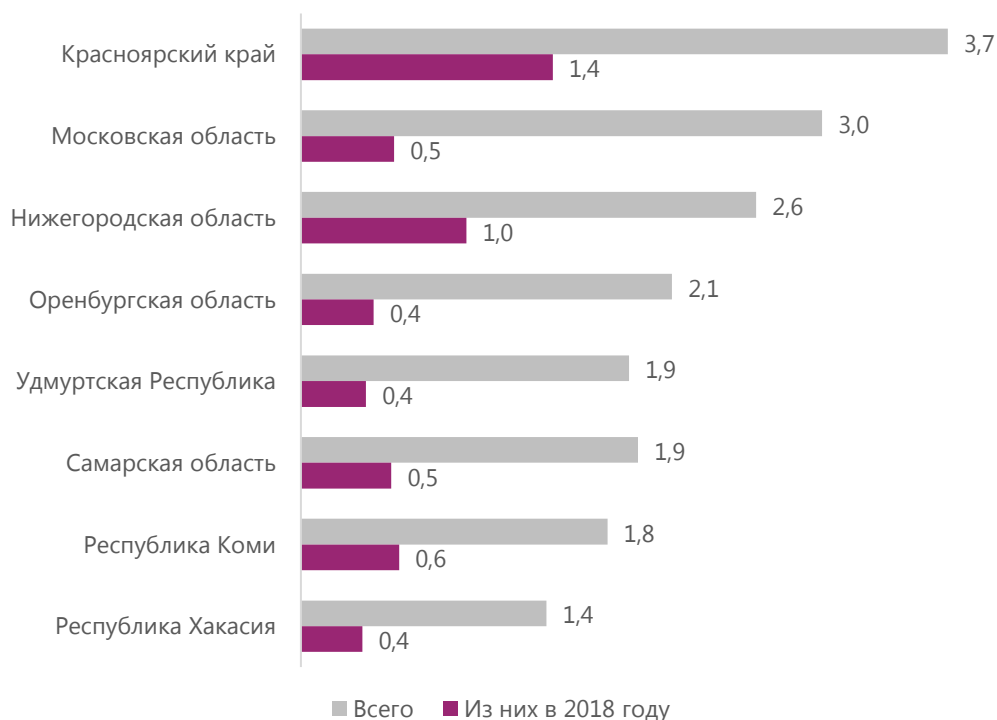


Источник: cbonds.ru, расчеты АКРА

Уровень потерь на обслуживании дорогих облигаций рассчитывался как разница (накопленная и по годам) между потоком фактических купонных платежей конкретных выпусков облигаций и купонных платежей по ставке купона 7,8% (средневзвешенная купонная ставка региональных облигаций, размещенных на рынке в декабре 2017 года).

70% от общего объема потерь, связанных с обслуживанием дорогих облигаций, приходится на десять регионов. Наибольший объем переплаты будет у Красноярского края: около 3,7 млрд руб. в 2018–2023 годах, из которых 1,4 млрд руб. — в 2018 году.

Рисунок 3. У восьми регионов суммарный* объем потерь от обслуживания дорогих облигаций превышает 1,4 млрд руб.



* За 2018–2023 и далее годы.

Источник: cbonds.ru, расчеты АКРА

Дорогие облигации дают на кредитное качество отдельных регионов

По оценкам АКРА, по итогам 2017 года существенно увеличится количество регионов с профицитом бюджета. Часть этого профицита была направлена на снижение долговой нагрузки, что позволило ряду регионов сэкономить на обслуживании долга и заметно снизить риск долговой нагрузки.

Например, Челябинская область (рейтинг AA-(RU)) благодаря профициту бюджета порядка 3,3% налоговых и неналоговых доходов (оценка АКРА) в течение 2017 года полностью погасила банковские кредиты: 0,83 млрд руб. составило плановое погашение 2017 года, а 4,05 млрд руб. — досрочное погашение кредитов, срок погашения которых наступал только в конце ноября 2019 года. Выпуски облигаций в портфеле Челябинской области отсутствуют. В результате у данного региона отношение долга к операционному балансу по итогам 2017-го улучшилось до уровня, соответствующего минимальному уровню риска (по методологии АКРА). В абсолютном выражении, прямой долг региона за 2017 год уменьшился на 30% (примерно 4,2 млрд руб.).

См. пресс-релиз [«АКРА присвоило Челябинской области кредитный рейтинг AA-\(RU\), прогноз «Стабильный»»](#) от 26 декабря 2017 года.

См. пресс-релиз [«АКРА подтвердило кредитный рейтинг Самарской области на уровне А+\(RU\), прогноз "Стабильный", и облигаций Области — на уровне А+\(RU\)» от 27 декабря 2017 года.](#)

У Самарской области (рейтинг А+(RU)) по итогам 2017 года АКРА ожидает профицит на уровне 5% налоговых и неналоговых доходов. Этот профицит позволял региону в течение года достаточно успешно маневрировать банковским долгом и получать дополнительный доход от размещения временно свободных денежных средств на депозитах. Область рефинансировала дорогие банковские кредиты 2014 года, процентная ставка по которым составляла 10,75–11,2% и срок погашения наступал в 2020–2021 годах, что позволило ей сэкономить в 2017-м около 1 млрд руб. В то же время, примерно 30% прямого долга Самарской области приходится на облигационные выпуски 2014, 2015 и 2016 годов, ставка купона по которым составляет 9,64%, 10% и 12,4% соответственно. По оценкам АКРА, потери области (в 2018–2023 годах) из-за невозможности рефинансировать дорогие облигационные выпуски по текущим ставкам составят около 1,5 млрд руб., из них 463 млн руб. — в 2018 году. По итогам 2017 года Самарская область снизила абсолютный объем прямого долга на 4,5% (примерно на 3 млрд руб.), хотя финансовые возможности региона, по оценкам АКРА, могли позволить существенно больший масштаб снижения данного показателя. Этому препятствовала невозможность досрочного погашения дорогих облигаций по цене первоначального размещения. Отчасти поэтому отношение долга к операционному балансу области, по методологии АКРА, соответствует среднему уровню риска.

В целом невозможность досрочно погасить дорогие облигационные выпуски ограничивает возможности российских регионов по маневрированию долгом и снижению уровня долговой нагрузки, что оказывает давление на их кредитное качество.

(С) 2018

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 предоставленной 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.