

3 сентября 2019

ДФО — долгосрочно финансировать облигациями

ДФО недофинансирован, а бюджетные средства — один из основных источников его инвестиций.....3

Кто, если не государство?...4

Трансферты — большие возможности и специфика использования.....5

Собственных накоплений не хватит.....7

За три года ДФО может потребоваться занять 180 млрд руб.....9

Облигации — это сложно?.....10

Кредиты подешевели, но интерес к аукционам снизился.....12

Создаются благоприятные условия для размещения долгосрочных облигационных займов.....13

Источники бюджетных инвестиций для регионов Дальневосточного федерального округа

Исследование подготовлено специально к Восточному экономическому форуму — 2019

— **ДФО недофинансирован, а бюджетные средства — один из основных источников его инвестиций.** В промышленно неразвитых регионах ДФО бюджетные инвестиции в отдельные годы могут достигать до половины совокупного объема инвестиций, а подушевые инвестиции отстают от среднероссийского уровня. При значительной общей потребности Дальневосточного макрорегиона в инвестициях их доля, финансируемая из региональных бюджетов, находится на уровне ниже среднероссийского, устойчиво сокращаясь с 2013 года.

— **Кто, если не государство?** В связи с суровыми климатическими условиями, недостаточным развитием инфраструктурных объектов и другими проблемами население ДФО продолжает сокращаться. Для преодоления этой проблемы требуются масштабные инвестиции в социально значимые проекты, которые сейчас финансируются в основном за счет бюджетных средств. Для привлечения частных инвесторов сначала требуется развитие инфраструктуры.

— **Трансферты — большие возможности и специфика использования.** Решить вопрос финансирования инфраструктурных проектов за счет федеральных трансфертов не получается: объем выделяемых средств недостаточен, а софинансирование инвестиций регионами ведет к росту их бюджетных расходов. При этом значительная часть трансфертов представлена дотациями, которые расходуются на текущее потребление.

— **Собственных накоплений не хватит.** Запланированный дальневосточными регионами на 2019 год рост расходов, в том числе капитальных, составляет 131 млрд руб. При этом рост совокупных доходов, по оценке АКРА, не превысит 50 млрд руб. На начало 2019-го на счетах регионов ДФО осталось чуть более 50 млрд. руб., из которых основная часть пришлась лишь на три региона. Таким образом, потенциальный дефицит бюджетов придется вновь частично финансировать заемными средствами.

— **За три года ДФО может потребоваться занять 180 млрд руб.** Общая сумма включает в себя как средства на покрытие дефицитов региональных бюджетов, так и суммы, необходимые для рефинансирования долговых обязательств субъектов ДФО. По расчетам АКРА, в 2019–2021 годах макрорегиону предстоит рефинансировать порядка 65% долга, сформированного на 01.01.2019.

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

Елена Анисимова
Заместитель директора, 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

- **Облигации — это сложно?** Доля облигаций в совокупных долговых обязательствах ДФО, равная 15%, является низким показателем даже с учетом невысокого уровня развития рынка региональных облигаций (среднее значение по РФ за 2018 год — 25%). Облигации не пользуются большой популярностью из-за сложности процедур выкупа и/или досрочного погашения, но в текущих условиях они дают единственную возможность структурировать график погашения долга с минимизацией риска рефинансирования.
- **Кредиты подешевели, но интерес к аукционам снизился.** Из-за регуляторных ограничений разница между процентными ставками по банковским кредитам и доходностью ОФЗ понизилась в 2018 году по сравнению с 2017-м. По этой же причине снизился интерес к аукционам. Однако даже с учетом ограничения предельной ставки кредитования обслуживание облигаций относительно доходности ОФЗ на сопоставимый срок обходится регионам дешевле, чем банковские кредиты.
- **Создаются благоприятные условия для размещения долгосрочных облигационных займов.** На фоне снижения Банком России ключевой ставки и последовавшего за этим понижения ставок доходности, а также с учетом высокого спроса инвесторов на государственные ценные бумаги создаются благоприятные условия для решения регионами вопросов финансирования развития инфраструктуры одновременно с улучшением структуры долга.

ДФО недофинансирован, а бюджетные средства — один из основных источников его инвестиций

Исторически дальневосточные регионы значительно отличаются друг от друга по уровню инвестиций в основной капитал в расчете на душу населения (подушевых инвестиций). Субъекты ДФО с наиболее высокой долей добывающей промышленности в структуре ВРП и невысокой плотностью населения, такие как Сахалинская и Магаданская области, Республика Саха (Якутия), Чукотский автономный округ, привлекают большой объем частных инвестиций на душу населения. В регионах без значимого промышленного сектора бюджетные инвестиции зачастую формируют существенную часть общего объема инвестиций. К таким регионам относятся, например, Республика Бурятия¹, Камчатский край и даже, несмотря на наличие добывающего сектора, Чукотский автономный округ. Помимо этого, государство выступало в роли основного инвестора Приморского края в период подготовки к саммиту АТЭС и до недавнего времени — Еврейской автономной области (в которой, например, в 2015 году доля бюджетных инвестиций составила 47%).

Рисунок 1. Добывающие регионы отличаются высоким объемом частных инвестиций на душу населения, данные 2018 года, тыс. руб.



Источник: Росстат, расчеты АКРА

Основная часть прямых иностранных инвестиций в ДФО приходится на нефтегазовые проекты Сахалинской области.

Сахалинская область — лидер Дальневосточного макрорегиона как по уровню подушевых частных инвестиций, так и по объему прямых иностранных инвестиций (в 2017 году более 75% всех прямых иностранных инвестиций в ДФО).

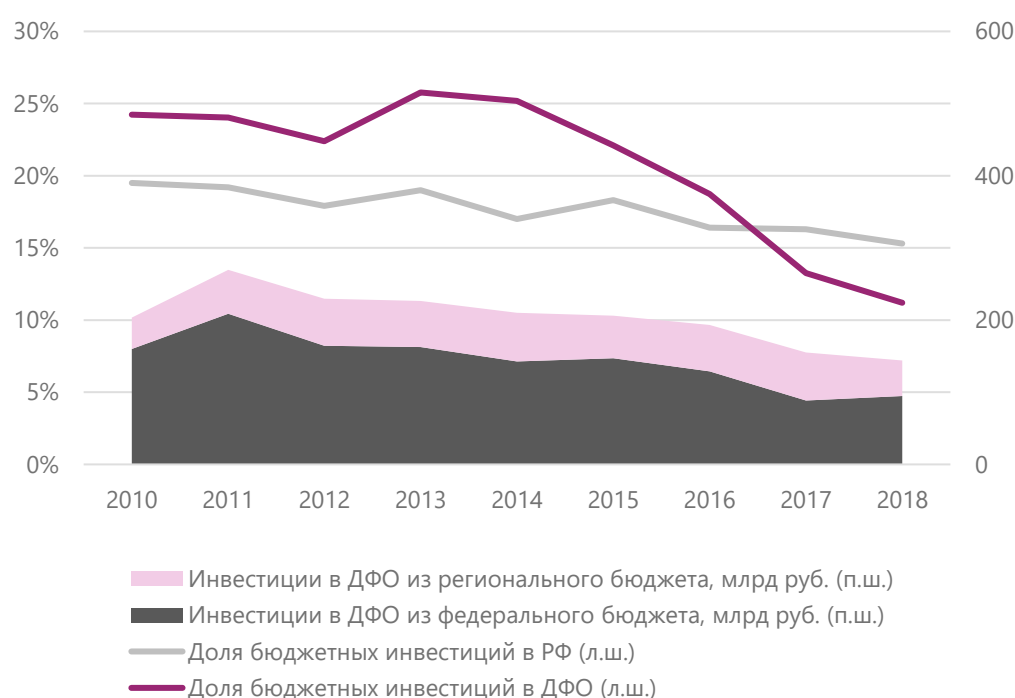
Средний уровень бюджетных инвестиций (из бюджетов всех уровней, включая федеральный) в ДФО соответствует среднероссийскому показателю. Однако в связи с неравномерным распределением бюджетных

¹ Здесь и далее Республика Бурятия и Забайкальский край, входившие до ноября 2018 года в состав Сибирского федерального округа, ретроспективно отнесены к ДФО.

инвестиций по субъектам ДФО, более высокой стоимостью жизни, а также ограниченной транспортной доступностью территорий макрорегиону требуется более высокий уровень инвестиций.

Объем инвестиций в субъектах ДФО, финансируемый из их региональных бюджетов, в среднем значительно отстает от среднероссийского уровня, показывая устойчивое снижение с 2013 года. Так, в 2018 году доля инвестиций в ДФО из региональных бюджетов составила 3,4% против среднероссийского показателя на уровне 6,8%, а за период с 2010 по 2018 год данное соотношение было в среднем равно 5,5% против порядка 7% соответственно.

Рисунок 2. Доля бюджетных инвестиций в регионах ДФО падает



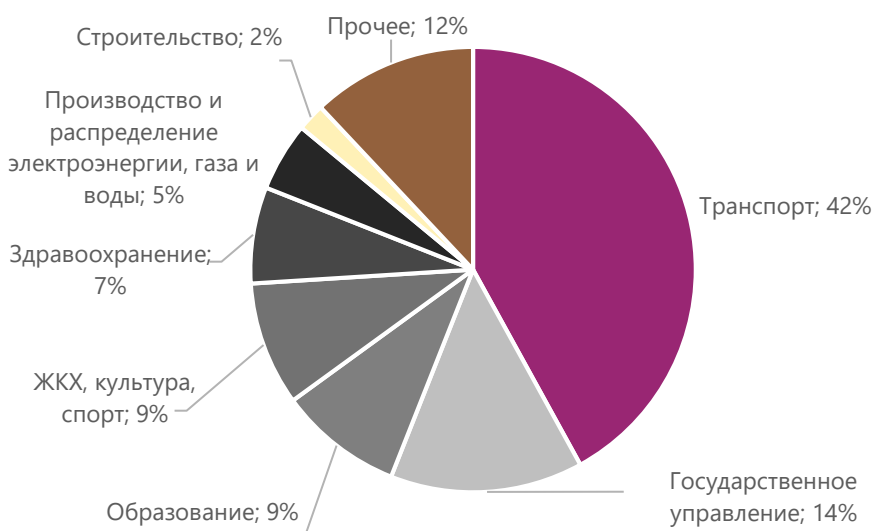
Источник: Росстат, расчеты АКРА

Кто, если не государство?

С 2005 года население ДФО сократилось на 360 тыс. человек, что сопоставимо с численностью населения Камчатского края и Чукотского автономного округа вместе взятых, и на начало 2019 года составило 8,2 млн человек. В процентном соотношении сокращение населения ДФО является самым значительным среди всех федеральных округов РФ. Снижение численности населения затрагивает все регионы Дальнего Востока, за исключением Бурятии и Якутии. Дальневосточный макрорегион теряет население по ряду причин, среди которых суровые климатические условия (на Крайнем Севере) и отстающий уровень развития территорий. Так, в Приморском крае, лидирующем по численности населения в ДФО и характеризующемся наиболее благоприятным климатом, плотность автомобильных дорог в 2017 году составила лишь 90 км на 1 000 км², а в регионах европейской части России, расположенных в тех же широтах (например, в Краснодарском и Ставропольском краях) — 463 и 272 км на 1 000 км² соответственно.

Чтобы остановить отток населения из Дальневосточного макрорегиона, государству необходимо прежде всего развивать социальную и транспортную инфраструктуру. На выполнение этих целей, как правило, и направляются бюджетные инвестиции. Например, в образовании и здравоохранении бюджетные средства формируют порядка 70–80% совокупных инвестиций. Половина бюджетных инвестиций приходится на транспортную отрасль (эти средства формируют треть совокупных инвестиций в транспортную инфраструктуру). Развитие инфраструктуры необходимо не только для того, чтобы переломить тенденцию оттока населения с Дальнего Востока, но и для повышения инвестиционной привлекательности для инвесторов в несырьевые отрасли экономики.

Рисунок 3. Основная доля бюджетных инвестиций приходится на социальную и транспортную инфраструктуру, данные 2016 года²



Источник: Росстат, расчеты АКРА

Объем затрат на реализацию проектов на Дальнем Востоке, малонаселенность территорий и их удаленность серьезно препятствуют росту частных инвестиций в социально значимую сферу, что в долгосрочной перспективе не позволит заместить ими бюджетные средства. Очевидно, что в ДФО основным инвестором в развитие социальной и транспортной инфраструктуры остается государство, в отличие от некоторых других регионов РФ, где объем вложений в инфраструктуру со стороны частного сектора понемногу растет.

Трансферты — большие возможности и специфика использования

Финансирование инвестиций путем использования трансфертов из федерального бюджета является, возможно, наиболее оптимальным способом для российских регионов, поскольку эти средства предоставляются на безвозмездной основе. При этом уровень софинансирования со стороны регионального бюджета, как правило, невысок и в зависимости от степени бюджетной обеспеченности региона

В 2017 году в регионах ДФО действовало всего 48 частных образовательных учреждений против 352 в ЦФО, а в Камчатском крае, Магаданской и Сахалинской областях и на Чукотке такие учреждения отсутствуют вовсе. Доля учащихся в частных образовательных учреждениях в ДФО вдвое меньше, чем в ЦФО, и на 16% меньше среднестранового уровня.

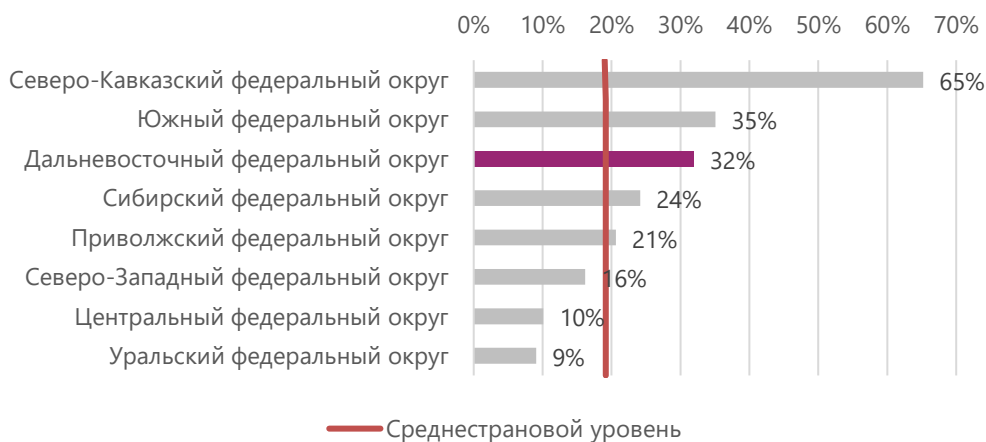
В 2016 году в регионах ДФО функционировала 201 частная медицинская организация из 3 353 в России. По количеству таких учреждений ДФО занимает предпоследнее место среди всех федеральных округов РФ.

² Последние доступные данные.

может составлять от 5%.³ Крупные инвестиционные проекты, например создание и модернизация инфраструктуры во Владивостоке для проведения саммита АТЭС в 2012 году, осуществляются только с помощью со стороны федерального бюджета.

В 2018 году доля трансфертов из федерального бюджета в совокупных доходах бюджетов всех регионов ДФО, кроме Сахалинской области, превысила среднестрановой уровень (19%), а в отдельных регионах оказалась выше 40% (Камчатский край — 63%, Республика Бурятия — 54%, Чукотский автономный округ — 48%, Забайкальский край — 44%, Еврейская автономная область — 41%). Участие субъектов ДФО в реализации национальных проектов, предусмотренных новым майским указом⁴, предоставит властям регионов дополнительные возможности привлекать трансферты из федерального бюджета, в том числе для финансирования капитальных расходов.

Рисунок 4. Регионы ДФО в среднем получают больше трансфертов, чем остальные регионы РФ, данные 2018 года, % от совокупных доходов



Источник: Федеральное казначейство, расчеты АКРА

Безвозмездные поступления из федерального бюджета в среднем составили почти треть доходов бюджетов дальневосточных регионов в 2018 году. Стоит отметить, что большая часть трансфертов была представлена дотациями, которые не носят целевого характера и не являются подотчетными. Таким образом, региональные власти могут направлять дотации на покрытие текущих расходов, а не инвестировать эти средства в развитие, что они и делают: в 2016–2018 годах средние расходы ДФО (без учета Сахалинской области) на капитальные вложения⁵ составили всего около 8% при среднероссийском уровне 13%.

Правительство РФ обращает особое внимание на потребности ДФО в финансировании инфраструктурных проектов. Для решения данной задачи была разработана госпрограмма «Социально-экономическое развитие

Сахалинская область характеризуется высокой (более 20%) долей капитальных расходов, финансируемых из регионального бюджета. При этом совокупные капитальные расходы области в 2016–2018 годах составили 40% капитальных расходов всех регионов ДФО за аналогичный период.

³ Софинансируемыми являются субсидии; уровень софинансирования рассчитывается в соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 30.09.2014 № 999; возможны исключения.

⁴ Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2018 № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года».

⁵ Включают расходы на капитальные вложения в объекты госсобственности и субсидии на их софинансирование, капитальный ремонт, НИОКР.

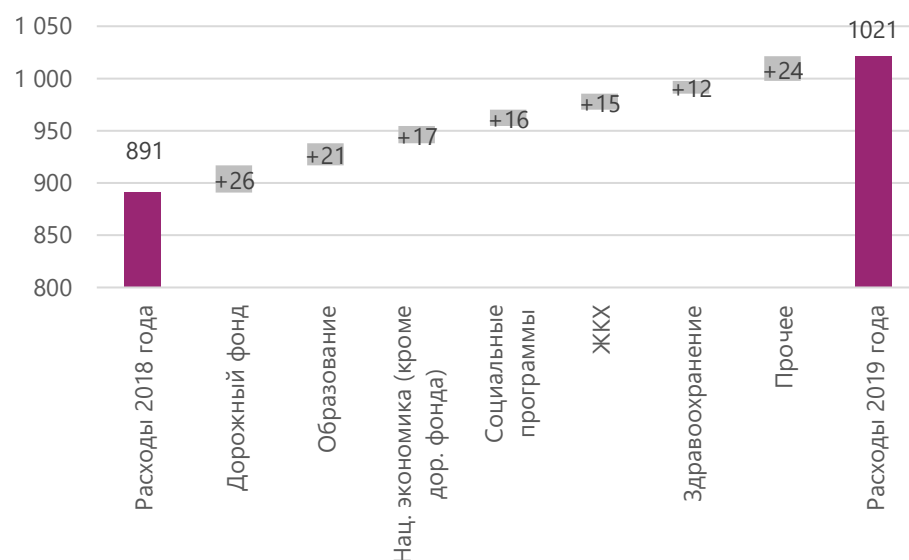
Дальневосточного федерального округа», предполагающая ежегодное получение субъектами макрорегиона от 31 до 48 млрд руб. из федерального бюджета в 2019–2025 годах. Средства будут направляться на создание и развитие территорий опережающего социально-экономического развития (ТОСЭР), реализацию инвестиционных проектов и др.

Дополнительно было заявлено о выделении из федерального бюджета 95 млрд руб. до 2021 года для финансирования социальной инфраструктуры в ДФО. Однако данная сумма составляет менее 4% совокупных расходов всех дальневосточных регионов, запланированных на 2019–2021 годы, и, учитывая потребности ДФО, этих средств едва ли будет достаточно.

Собственных накоплений не хватает

Несмотря на то что субсидии предполагают невысокий процент софинансирования, даже он означает рост расходов региональных бюджетов, а возможности по их увеличению за счет собственных средств определяются состоянием бюджетов. Законами субъектов ДФО о региональных бюджетах на 2019 год предусмотрено значительное (порядка 131 млрд руб., или 15%) увеличение расходов с уровня 2018 года с учетом направления дополнительных средств на инфраструктурные проекты, требующие инвестиций: развитие автомобильных дорог (+26 млрд руб., или +43%), образование (+21 млрд руб., или +12%), социальные программы (+16 млрд руб., или +8%) и здравоохранение (+12 млрд руб., или +17%).

Рисунок 5. Расходы бюджетов ДФО растут, млрд руб.

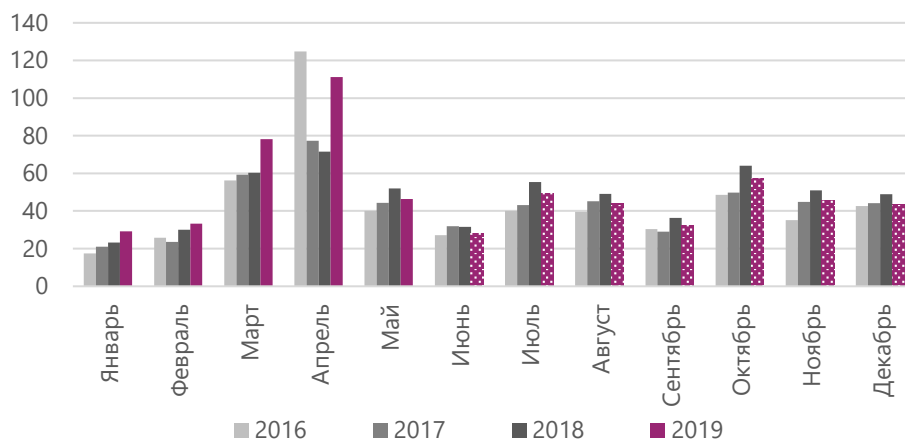


Источник: Федеральное казначейство, расчеты АКРА

Налоговые и неналоговые доходы (ННД, собственные доходы) регионов ДФО выросли на 36% в январе-апреле 2019 года по сравнению с аналогичным периодом 2018-го, что было главным образом связано с проведением в марте-апреле 2019-го окончательных расчетов по налогу на прибыль за предыдущий год. Однако АКРА допускает снижение ННД в течение оставшейся части 2019 года на 10% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. По оценке АКРА, совокупный рост ННД дальневосточных регионов в 2019 году составит порядка 4% в годовом сопоставлении, а увеличение безвозмездных поступлений, в соответствии с

утвержденными властями параметрами исполнения бюджетов, будет равно 7%. В абсолютном выражении доходы бюджетов дальневосточных регионов в 2019 году увеличатся на 50 млрд руб.

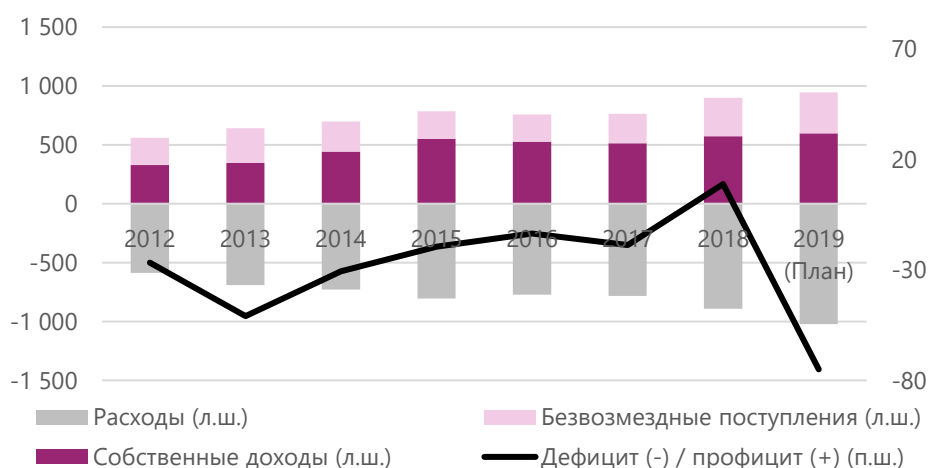
Рисунок 6. ННД во втором полугодии 2019 года могут снизиться, млрд руб.



Источник: Федеральное казначейство, расчеты АКРА

Тем не менее, этих доходов не будет достаточно для покрытия запланированных на 2019 год расходов, поэтому результат исполнения бюджетов регионов ДФО снова будет отрицательным. Несмотря на то что в 2018 году впервые за последние семь лет совокупно бюджеты субъектов макрорегиона завершили год с профицитом в 8,9 млрд руб., шесть региональных бюджетов все же были дефицитными. Таким образом, хотя совокупный финансовый результат стал положительным, отдельные дальневосточные регионы продолжают испытывать потребность в финансировании дефицита.

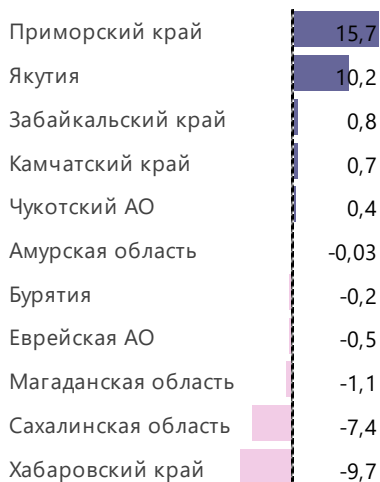
Рисунок 7. 2019 год ДФО может вновь завершить с дефицитом, млрд руб.



Источник: Минфин России, регионы ДФО, расчеты АКРА

Необходимость финансирования текущих расходов наряду с их низкой гибкостью ограничивают возможности региональных властей по перераспределению собственных доходов в пользу софинансирования капитальных расходов. Однако опыт АКРА свидетельствует о том, что даже в случае нехватки текущих собственных доходов регионы предпочитают не терять возможность привлекать капитальные трансферты из федерального бюджета и используют накопленные резервы или же привлекают долг.

Финансовый результат регионов ДФО за 2018 год, млрд руб.:

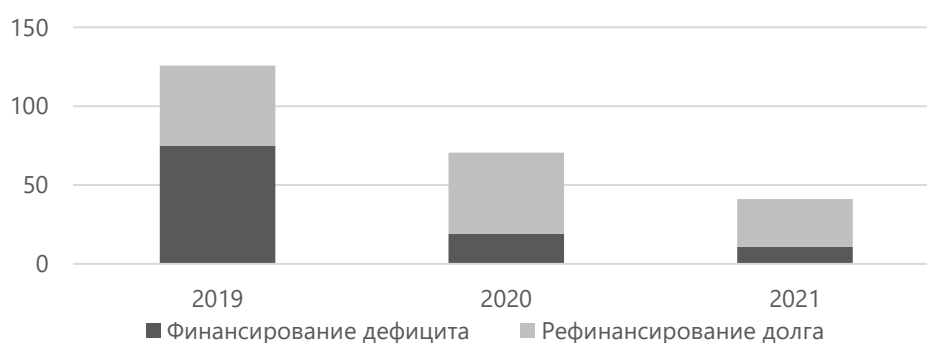


На начало 2019 года на счетах регионов ДФО сформировались остатки средств в объеме чуть более 50 млрд руб., что сопоставимо с расходами бюджетов этих регионов лишь за трехнедельный период и, очевидно, недостаточно для покрытия возможного дефицита в 2019 году. Стоит отметить, что распределение этих средств также отличается неравномерностью: 86% пришлось на три региона — Приморский край (51%, или 25,6 млрд руб.), Якутию (19%, или 9,5 млрд руб.) и Сахалинскую область (16%, или 8,1 млрд руб.), а остатки на счетах пяти регионов (Бурятия, Магаданская область, Еврейская автономная область, Чукотский автономный округ и Забайкальский край) являются очень незначительными, составляя менее 1 млрд руб. на регион. Оставшимся регионам, не имеющим финансовых резервов, придется привлекать долг в виде банковских кредитов и облигационных займов.

За три года ДФО может потребоваться занять 180 млрд руб.

По оценке АКРА, период 2019–2021 годов для регионов ДФО будет, скорее всего, дефицитным, а значит региональные власти будут испытывать потребность в привлечении средств как на покрытие бюджетного дефицита, так и на рефинансирование долга. В указанный период регионам ДФО, по расчетам АКРА, предстоит рефинансировать порядка 65% своей задолженности, сформированной на 01.01.2019. Для оценки потребности в финансировании были использованы данные о дефицитах в регионах ДФО, предусмотренные законами о региональных бюджетах на 2019–2021 годы. В 2019 году плановый дефицит составит 75 млрд руб. (совпадает с оценкой АКРА), в 2020 и 2021 годах снизится до 19 и 11 млрд руб. соответственно. С учетом собственных средств регионов, накопленных в предшествующие годы, общая потребность в долговом финансировании в ближайшие три года составит порядка 180 млрд руб.

Рисунок 8. Общая потребность в долговом финансировании ДФО*



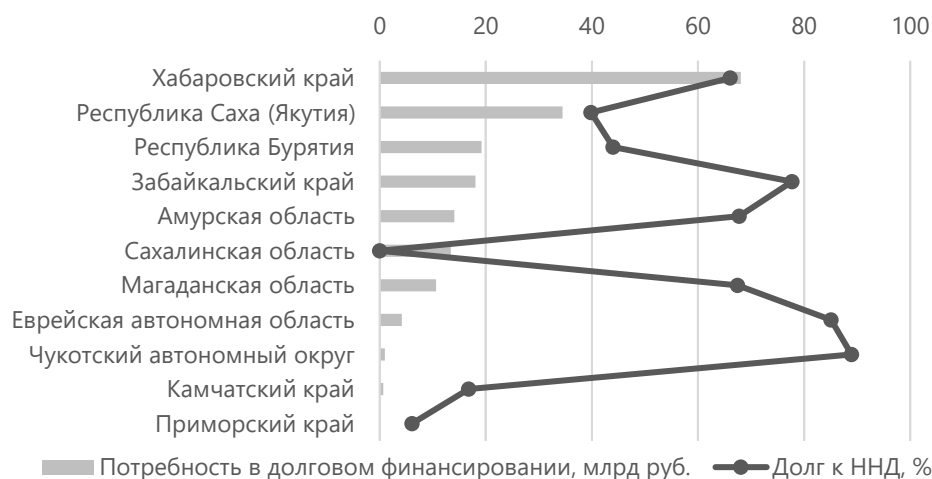
* Сумма дефицита региональных бюджетов ДФО (без учета профицитных регионов и накопленных средств) и объемов планового погашения долговых обязательств регионов ДФО в 2019–2021 годах

Источник: Минфин России, cbonds.ru, расчеты АКРА

Наибольшая в абсолютном выражении потребность в привлечении долгового финансирования в указанный период возникнет у Хабаровского края — порядка 70 млрд руб., из которых свыше 60% пойдет на рефинансирование долговых обязательств, около 40% — на покрытие дефицита краевого бюджета. Также значительный объем средств для финансирования дефицита бюджета потребуется Якутии, Бурятии

(соотношение долга и ННД регионов на начало текущего года не превышает 50%) и Сахалинской области (с 2014 года долг отсутствует). В Приморском крае дефицит может быть профинансирован без осуществления заимствований за счет остатков на счетах, сформировавшихся на начало года. Потребности остальных регионов ДФО в долговом финансировании в основном связаны с рефинансированием уже имеющейся задолженности благодаря тому, что бюджеты спланированы без дефицита или с минимальным дефицитом.

Рисунок 9. Потенциальная потребность регионов ДФО в заемных средствах в 2019–2021 годах и долговая нагрузка на 01.01.2019



Источник: Минфин России, cbonds.ru, расчеты АКРА

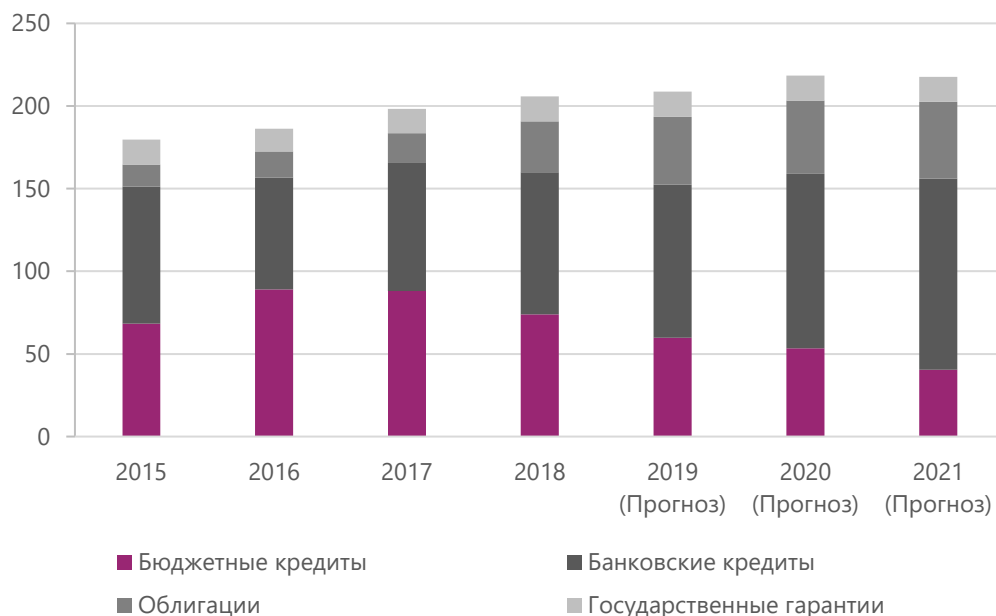
Облигации — это сложно?

На облигационном рынке регионы ДФО практически не представлены: на них приходится лишь порядка 5% обращающихся на рынке облигаций региональных органов власти. Эмитентами выступают только Якутия, Хабаровский край, Магаданская область и Камчатский край. Республика Саха (Якутия) — единственный регион Дальнего Востока, регулярно присутствующий на рынке облигаций на протяжении последних десятилетий. Остальные дальневосточные регионы либо размещали единичные выпуски, либо не размещали их вовсе.⁶

В последние пять лет при выборе инструмента долгового финансирования регионы Дальнего Востока отдают предпочтение банковским кредитам: по состоянию на 01.01.2019 они составили 42% их совокупного долга, в то время как на облигации приходилось лишь 15%. Остальная часть представлена бюджетными кредитами (36%), которые будут постепенно замещаться рыночным долгом, и гарантиями (7%). По оценке АКРА, на конец 2020 года соотношение рыночного и нерыночного долга ДФО изменится до соотношения 70% к 30%, причем рыночный долг, как и прежде, будет представлен в основном банковскими кредитами.

⁶ Регионы ДФО, как и другие регионы РФ, размещали в 1997 году так называемые агрооблигации, целью которых было рефинансирование задолженности перед федеральным бюджетом.

Рисунок 10. ДФО выбирает кредиты, млрд руб.



Источник: Минфин России, регионы ДФО, расчеты АКРА

Доля облигаций в долговых обязательствах на 01.01.2019:

- СФО — 44%,
- УФО — 34%,
- СЗФО — 27%,
- ЦФО — 25%,
- ПФО — 23%,
- ДФО — 15%,
- ЮФО — 13%,
- СКФО — 10%.

Доля облигаций в совокупных долговых обязательствах ДФО, равная 15%, является низким показателем даже с учетом невысокого уровня развития рынка региональных облигаций (среднее значение по РФ за 2018 год — 25%). По мнению АКРА, у региональных властей отсутствует большой интерес к облигациям по двум причинам: сложность процедур размещения займа и сложность процедур его выкупа и/или досрочного погашения. Что касается последней проблемы, можно отметить, что на российском рынке сложилась практика амортизации субсуверенного долга. Это частично компенсирует невозможность выкупа или погашения займа при снижении ставок на рынке, однако создает неудобство для инвесторов в связи с необходимостью реинвестирования средств, выплачиваемых им при погашении части номинала облигаций. Кредиты же, как правило, представляют собой более короткий инструмент, который можно погасить досрочно, поэтому на рынке со снижающимися ставками этот инструмент выглядит проще и удобнее. Однако кажущееся неудобство облигационного займа позволяет заемщику структурировать график погашения долга так, чтобы минимизировать риски рефинансирования. Например, в 2018 году средневзвешенный срок до погашения размещенных бумаг российских регионов составил 6,8 года (без учета амортизации долга), а средневзвешенный срок кредитов тех же регионов — 2,4 года. Стоит упомянуть о том, что использование кредитов может приводить к так называемым свечкам, то есть к большому объему долга к погашению в краткосрочном периоде.⁷ Облигации же этого недостатка не имеют.

⁷ Законодатель также обращает внимание на риски рефинансирования: новая редакция Бюджетного кодекса предусматривает оценку доли краткосрочного долга при определении долговой устойчивости субъекта РФ.

Рисунок 11. Облигации снижают риски рефинансирования, млрд руб.*



* На примере графика погашения потенциально возможного коммерческого долга Республики Саха (Якутия) и Хабаровского края при допущении, что все доступные на 01.01.2019 кредитные линии регионами выбраны.

Источник: cbonds.ru, расчеты АКРА

Кредиты подешевели, но интерес к аукционам снизился

На рынке банковского кредитования регионов за последние два года, с одной стороны, наметилось снижение спредов процентных ставок к доходности облигаций федерального займа (ОФЗ) по сравнению с уровнями до 2017 года, с другой — интерес к аукционам снизился, о чем свидетельствует увеличение количества несостоявшихся закупок (в 2017-м их доля составила 5%, в 2018-м — 19%⁸, за январь-июль 2019-го — 47%⁹). Мы связываем данные изменения с ограничением, накладываемым проведенной Минфином России реструктуризацией бюджетных кредитов (по оценкам АКРА, не менее 70 регионов РФ и не менее половины регионов ДФО приняли участие в реструктуризации). Данное ограничение запрещает регионам привлекать банковские кредиты по ставкам выше, чем «ключевая ставка плюс 1%». АКРА ожидает второго этапа проведения реструктуризации, по результатам которого сроки выплаты долга продлятся еще на пять лет (до 2029 года), поэтому указанное ограничение, возможно, будет снято еще не скоро. Отсутствие такого ограничения по облигациям в совокупности с низкими ставками могут стимулировать выход многих регионов на облигационный рынок.

Однако даже с учетом ограничения по уровню предельной ставки кредитования обслуживание облигаций относительно доходности ОФЗ на сопоставимый срок обходится регионам дешевле, чем банковские кредиты. По расчетам АКРА, взвешенный по объему эмиссии спред купонных ставок по облигациям, размещенным в 2018-м, к доходности пятилетних ОФЗ составил 44 б. п., а средневзвешенный спред процентных ставок по кредитам, привлеченным в 2018-м теми же регионами, к двухлетним ОФЗ — 99 б. п. За истекший⁹ период 2019 года состоялось только три размещения облигаций (Якутия, Белгородская и Ярославская области), средневзвешенный срок (без учета амортизации долга) составил 6,4 года, спред ставки купона к доходности пятилетних ОФЗ — 90 б. п. Кредиты в 2019 году привлекались в среднем на срок 1,3 года, а спред к однолетним ОФЗ составил 143 б. п.

⁸ Без учета несостоявшихся закупок Республики Мордовия.

⁹ С 01.01.2019 до 12.08.2019.

Создаются благоприятные условия для размещения долгосрочных облигационных займов

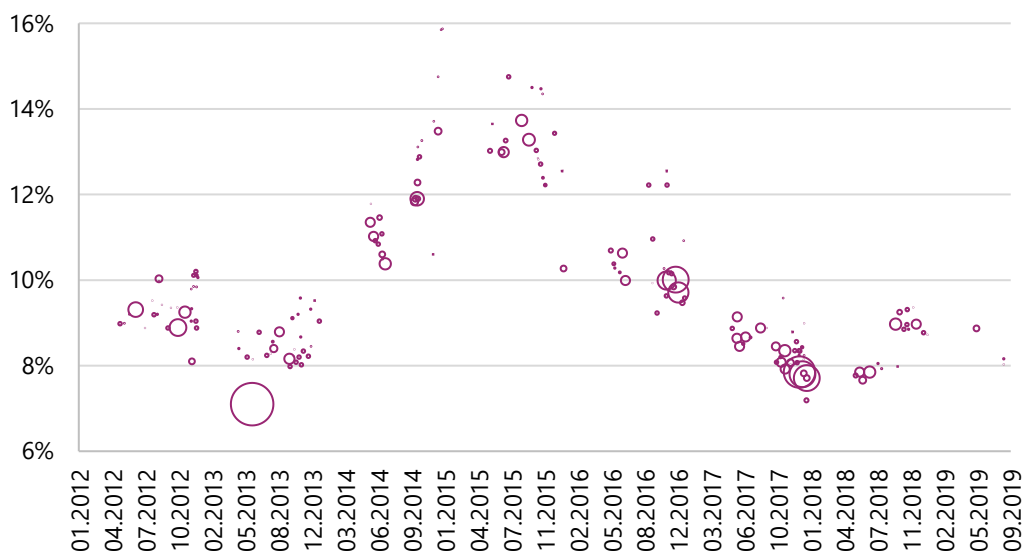
В 2018 году объем размещений облигаций субъектов РФ и муниципалитетов оказался минимальным за последние семь лет и составил лишь 94,4 млрд руб., тогда как годом ранее он был на уровне 263,9 млрд руб. Снижение предложения облигаций со стороны региональных и муниципальных органов власти обусловлено тремя факторами.

Во-первых, на фоне роста доходов бюджета снизилась потребность регионов в долгом финансировании: так, в 2018 году поступления по налогу на прибыль выросли на 576 млрд руб., что позволило регионам исполнить бюджеты с профицитом в 492 млрд руб.

Во-вторых, были реализованы инициированные федеральным правительством меры по поддержке регионов и снижению их долговой нагрузки: благодаря реструктуризации бюджетных кредитов в конце 2017 года ¹⁰ регионы в меньшей степени стали испытывать потребность в привлечении новых заимствований на рефинансирование (кроме того, они взяли на себя обязательства по снижению долговой нагрузки).

В-третьих, более высокие ставки доходности в конце 2018 года по сравнению с аналогичным периодом 2017-го привели к тому, что регионы и муниципалитеты стали менее активно предлагать рынку свои облигации, ожидая снижения ставок в будущем.

Рисунок 12. Доходности и объемы размещений* облигаций региональных и муниципальных органов власти



* Площадь кругов пропорциональна объему размещения.

Источник: cbonds.ru

В июне-июле 2019 года Банк России снизил ключевую ставку с 7,75% до 7,25% годовых. Согласно базовому сценарию макроэкономического прогноза АКРА на период с 2019 по 2023 год, ключевая ставка не изменится до конца 2020-го, а в 2021-м может быть снижена до 6,75%. В

¹⁰ Речь идет об увеличении сроков возврата данных кредитов.

Подробнее в макроэкономическом прогнозе АКРА [«Напряженность в мировой торговле может перерасти в экономический спад к концу 2019 года»](#) от 23 июля 2019 года.

пессимистичном сценарии развития российской экономики ключевая ставка в 2019–2020 годах может составить 9,25–10%, а в оптимистичном будет незначительно (на 0,25–0,5%) ниже ставки, заложенной в базовый сценарий. С учетом таких прогнозов возможная экономия на обслуживании долга за счет его рефинансирования по более низким ставкам не будет компенсировать высокие риски рефинансирования в случае реализации неблагоприятного варианта развития отечественной экономики.

Несмотря на снижение Банком России ключевой ставки и последовавшее за этим понижение ставок доходностей по облигациям, количество и объем размещений в 2019 году пока уступают показателям 2018-го. За истекший период 2019 года состоялось лишь три размещения на общую сумму 12 млрд руб., тогда как за аналогичный период 2018-го было пять размещений на 38,5 млрд руб. Сокращение регионами объемов заимствований в текущем году обусловлено ростом поступлений доходов в начале года: за пять месяцев 2019-го доходы региональных бюджетов выросли на 15% к показателю за тот же период 2018 года в основном за счет налога на прибыль.

Следует отметить, что динамика заимствований регионов по итогам первого полугодия может не быть репрезентативной в годовом контексте, поскольку для рынка субфедерального долга характерна сезонность размещений, а основное предложение облигаций традиционно смещается на период ближе к концу года. Как показывают итоги трех состоявшихся в 2019-м размещений, спрос со стороны инвесторов на данные бумаги есть: по облигациям Якутии спрос превысил предлагаемый объем к размещению в восемь раз, а по облигациям Белгородской области — в три раза (выпуски были размещены в полном объеме).¹¹

Учитывая изложенное выше, можно говорить о том, что на рынке сложились благоприятные условия для выпуска российскими регионами долгосрочных облигационных займов: спрос на такие ценные бумаги высок, а процентные ставки находятся на исторически низком уровне. При сохранении этих условий до конца 2019 года можно ожидать увеличения объемов размещений облигаций со стороны регионов ДФО, общая потребность которых в долгом финансировании в этом году превышает 100 млрд руб., а на горизонте трех лет составляет не менее 180 млрд руб. Размещение долгосрочных облигаций позволит регионам ДФО решить задачу рефинансирования бюджетных кредитов и коммерческого долга и минимизировать риск рефинансирования в будущем, а также найти источник «длинных денег» для софинансирования национальных проектов (в том числе капитальных расходов на развитие инфраструктуры).

¹¹ Данными о спросе на облигации Ярославской области АКРА не владеет.

(С) 2019

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.

Только в случае распространения информации о присвоенном кредитном рейтинге и прогнозе по кредитному рейтингу любым способом, обеспечивающим доступ к ней неограниченного круга лиц, данный кредитный рейтинг и прогноз по кредитному рейтингу входит в сферу регулирования Центрального банка Российской Федерации.

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.