

**ДМИТРИЙ КУЛИКОВ**

Директор, группа суверенных  
и региональных рейтингов  
+7 (495) 139 04 92  
dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

**ВАЛЕРИЙ ПИВЕНЬ**

Старший директор — руководитель  
группы рейтингов финансовых  
институтов  
+7 (495) 139 04 93  
valeriy.piven@acra-ratings.ru

**ЛАРИСА ЛОЗНОВА**

Управляющий директор —  
руководитель международной  
практики рейтингов нефинансовых  
компаний  
+7 (495) 139 04 80, доб. 171  
larissa.loznova@acra-ratings.ru

**ЕЛЕНА АНИСИМОВА**

Старший директор — руководитель  
группы суверенных и региональных  
рейтингов  
+7 (495) 139 04 86  
elena.anisimova@acra-ratings.ru

**ТИМУР ИСКАНДАРОВ**

Старший директор — руководитель  
группы рейтингов проектного  
и структурированного  
финансирования  
+7 (495) 139 04 94  
timur.iskandarov@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

**СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА**

Заместитель директора по внешним  
коммуникациям  
+7 (495) 139 04 80, доб. 169  
svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК | РОССИЯ

## ПОТЕНЦИАЛ ДОЛГОВОГО РЫНКА РФ

### Прогноз размещения облигаций на российском рынке в 2022 году

**Российский долговой рынок в условиях экономических и финансовых ограничений.** В настоящий момент российский облигационный рынок находится в состоянии стресса, который вызван очень высоким уровнем экономической неопределенности. На деятельность многих российских компаний влияет глубокий пересмотр прогнозов в отношении потенциальных рынков сбыта ключевых российских экспортных товаров, необходимость поиска новых поставщиков оборудования и комплектующих, реализация процентного риска, угроза потери высококвалифицированного персонала, риски в сфере использования лицензируемого программного обеспечения, возможные изменения в регулировании и налогообложении деятельности и ряд других факторов.

Перспективы рынка облигаций напрямую связаны с перспективами российской экономики в целом. Несмотря на высокую степень неопределенности, отдельные элементы будущих изменений уже просматриваются.

- Процесс снижения ключевой ставки может продолжиться в 2022–2023 годах, что существенно простимулирует краткосрочные рыночные заимствования. Ориентир для ключевой ставки в среднесрочной перспективе — так называемый нейтральный уровень, — по расчетам АКРА, составляет порядка 7,5–8,5%. Условие достижения такого уровня — отсутствие новых шоков, ставящих под угрозу финансовую стабильность крупнейших компаний рынка. Срок выхода на нейтральный уровень при позитивном развитии событий — 2023 год.
- Маловероятно, что Минфин РФ будет играть важную роль в формировании кривой доходности на первичном долговом рынке (по крайней мере по большинству сроков), так как подавляющая часть расходов федерального

бюджета будет финансироваться за счет текущих доходов с использованием накопленных ликвидных рублевых остатков.

- Появление новых барьеров для внешнего финансирования компаний в очередной раз увеличит роль внутренних заимствований во всех возможных формах, включая облигации.

Тем не менее для каждого сегмента рынка актуальны индивидуальные особенности, влияющие на перспективы размещений.

Рисунок 1. Объем (по непогашенному номиналу) отдельных сегментов российского облигационного рынка (на 01.06.2022), млрд руб.



\* Исключая нефтегазовый сектор, оборудование и услуги в нефтегазовом секторе.

\*\* Включая оборудование и услуги.

Источник: Sbonds, расчеты АКРА

**Финансовые институты: достаточный объем ликвидности.** За пять месяцев текущего года объем размещения банковских облигаций оказался кратно ниже показателя за аналогичный период предыдущего года. Однако потребность кредитных организаций в финансировании операций через эмиссию ограничена. Даже в условиях снижения Банком России ключевой ставки банковская система обладает достаточным объемом ликвидности для обеспечения потребностей в кредитовании внутреннего рынка.

Прежде всего АКРА отмечает, что замедление темпов кредитования при восстановлении объемов привлеченных клиентских средств ведет к избытку свободной ликвидности. Данный избыток может быть в первую очередь использован для наращивания активов при условии восстановления заинтересованности со стороны заемщиков.

Кроме того, прогноз по дальнейшему снижению ключевой ставки ЦБ РФ снижает интерес банков к привлечению средств на длительный срок, а риски ухудшения кредитоспособности российских банков в условиях макроэкономического спада ослабляют интерес потенциальных инвесторов.

Этот же фактор, скорее всего, приведет к стагнации в секторе субординированного долга — нельзя исключать, что основным источником нового капитала для банков станет государство.

По мнению АКРА, обозначенные выше факторы не будут способствовать активному использованию банками облигаций как инструмента пополнения ресурсной базы.

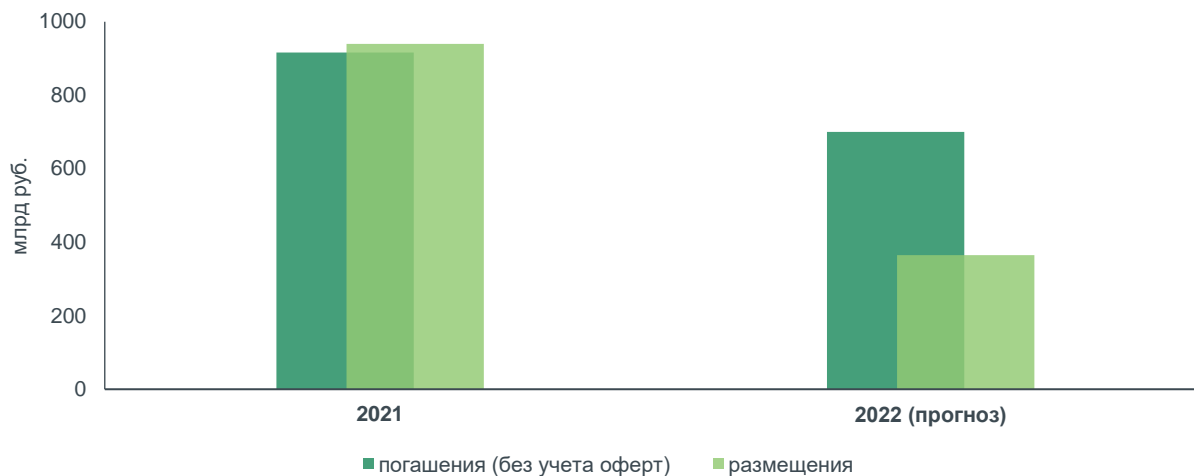
Среди кредитных организаций, столкнувшихся с проблемами при осуществлении выплат по еврооблигациям, обсуждается идея конвертации долга в иные инструменты, позволяющие эмитентам избежать ограничений при осуществлении выплат. Однако АКРА не ожидает, что использование таких инструментов получит массовое распространение.

В лизинговой отрасли возможна активизация размещений в сегменте малых и средних предприятий. Определенный дефицит оборудования может привести к повышению спроса на услуги лизинга и к росту стоимости имущества, передаваемого в лизинг. Этот аспект, а также возможные риски изменения условий по заключенным лизинговым контрактам могут стать причинами роста интереса лизинговой отрасли к эмиссии облигаций. Необходимо отметить, что такие выпуски также не окажут значимого влияния на совокупный объем облигационного рынка в силу небольшой доли лизинговой отрасли в совокупном объеме долгового рынка.

**Корпоративные заемщики: разместятся только крупнейшие.** За пять месяцев 2022 года объем размещения облигаций нефинансовых компаний составил 170 млрд руб., что почти вдвое меньше показателя за аналогичный период 2021 года (330 млрд руб.).

Негативно на объем размещений повлияли прежде всего высокий уровень ставок и неопределенность перспектив в ряде отраслей нефинансового сектора. В 2021 году объем погашения облигаций корпоративных заемщиков (без учета погашений по офертам) составил 916 млрд руб., а объем размещений превысил 940 млрд руб. В 2022-м компаниям нефинансового сектора предстоит погасить около 700 млрд руб. Тем не менее АКРА ожидает, что в текущей ситуации компании будут отдавать предпочтение краткосрочному банковскому финансированию, что, по мнению Агентства, приведет к снижению объема размещений облигаций в нефинансовом секторе до 360–370 млрд руб. по итогам 2022 года.

Рисунок 2. В 2022 году объем размещений в нефинансовом секторе может сократиться более чем вдвое



Источник: Cbonds, расчеты АКРА

Сезонный рост заимствований наблюдался в мае. АКРА ожидает, что при сохранении текущей ситуации и на фоне снижения ставки Банка России до 11% годовых, возвращение на рынок ряда крупных корпоративных заемщиков может произойти летом. Так как крупные заемщики в целом менее чувствительны к росту стоимости заимствований, то стагнация или сжатие облигационного рынка, скорее всего, может произойти из-за вероятного оттока мелких и средних заемщиков, а также новых перспективных участников рынка. Последние более восприимчивы к стоимости заимствований, кроме того, на фоне пересмотра планов развития и возможного сокращения или отказа от реализации ряда проектов и сокращения потребностей в финансировании капитальных затрат необходимость выхода на облигационный рынок для них может отпасть.

**Регионы: потребности в рефинансировании будут удовлетворены за счет бюджетных кредитов.** Первая половина года традиционно является периодом затишья на рынке облигаций регионов и муниципальных образований (далее — МО), размещения происходят довольно редко. В этом году регионы и МО пока не выходили на облигационный рынок по причине отсутствия потребности в ликвидности в начале года, а также ввиду высоких ставок.

В текущем году регионы (без учета МО) планировали разместить облигаций на сумму порядка 550 млрд руб. (290 млрд руб. без учета Москвы) для рефинансирования заимствований и финансирования дефицита бюджета. Однако в настоящее время заявлено о программе рефинансирования коммерческого долга (как облигаций, так и банковских кредитов) за счет бюджетных кредитов в размере 420 млрд руб. для субъектов с уровнем расчетной бюджетной обеспеченности менее 1,5. В таком случае потенциальный объем размещений снизится примерно до 390 млрд руб. (130 млрд руб. без учета Москвы).

Однако на текущий момент эти цифры не являются показательными. Во-первых, понимание того, каковы потребности субъектов в финансировании, приходит ближе к концу года, кроме того, они не могут размещать облигации впрок. Во-вторых, в настоящий момент нельзя сказать, насколько экономический кризис затронет бюджеты субъектов в этом году. С учетом снижения ставки рефинансирования облигационный рынок можно рассматривать как вариант привлечения средств для финансирования дефицита бюджета.

**Структурированное финансирование: развитие возможно.** Рынок структурированного финансирования (далее — СФ) переживает спад активности еще с середины 2021 года из-за постепенного увеличения ключевой ставки на протяжении прошлого года. Поскольку основная масса размещений инструментов СФ традиционно осуществляется в четвертом квартале, многие игроки рынка не сумели накопить достаточные по объему портфели кредитов, средняя ставка по которым позволила бы обеспечить денежный поток, необходимый для обслуживания выпусков инструментов секьюритизации с сохранением приемлемого уровня субординации. Так, несмотря на то что показатели рынка по итогам года были в целом положительными (объем реализованных сделок многотраншевой секьюритизации превысил 45 млрд руб.), многие транзакции были отложены или вовсе отменены<sup>1</sup>. Резкое повышение ключевой ставки в феврале текущего года стало дополнительным фактором стресса для рынка секьюритизации и только усилило существующие тенденции временного спада на рынке. Общее снижение объемов кредитования из-за повышенных ставок ограничивает интенсивность накопления портфелей, доступных для секьюритизации, а параллельное повышение купонных ставок на долгом рынке де-факто заблокировало возможности размещения структурированных облигаций.

В то же время в настоящий момент АКРА ожидает некоторый рост активности в СФ по следующим причинам:

- уровень ключевой ставки Банка России в размере 11% годовых является максимальной границей диапазона, в рамках которого возможно активное функционирование рынка секьюритизации. Сохранение тенденции к понижению ставок будет способствовать росту объемов секьюритизируемых активов;
- в сложившихся экономических условиях некоторые финансовые организации потеряли как минимум часть доступных им ранее источников фондирования. Секьюритизация, в свою очередь, является эффективным способом преодоления дефицита ликвидности, а также диверсификации источников финансирования. При этом наибольший эффект достигается, если секьюритизация поставлена на поток, т. е. сделки осуществляются на периодической основе по мере накопления кредитных портфелей;
- инструменты СФ, которые по определению обеспечены активами, являются надежным направлением средне- и долгосрочного инвестирования, особенно в условиях экономической турбулентности, — дефолтов по инструментам секьюритизации на российском рынке не было за всю историю существования этого сегмента, то есть начиная с 2005 года;
- в настоящее время активно ведется обсуждение возможных регуляторных послаблений для инструментов секьюритизации, участниками которого являются наиболее активные игроки данного сегмента рынка, включая российские рейтинговые агентства. Введение таких послаблений позволит создать благоприятные условия для полноценного развития рынка секьюритизации, прежде всего неипотечной, с перспективой существенного роста объемов и количества выпусков таких инструментов в ближайшие годы.

АКРА ожидает реализацию двух–трех сделок многотраншевой секьюритизации объемом до 10–15 млрд руб. в четвертом квартале текущего года–первом квартале 2023–го при условии сохранения ключевой ставки на уровне, не превышающем 10–11% годовых.

---

<sup>1</sup> По данным АКРА, свыше 70 млрд руб.

(С) 2022

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](http://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](http://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.