

24 марта 2021

Не так страшен долг, как его краткосрочность

Практика размещения облигаций субъектами РФ

В 2021 году сохраняется потребность в рефинансировании краткосрочной части долга.....2

Краткосрочные кредиты стали самыми популярными в 2020 году.....3

Нюансы размещения облигаций и плюсы, которые можно из этого извлечь.....3

Рынок облигаций формируют опытные эмитенты, а новые участники — пока редкость.....6

— **Обратной стороной экономии на процентах для субъектов РФ стало ограничение количества источников краткосрочной ликвидности.** Взяв полугодовой бюджетный кредит вместо кредита на пополнение остатков средств, субъекты пока не могут привлечь новый транш от Федерального казначейства. При этом проблема рефинансирования не потеряла актуальности, хотя и сместилась по времени на полгода вперед.

— **Зафиксированная субъектами высокая доля краткосрочного долга повышает риски рефинансирования в секторе.** В период роста долговой нагрузки особое внимание следует уделять графику погашения. Вновь прибегнув к банковским кредитам, субъекты рискуют на год зафиксировать высокую долю краткосрочного долга, учитывая нежелание банков предоставлять долгосрочные кредиты по низкой ставке. В результате высокая доля краткосрочного долга негативно сказывается на кредитном качестве субъектов.

— **Эмитенты приспособились к особенностям размещений облигаций.** Долгосрочный рыночный инструмент, распределенный среди широкого круга инвесторов и позволяющий привлечь средства даже в начале года, — так под другим углом можно взглянуть на традиционные нюансы размещения облигаций. К подобным нюансам, как правило, относятся сложности выкупа, незарегулированная (по сравнению с кредитами) ставка и длительность процедур подготовки размещения.

— **Рынок облигаций формируют опытные эмитенты, а новые участники появляются редко.** Плановый объем размещений, заявленный на текущий год (без учета Москвы), почти в полтора раза превышает планы на 2020 год. Однако в списке субъектов, планирующих заимствования, преобладают постоянные участники рынка, а новые эмитенты — пока исключение.

Елена Анисимова

Старший директор —
руководитель группы
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

В 2021 году сохраняется потребность в рефинансировании краткосрочной части долга

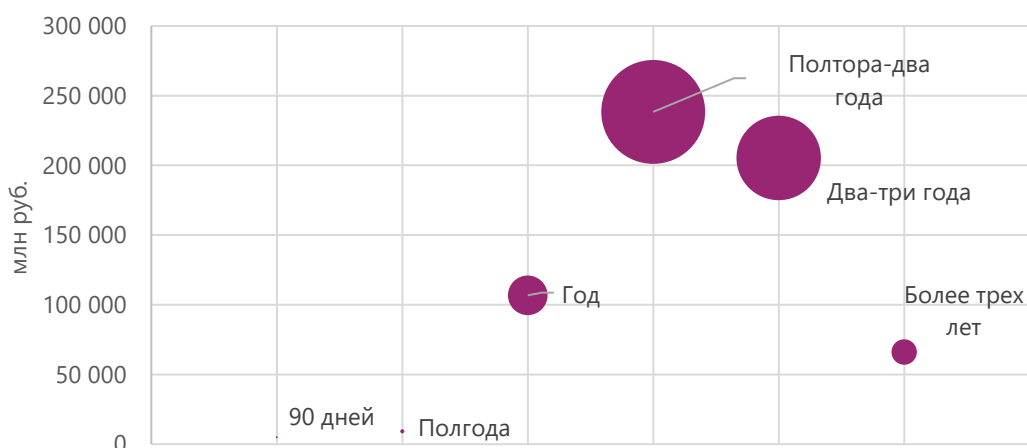
Подробнее см. в аналитических комментариях АКРА [«Долг вдолгую: что делать с рекордным ростом долговой нагрузки регионов?»](#) от 2 февраля 2021 года и [«Рефинансирование казначейских кредитов бюджетными: кто и сколько экономит»](#) от 30 ноября 2020 года.

Рост долга субъектов РФ в 2020 году за счет бюджетных кредитов и облигаций нельзя назвать типичной для последних лет ситуацией. Хотя мера по рефинансированию кредитов в целях пополнения остатков средств бюджетными кредитами в объеме более 200 млрд руб. оказалась своевременной и помогла субъектам сократить расходы на обслуживание госдолга, в июле эти средства им предстоит вернуть. Кроме того, как следует из проекта постановления Правительства РФ¹, для субъектов получение бюджетного кредита от Федерального казначейства будет возможным только после погашения бюджетного кредита, полученного в 2020 году (лимит, установленный Казначейством в 2021-м, превышает прошлогодний).

На первое марта текущего года, по данным Федерального казначейства, субъектам было выдано всего семь бюджетных кредитов на 17,6 млрд руб., тогда как годом ранее — 32 кредита на 106,4 млрд руб. В результате субъекты смогли выиграть от снижения процентных расходов, оставшись при этом без источника краткосрочной ликвидности. На сегодняшний день они по-прежнему испытывают потребность в рефинансировании, хотя по срокам это отодвинулось на полгода вперед.

Есть основания полагать, что рефинансирование данных средств традиционно будет осуществлено большей частью с привлечением банковских кредитов и последующей заменой их на кредиты Управления Федерального казначейства (УФК). И логика такого решения понятна: кредиты — доступный и известный субъектам РФ инструмент. Тем не менее, закупки кредитных ресурсов не всегда завершаются заключением договоров, и в последние два года это наблюдается все чаще. Так, за 2020 год субъекты почти 700 раз безрезультатно выходили на закупку кредитных ресурсов или отменяли объявленные ранее закупки, а объем несостоявшихся закупок превышает полтриллиона рублей. Подобный механизм привлечения ликвидности сложно назвать эффективным.

Рисунок 1. Среди несостоявшихся в 2020 году закупок преобладают закупки кредитных ресурсов сроком от полутора до трех лет*



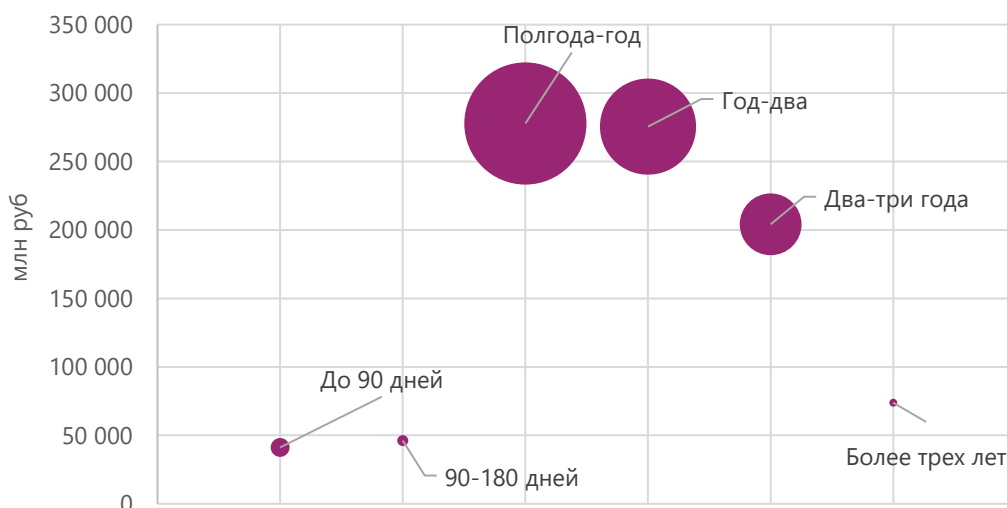
* Диаметр окружностей соответствует количеству несостоявшихся закупок.
Источник: Cbonds, расчеты АКРА

¹ «О внесении изменений в пункт 1(1) Правил предоставления субъектам Российской Федерации (муниципальным образованиям) бюджетных кредитов на пополнение остатков средств на счете бюджета, утвержденных постановлением Правительства Российской Федерации от 20 августа 2013 г. № 721».

Краткосрочные кредиты стали самыми популярными в 2020 году

Наиболее популярный срок кредитования в 2020 году, исходя из состоявшихся закупок, составил от шести месяцев до двух лет. По мнению АКРА, причиной нежелания предоставлять субъектам более долгосрочные кредиты были низкие ставки, дополнительно зарегулированные для тех субъектов, которые участвуют в программе реструктуризации бюджетных кредитов.

Рисунок 2. Наиболее частый срок кредитования в 2020 году составил от шести месяцев до двух лет *



* Диаметр окружностей соответствует количеству состоявшихся закупок.

Источник: Cbonds, расчеты АКРА

Нарастание доли краткосрочного долга в период, когда субъекты вынуждены увеличивать долговую нагрузку, — довольно опасное явление, способное отразиться на их кредитоспособности.

Помимо срочности в кредитах есть еще один недостаток, вытекающий из зарегулированной ставки. Данный рынок является рынком одного кредитора: на первое января 2021 года 85% кредитов, выданных субъектам РФ и муниципальным образованиям, было выдано Сбербанком. Среди других банков никто не кредитует более 2% рынка.

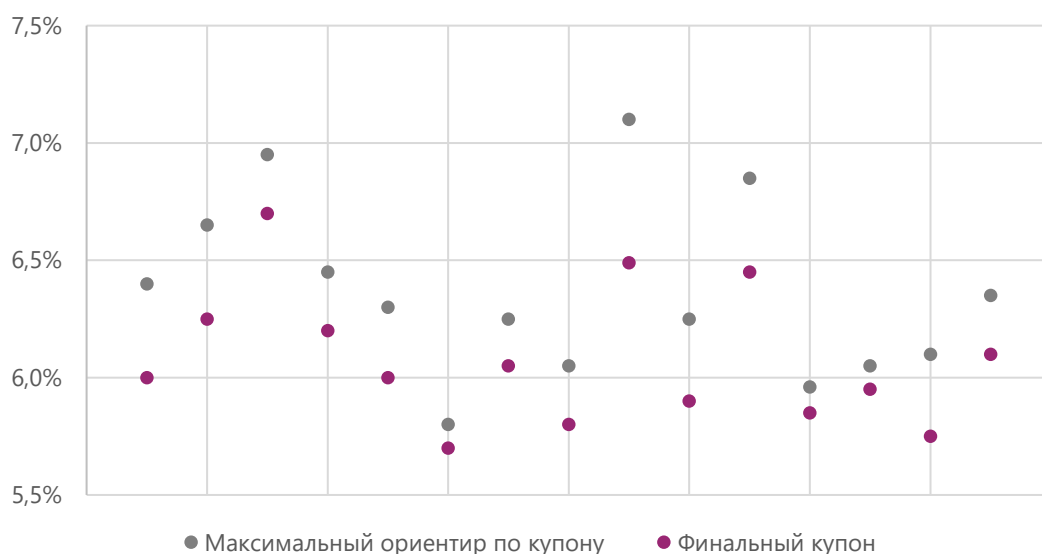
Нюансы размещения облигаций и плюсы, которые можно из этого извлечь

Если рефинансировать упомянутые выше кредиты за счет облигаций, то субъекты могут столкнуться с тремя нюансами при размещении займов: это существенный срок подготовки документации, невозможность погасить облигации ранее установленного срока и незарегулированная (то есть рыночная) ставка. Последнее порождает рыночный спрос и становится положительным фактором для эмитента: бумаги не уходят единственному инвестору, а в процессе размещения ставка снижается по мере роста интереса к бумагам со стороны инвесторов. На закупку кредитов же зачастую приходит единственный участник, поэтому снизить ставку кредитования в таких случаях невозможно.

В размещениях облигаций участвуют не только банки, но и коллективные инвесторы: инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды. Они приобретают порядка трети выпущенных субъектами облигаций, оставшаяся часть приходится на банки и лишь половина этого объема — на Сбербанк, доля которого составляет около трети по обращающимся выпускам по сравнению с 85%-ной долей рынка кредитования.

Приведем примеры снижения ставки в процессе размещения: ориентир ставки купона по облигациям Ярославской области серии 35018 был установлен на уровне 6,3–6,4% годовых, но в процессе размещения снизился до 6%; Ульяновской области (34003) — с 6,45–6,65% годовых до 6,25%; Томской области (35067) — с 6,95% годовых до 6,7% и т. д.

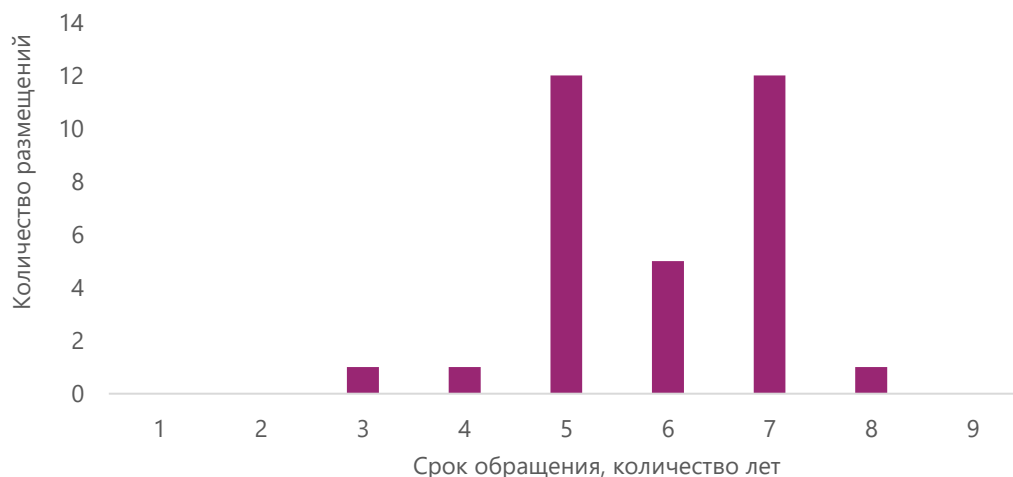
Рисунок 3. Снижение ставки купона некоторых размещений в 2020 году



Источник: Cbonds, расчеты АКРА

Облигации в отличие от кредитов позволяют эмитенту привлечь средства на более длительный срок, даже несмотря на применяющуюся в каждом выпуске амортизационную структуру. В 2020 году наиболее популярными с точки зрения размещений были облигации со сроками обращения пять и семь лет.

Рисунок 4. Частота распределений размещений по срокам обращения в 2020 году



Источник: Cbonds, расчеты АКРА

В 2020 году возможностью привлечь средства на длительный срок воспользовались как традиционные участники этого рынка (Санкт-Петербург, Московская, Новосибирская, Белгородская, Свердловская области и другие), так и новые игроки (Челябинская область), а также эмитенты, давно не размещавшие облигации (Башкортостан, Омская область, Краснодар и Красноярск).

Рынок облигаций является публичным, здесь действия эмитента формируют его публичную кредитную историю и репутацию, а также могут влиять на весь небольшой сегмент рынка субфедеральных и муниципальных облигаций. Субъекты, имеющие долгую историю взаимоотношений с инвесторами, в полной мере осознают это.

Вопрос длительности процедур разработки эмиссионной документации решается субъектами по-разному. Многие из них не спешат размещать облигации в первом полугодии и делают это ближе к концу года, успевая понять потребность в финансировании и проработать документы. Для субъекта это довольно удобно, но создает излишнюю концентрацию размещений в секторе под конец года.

Некоторые субъекты размещают в конце года лишь часть займа, а оставшуюся часть могут разместить в следующем году, имея в результате источник ликвидности в любой момент следующего года. Например, в 2020 году доразмещения ранее «распакованных» займов провели Новосибирская область и Санкт-Петербург, который доразметил облигации, прошедшие первичное размещение довольно давно (в 2017 году).

Особенностью таких доразмещений является отличие цены размещения от 100% номинала, поскольку купонная ставка фиксируется в момент размещения. Например, Новосибирская область доразместила облигации по цене 97,8% от номинала, а Санкт-Петербург — по цене 103,2% от номинала.

В 2020 году свои облигационные займы частично разместили Санкт-Петербург, Удмуртия, Челябинская область, и теперь в первой половине 2021 года они смогут при необходимости их оперативно доразместить.

Ситуация с невозможностью погашения облигаций ранее срока, установленного при размещении, неоднозначна. С одной стороны, субъект может при необходимости выкупить облигации с рынка: это выгодно, если ставка купона по размещенным ранее облигациям выше рыночной, что дает субъекту возможность заместить дорогой долг более дешевым. С другой стороны, очевидна проблематичность выкупа на рынке бумаг по цене размещения (как правило, субъекты размещают облигации по цене 100% от номинала), а сама операция по выкупу облигаций по цене, превышающей цену размещения, может вызывать вопросы.

Чаще всего субъекты оставляют такие займы в обращении, а в случае появления свободной ликвидности пытаются компенсировать высокую ставку по займу путем размещения свободных денежных средств на депозитах (актуально для тех субъектов, кому подобное разрешено законодательством).

Выходом из ситуации может показаться размещение облигаций с плавающей ставкой, однако это может обернуться ростом процентной ставки в период ужесточения Банком России денежно-кредитной политики и снизить прогнозируемость расходов на обслуживание долга. Данный подход трудно реализовать в рамках текущего бюджетного процесса.

Несмотря на повышение Банком России ключевой ставки и ожидания ее дальнейшего роста, пока процентные ставки остаются на очень комфортном уровне. Следовательно, проблему увеличения доли краткосрочного долга субъекты могут решить благодаря использованию долговых обязательств с длинным сроком до погашения. Это актуально для многих субъектов, часто привлекающих банковский долг срочностью один–два года: для Магаданской, Новгородской, Мурманской и Рязанской областей, а также для привлекшего краткосрочные кредиты Пермского края. И этот список субъектов далеко не полный.

Рынок облигаций формируют опытные эмитенты, а новые участники — пока редкость

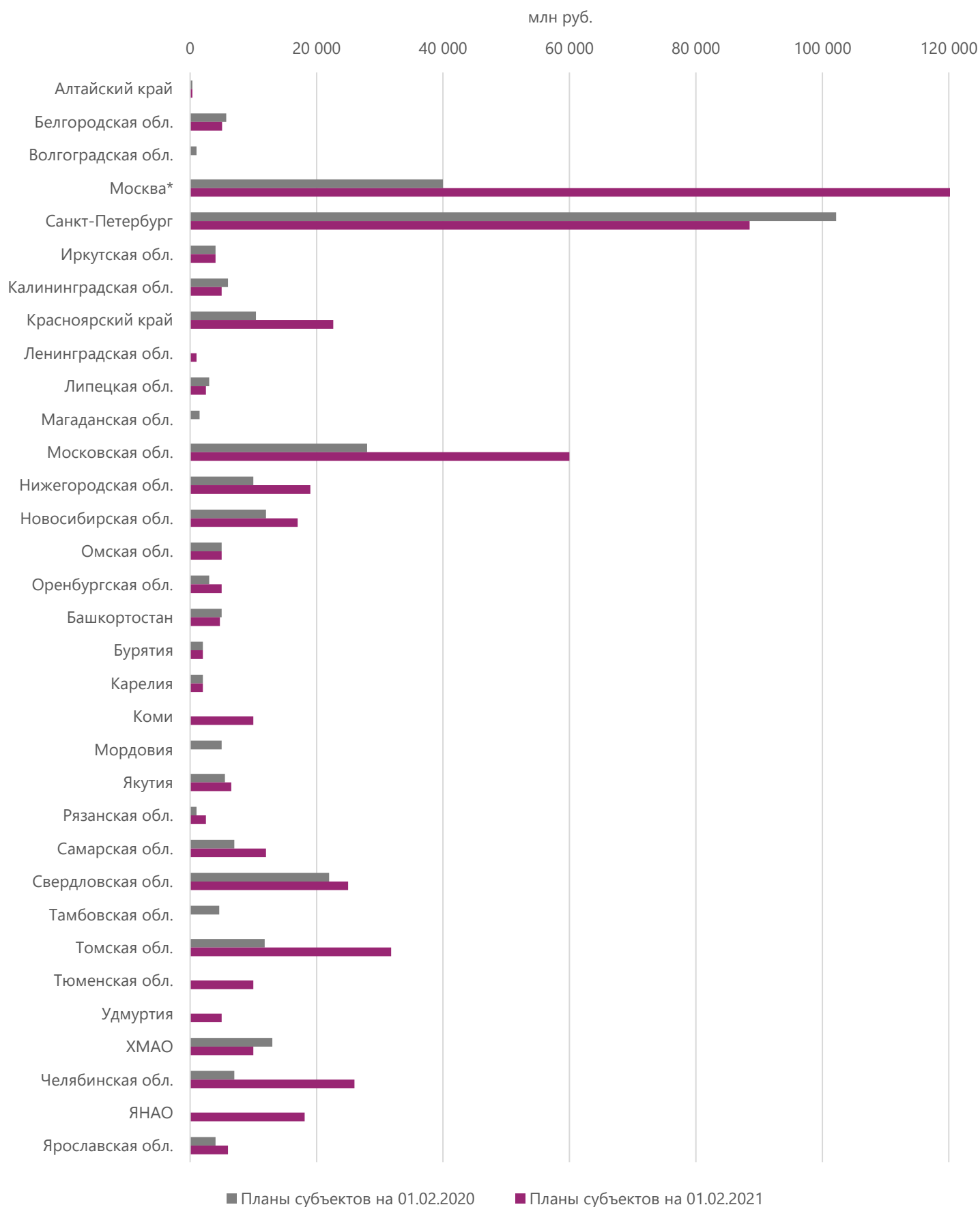
По состоянию на первое февраля на рынок облигаций в текущем году планируют выйти 29 субъектов (включая Москву) против 28 субъектов годом ранее. Плановый объем размещений без учета Москвы составляет 406 млрд руб., тогда как на первое февраля 2020-го субъекты планировали разместить облигации на сумму 282 млрд руб. (без учета Москвы). Среди субъектов, очень давно не выходящих на рынок заимствований, но запланировавших размещение в 2021-м, можно отметить Ленинградскую область. Кроме того, на этот рынок планируют выйти Республика Коми и ЯНАО, не размещавшие облигации в течение нескольких лет.

На фоне низких ставок в 2021 году АКРА ожидает максимально возможное количество размещений. Это сведет на нет проблему рефинансирования долга и в некоторых случаях улучшит кредитное качество субъектов, поскольку при увеличении объема долга важно не допустить появления рисков рефинансирования.

Долговая политика субъектов должна быть ориентирована на долгосрочные рыночные инструменты с плавным графиком погашения, в противном случае они продолжат зависеть от крупнейшего кредитора, а неэффективность закупок сохранится. Кроме того, большой объем единовременных погашений (а у субъектов нет иных источников погашения долга, кроме как рефинансирование) будет приводить к неустойчивости кредитного качества многих субъектов, не уделяющих должного внимания проблеме краткосрочного долга.

Возможным выходом из ситуации с рефинансированием долга могла бы стать дальнейшая долгосрочная реструктуризация кредитов, выданных субъектам в декабре 2020 года. Однако информацией о подобных инициативах АКРА не располагает.

Рисунок 5. Планы субъектов по размещению облигаций



* План заимствований Москвы составляет 396 млрд руб.
 Источник: Федеральное казначейство, расчеты АКРА

(С) 2021

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.