

14 февраля 2017

В 2016 году бюджетные кредиты помогли рефинансировать долги перед банками .....2

В ближайшие три года доля рыночных кредитов вновь возрастет.....3

Регионы испытывают постоянный дефицит ликвидности.....4

Облигации предпочтительнее кредитов.....5

Расходы на обслуживание долга можно снизить на 2–3% в год.....7

Елена Анисимова

Старший аналитик, группа суверенных и региональных рейтингов

+7 (495) 139-0486

elena.anisimova@acra-ratings.ru

Наталья Порохова

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

## Долговая стратегия российских регионов: выбор в пользу облигаций

Анализ структуры долга российских регионов

- **Впервые за пять лет бюджетные кредиты были направлены на рефинансирование долгов, а не на финансирование дефицитов бюджетов.** На конец 2016 года (впервые с 2011-го) задолженность регионов перед банками стала меньше, чем задолженность перед федеральным бюджетом. Совокупный банковский долг регионов снизился на 157 млрд руб. При этом не все регионы заместили рыночный долг бюджетным. К ним, в частности, относятся регионы с неустойчивым финансовым положением.
- **В 2017 году будет возвращено больше бюджетных кредитов, чем выдано.** График погашения бюджетных кредитов в текущем году на 20–30 млрд руб. превышает их дополнительный объем в федеральном бюджете. Обратное рефинансирование и необходимость финансировать дефициты вновь изменят структуру госдолга регионов. К концу 2019 года доля рыночного долга в структуре заимствований может составить 80%.
- **Краткосрочные кредиты Федерального казначейства не снизили потребность регионов в банковских кредитах.** В 2014–2016 годах обороты по погашению и привлечению долга в течение одного года составляли порядка одного триллиона рублей. Сезонность расходов, а также недоступность казначейских кредитов в декабре создавали в конце каждого года повышенный спрос на кредитные ресурсы банков.
- **Объем размещений облигаций регионами в период с 2017 по 2019 год может вырасти вдвое.** Потенциальный объем размещений облигаций регионами для рефинансирования банковского долга и бюджетных кредитов с 2017 по 2019 год составит до 250–300 млрд руб. в год. Облигации предпочтительнее банковских кредитов: даже наиболее закредитованным регионам более длинные долговые бумаги обходятся дешевле коротких банковских займов. Потенциальная экономия при размещении облигаций по сравнению с получением банковского кредита в указанный период (2017–2019) составит 2–3% от стоимости обслуживания долга в год.

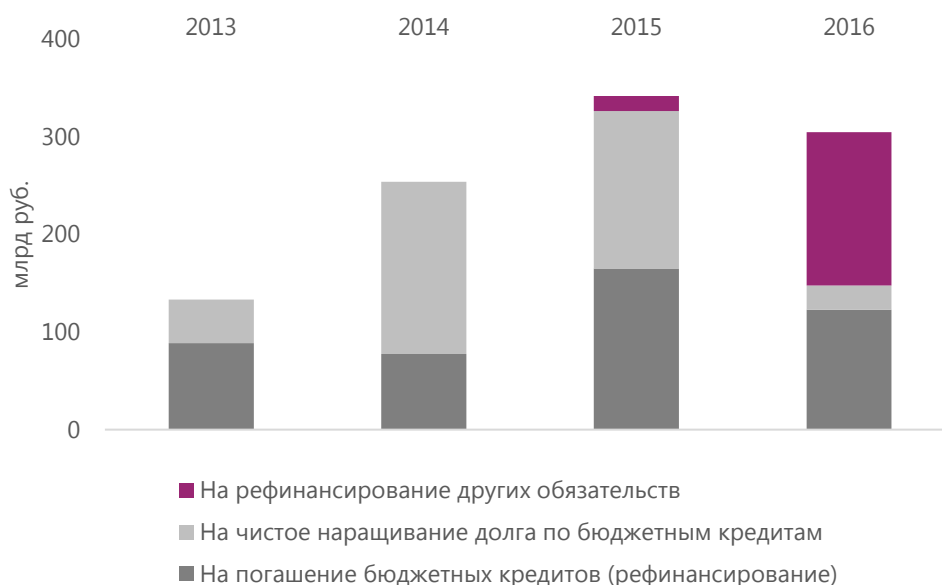
## В 2016 году бюджетные кредиты помогли рефинансировать долги перед банками

*Бюджетный кредит выдается регионам под ставку 0,1% годовых на срок до пяти лет.*

*Дефицит субъектов по итогам 12 месяцев 2016 года составил 2 млрд рублей.*

С 2014 по 2016 год объемы предоставляемых бюджетных кредитов интенсивно росли. Накопленный эффект и достигнутый в прошлом году низкий совокупный дефицит по неконсолидированным бюджетам регионов позволили регионам изменить структуру долга. На конец 2016 года объем задолженности регионов перед федеральным бюджетом впервые с 2011 года превысил объем задолженности перед банками. За 2016 год бюджетный долг вырос почти на четверть, банковский снизился на 16%. То есть в целом по бюджетной системе в минувшем году дефицит финансировался за счет бюджетных кредитов, а банковские кредиты частично погашались.

**Рисунок 1. Бюджетные кредиты стали использоваться на рефинансирование рыночного долга**



Источник: Минфин, ЦБ РФ, расчеты АКРА

Ранее, с 2014 года, когда объем предоставленных бюджетных кредитов вырос почти в два раза, они использовались региональными властями не столько на замещение рыночного долга, сколько на финансирование текущего дефицита и, как следствие, на прирост данного вида обязательства при росте рыночных заимствований. По оценке АКРА, с 2014 по 2015 год доля бюджетных кредитов, потраченных на прирост этого обязательства, составляла порядка 50%.

Оставшаяся доля тратилась преимущественно на рефинансирование ранее выданных бюджетных кредитов: объем кредитов, погашенных федеральному бюджету в указанный период, приблизительно равен разнице между выделенными бюджетными кредитами и приростом долга по ним. В 2015 году, по оценке АКРА, на рефинансирование рыночных заимствований было потрачено 15 млрд руб. бюджетных кредитов, а по итогам прошлого года объем замещения составил порядка 150 млрд руб.

Несмотря на то что в целом по бюджетной системе в 2016 году наблюдалось замещение рыночного долга бюджетными кредитами, отдельные регионы не смогли или не захотели использовать эту возможность: они нарастили рыночный долг, одновременно снизив бюджетный.

Среди них есть регионы, финансовое состояние которых не способствует наращиванию дорогого долга. Например, Тамбовская, Псковская, Кировская, Ульяновская области, Пермский край (предоставлявший до 2016 года предприятиям максимальные льготы по налогу на прибыль и в двадцать раз нарастивший объем бюджетных кредитов с 2013 по 2015 год), республики Бурятия, Коми, Хакасия, Еврейская АО.

### **В ближайшие три года доля рыночных кредитов вновь возрастет**

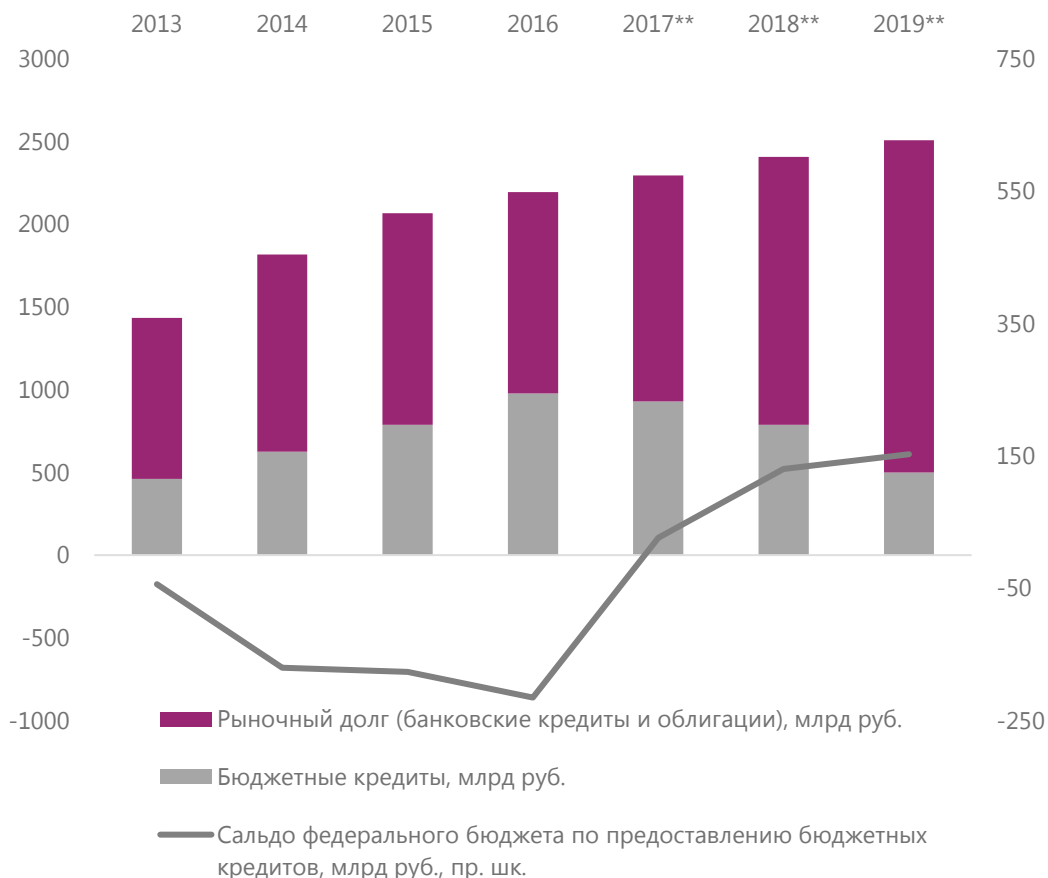
Структура регионального долга претерпит обратные изменения (доля рыночных заимствований будет нарастать), если выданные ранее бюджетные кредиты не будут реструктурированы (продолжены в результате заключения дополнительного соглашения). При внесении проекта закона о Федеральном бюджете в Госдуму рефинансирование (продолжение), по-видимому, не предусматривалось.

Федеральный бюджет в 2013–2016 годах предусматривал предоставление бюджетных кредитов на три года. Сопоставление сведений об объеме и сроках погашения бюджетных кредитов, предоставленных с 2013 по 2016 год и предоставляемых с 2017 по 2019 год, позволяет оценить объемы их замещения рыночными заимствованиями в условиях умеренного роста дефицита (см. Рисунок 2).

Несмотря на то что текущая версия закона «О федеральном бюджете на 2017 год и на плановый период 2018 и 2019 годов» не содержит сведений об объеме бюджетных кредитов, подлежащих погашению в 2017–2019 годах, сальдо источников получения и погашения бюджетных кредитов (возвращено минус выдано), по оценке АКРА, будет положительным уже в нынешнем году. Это подтверждают и данные Госдумы по результатам первого чтения закона о федеральном бюджете. А значит, в 2017 году регионы погасят центру больше кредитов, чем получат. Логично, если учесть, что в текущем году на выдачу кредитов было предусмотрено 200 млрд руб., а к погашению будет предъявлено кредитов в сумме примерно 230–240 млрд руб. (выданных три года назад, в 2014-м). В дальнейшем сальдо достигнет порядка 130 млрд руб. (2018 год) и 150 млрд руб. (2019 год).

Реструктуризация бюджетных кредитов Бюджетным кодексом не запрещена и сроками не ограничена. Например, в 2015 году были продлены выданные в 2011 году бюджетные кредиты на строительство и содержание автомобильных дорог в общей сумме 50 млрд руб. После этого период их погашения изменился на 2025–2034 годы.

Рисунок 2. Регионы будут рефинансировать бюджетный долг\*



\*Данные без учета долга Москвы

\*\* Оценка АКРА

Источник: Минфин, ЦБ РФ, Федеральное казначейство, расчеты АКРА

Возврат бюджетных кредитов — один из источников финансирования дефицита федерального бюджета. И если федеральный бюджет сможет отказаться от такого источника объемом 250–300 млрд руб. в год, резкого нарастания доли рыночных заимствований может не произойти.

### Регионы испытывают постоянный дефицит ликвидности

С 2014 года субъектам РФ доступен предоставляемый УФК кредит на пополнение остатков средств на счетах — инструмент пополнения краткосрочной ликвидности. Ранее для закрытия кассового разрыва регионы прибегали к краткосрочным банковским кредитам.

Кредит УФК, являясь практически бесплатным, имеет ряд ограничений. Например, вернуть его необходимо не позднее 25 ноября текущего года. Но именно на конец года традиционно приходится значительная доля бюджетных расходов регионов. Поэтому в декабре они интенсивнее всего занимают в долг у банков: среднемесечное привлечение в январе–ноябре с 2012 по 2016 год составляет 54 млрд руб., а в декабре этого же периода — 247 млрд руб. В 2015–2016 годах, когда использовалось максимальное количество кредитов УФК, ситуация существенно не менялась: в декабре было привлечено 200 и 259 млрд руб. соответственно.

УФК — Управление  
Федерального казначейства.

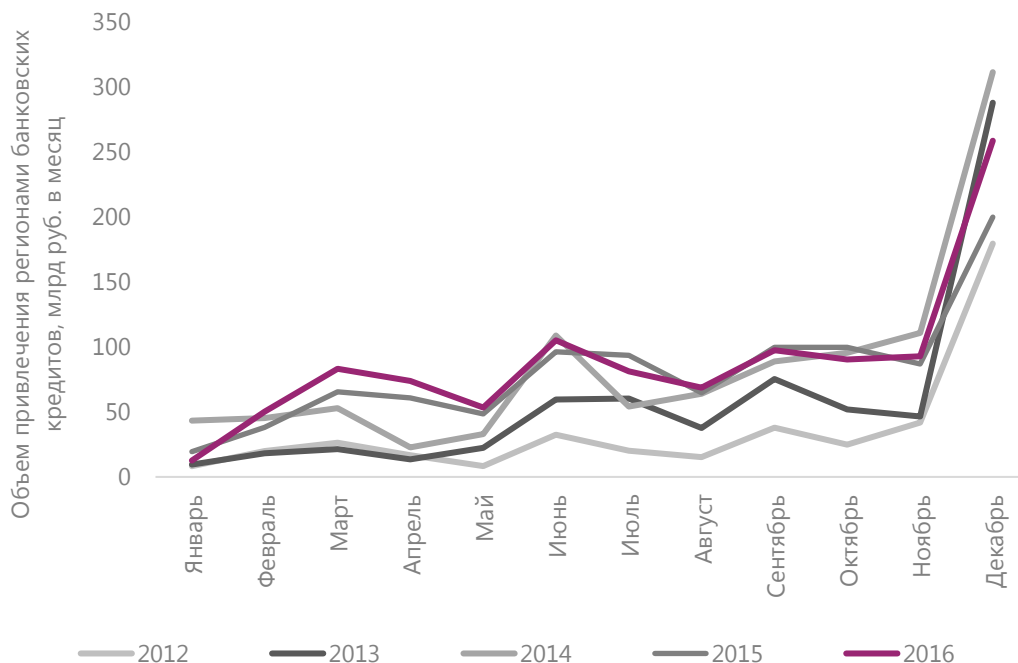
Кредит УФК:

В условиях предоставления –  
отсутствие депозитов.

Размер — не более 1/12  
доходов бюджета субъекта  
за вычетом целевых  
трансфертов.

Срок — 50 дней.

Рисунок 3. Для регионов декабрь — сезон банковских заимствований



Источник: Федеральное казначейство, расчеты АКРА

Решение предоставлять регионам короткие казначейские кредиты, вероятно, удержало обороты по привлечению и погашению краткосрочных банковских кредитов от продолжавшегося с 2013 года взрывного роста, однако не снизило ни сами обороты, ни процентные расходы бюджетов. Средний объем банковских кредитов в период с 2014 по 2016 год составлял 900 млрд руб., при этом среднегодовое получение и погашение банковских кредитов за этот период достигали одного триллиона рублей. Это означает, что в среднем по бюджетной системе банковский долг оборачивается ежегодно, хотя от региона к региону ситуация существенно различается.

Таблица 1. Обороты регионов по банковским кредитам не снижаются

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Получение, млрд руб.	310	307	431	704	1030	973	1067
Погашение, млрд руб.	292	225	292	454	842	893	1191
% расходы, млрд руб.	63.5	69	66	80	107	129	128

Источник: Федеральное казначейство, расчеты АКРА

### Облигации предпочтительнее кредитов

После стагнации на рынке размещений субсуверенных облигаций, наблюдавшейся в 2015 году, в 2016 году произошел рост количества и объема размещений. Процесс сопровождался ростом среднего срока выпуска (без учета амортизации) — до 6,7 года по займам. Для сравнения: за период с 2011-го по 2015-й — 5,2 года. Общий объем размещений составил 158 млрд руб. Для сравнения: средний объем размещений в указанный выше период — 108 млрд руб. в год без учета выпусков Москвы.

Менее выраженная тенденция прослеживается на рынке банковского кредитования. В портфеле банковского долга средний срок кредита, предоставленного региональным и муниципальным органам власти, на

конец 2016 года составлял 2,2 года, повысившись по сравнению с предыдущими годами (в среднем 1,8 года в период с 2011-го по 2015-й).

Таблица 2. В 2016 году регионы смогли удлинить рыночные заимствования\*

	Объем задолженности перед банками на конец года, млрд руб.	Средний срок портфеля кредитов на конец года, лет	Объем выпуска в год, млрд руб.	Средний срок новых выпусков, лет
2011	367	1,36	60	4,92
2012	530	1,40	130	4,79
2013	816	1,79	118	5,65
2014	1033	2,12	131	5,36
2015	1135	2,13	99	5,12
2016	1035	2,24	158	6,74

\*Объем выпуска облигаций не учитывает выпуски Москвы; данные учитывают заимствования муниципалитетов.

Источник: Минфин, ЦБ РФ, cbonds.info, расчеты АКРА

Банковские кредиты продолжают оставаться наиболее востребованным рыночным инструментом финансирования дефицита. С 2013 года их объем более чем в два раза превышает объем государственных ценных бумаг в структуре долга регионов (без учета долга Москвы). Но размещение облигаций выгоднее как по стоимости заимствования, так и по сроку.

Рисунок 4. Спред между доходностью индекса гособлигаций и ставкой купона/кредитного договора региона на дату размещения/заключения договора



Источник: Московская биржа, cbonds.info, расчеты АКРА

Средний спред между ставкой по кредитным договорам упомянутых выше регионов и доходностью индекса государственных облигаций (рассчитывается Московской биржей) на дату подведения итогов государственной закупки составил в 2016 году 3,3%. Спред между ставкой купона и доходностью индекса на дату размещения — 1,2%. Средний спред позволяет очистить оценку эффективности заимствований от колебаний ставок во времени.

Среди регионов, размещавших в 2016 году облигации и привлекавших кредиты, эффективнее всего занимать кредитные ресурсы у банков получалось у [Московской области \(AA\(RU\)\)](#), спред 1,20%, и Республики Саха, спред 1,45%.

Самая большая экономия при размещении по сравнению с банковским кредитованием возникла у Республики Коми: спред купона к доходности индекса оказался более чем на 4% ниже спреда средней кредитной ставки.

Для регионов, размещавших в 2016 году облигации, экономия на процентной ставке в среднем по системе составила 2,1% (без учета стоимости организации займа) и отчасти объясняется ожиданием снижения ставок в среднесрочном и долгосрочном периоде.

### **Расходы на обслуживание долга можно снизить на 2–3% в год**

Средний объем банковских кредитов к погашению в 2017–2019 годах достигает 200 млрд руб. в год. Однако целиком заместить банковские кредиты облигациями, по оценке АКРА, не получится. Вышеприведенные данные подтверждают: регионы остро нуждаются в краткосрочной ликвидности, а кредиты УФК не удовлетворяют эти потребности полностью. Средняя доля краткосрочных кредитов в 2010–2016 годах оценивается АКРА в одну треть всего банковского долга. То есть две трети долга (550 млрд руб.) регионы способны рефинансировать при помощи ценных бумаг.

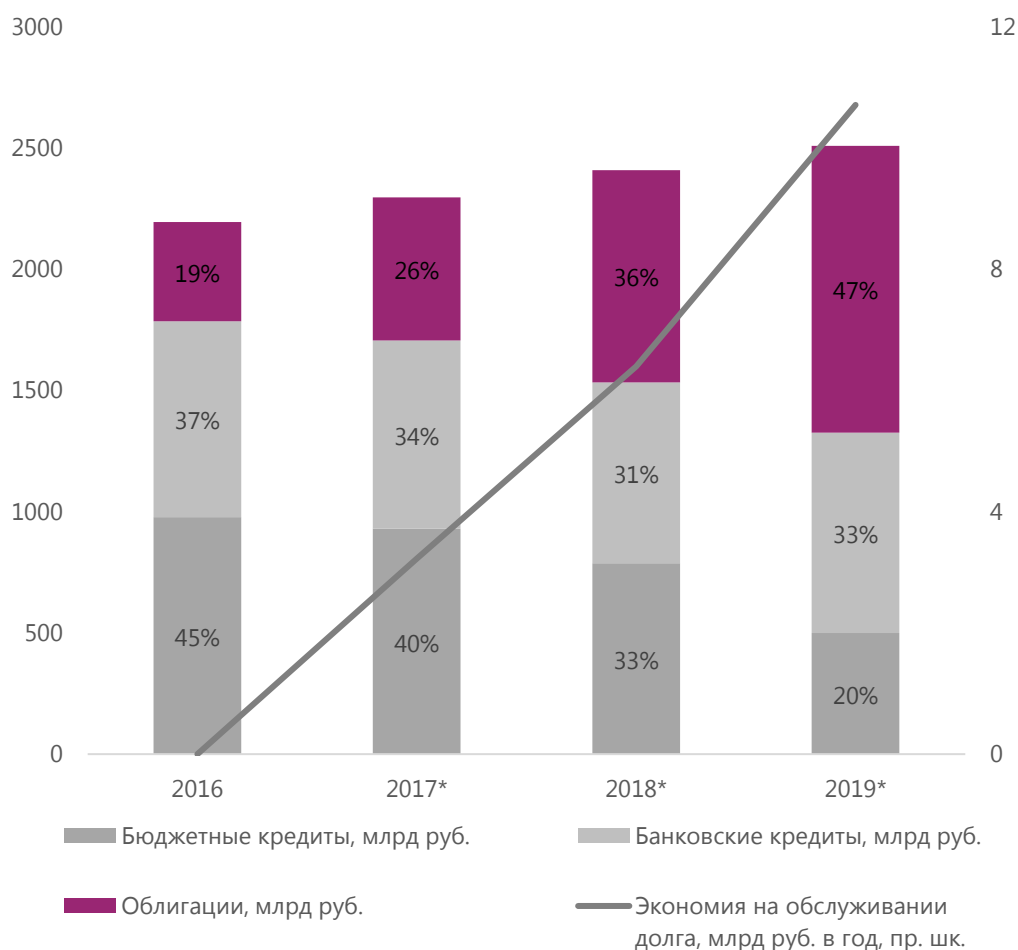
Выпадающий объем бюджетных кредитов (если они не будут пролонгированы) также целесообразно рефинансировать, используя ценные бумаги. Всего, по оценке АКРА, в 2017–2019 годах регионы будут рефинансировать на рынке 310 млрд руб. бюджетных кредитов. С их учетом объем размещений мог бы возрасти в 2017 году до 250 млрд руб., с 2018 по 2019 год — более чем до 300 млрд руб. в год.

В течение трех-пяти лет регионы смогли бы перевести в облигации текущий долгосрочный банковский долг и замещаемый объем бюджетных кредитов.

При снижении доли бесплатных бюджетных кредитов рост процентных расходов неизбежен, что негативно повлияет на кредитное качество российских регионов. Но в случае выхода на рынок облигаций регионам удалось бы частично нивелировать этот эффект, сэкономив на обслуживании долга.

*О росте стоимости обслуживания долга см. исследование АКРА от 23 июня 2016 г. [«Возврат бюджетных кредитов вызовет рост стоимости долга и усилит неравенство среди регионов»](#)*

Рисунок 5. Потенциальная экономия регионов на процентных расходах при активизации размещений облигаций (без учета долга Москвы)



\* Оценка АКРА

Источник: Федеральное казначейство, расчеты АКРА

При текущей ключевой ставке АКРА оценивает возможный потенциал экономии в 3 млрд руб. на каждый год замещения бюджетных и долгосрочных банковских кредитов облигациями по сравнению со сценарием замещения бюджетного долга только на банковский, или в 2–3% от стоимости обслуживания долга каждый год нарастающим итогом.



(С) 2017

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

Москва, Садовническая набережная, д. 75

[www.acra-ratings.ru](http://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 предпринимая 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.