

УДК 336.27    DOI: 10.14451/1.228.245

# Финансирование бюджетов регионов в современных условиях, включая роль ESG-инструментов

© 2023 **Лебедева Марина Евгеньевна**

Главный научный сотрудник, доктор экономических наук, профессор, Руководитель центра межвузовского сотрудничества. Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, РФ, Санкт-Петербург.

E-mail: lemar3@yandex.ru

© 2023 **Барашенков Вячеслав Витальевич**

Аспирант. Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, РФ, Санкт-Петербург. Старший научный сотрудник. Научно-исследовательский институт Министерства финансов РФ, РФ, Москва.

E-mail: bvv@nifi.ru

© 2023 **Затевахина Анна Васильевна**

Первый проректор, доктор экономических наук, профессор. Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, РФ, Санкт-Петербург.

E-mail: zatevakhina@ibispsb.ru

**Ключевые слова:** субфедеральные облигации, ESG-облигации, региональная экономика, субфедеральные бюджеты, региональные бюджеты, финансовая платформа «Финуслуги», рейтинги выпусков облигаций, субфедеральные кредитные рейтинги, ключевая ставка ЦБ РФ, бюджетные кредиты.

В условиях роста ключевой ставки ЦБ РФ, существенно меняется рынок финансирования региональных (субфедеральных) бюджетов. Происходит замещение рыночных финансовых инструментов, таких как субфедеральные облигации и банковские кредиты, бюджетными кредитами от федерального правительства. При этом в целом по РФ происходит рост доходов бюджетов регионов, хотя по многим регионам фиксируется дефицит бюджетов. ESG-облигации для населения, размещаемые через электронные финансовые платформы, могут стать востребованным финансовым инструментом для властей регионов. Выпуск ESG-облигаций укрепляет авторитет властей, через реализацию востребованных населением инвестиционных проектов. Кроме того, выпуск ESG-облигаций косвенно положительно влияет на кредитный рейтинг регионов, поскольку средства от выпуска таких облигаций используются целевым характером на улучшение инфраструктуры регионов.

Правительство РФ наращивает бюджетные стимулы для экономического роста в условиях санкций стран запада и проведения СВО. Федеральный бюджет РФ по фактическим показателям в 2022 и 2023 г. является дефицитным, также как и на перспективу 2024–2026 гг. [3]

Показатели субфедеральных бюджетов РФ сильно отличаются по регионам. Пандемия коронавируса 2020–2022 гг. привела к наращиванию федеральных кредитов регионам как на борьбу с эпидемией, так и на замещение выпавших налоговых доходов субъектов федерации.

По данным Министерства финансов РФ, суммарный объем задолженности субъектов федерации по облигациям внутреннего займа составил 614 млрд рублей на 1 октября 2023 г. Это примерно на 200 млрд рублей ниже, чем в пиковый по заимствованиям 2022 г. В тройку регионов с наибольшим объемом субфедеральных облигаций в обращении входят Московская область, г. Санкт-Петербург и г. Москва (табл. 1)

Более высокая процентная ставка по облигациям г. Санкт-Петербурга, обладающего кредитным рейтингом выше, чем у Московской области, связана, по мнению автора, с временем выхода облигационных выпусков на фондовый рынок, а также с политикой вознаграждения банков-организаторов выпуска облигаций.

Показатель объема субфедеральных облигаций в обращении снижается, на фоне роста процентных ставок на финансовом рынке РФ, вслед за ростом ключевой ставки ЦБ РФ. При этом федеральное правительство наращивает предоставление бюджетных кредитов субъектам федерации. Бюджетные инвестиционные кредиты являются целевыми – предоставляются по фиксированной ставке 3%. Суммарный объем бюджетных кредитов, предоставленных регионам, увеличивается на протяжении двух лет и в настоящее время на 1 октября 2023 г. составляет 2,398 млрд рублей [4]. Третьим по значимости источником заемного финансирования регионов, являются банковские кредиты. В связи с тем, что банковское кредитование является наиболее дорогим

видом заемного финансирования для регионов и в связи с ростом ключевой ставки ЦБ РФ, регионы последовательно погашают портфель банковских кредитов. Популярность банковских кредитов для регионов была связана с относительной простотой доступа к данному виду финансирования, а также возможностью досрочного погашения без существенных дополнительных издержек. На 1 октября 2023 г. суммарный объем банковских кредитов для субъектов РФ составляет 51 млрд рублей, что примерно в 10 раз меньше аналогичного показателя на начало 2022 г. Банковские кредиты, как и субфедеральные облигации, последовательно замещаются бюджетными кредитами (табл. 2).

Налоговые доходы региональных бюджетов в 2023 г. в целом увеличиваются: растут сборы по НДФЛ и имущественным налогам с юридических лиц, а также есть положительная динамика по налогу на прибыль. С другой стороны, в 2023 г. по состоянию на 1 октября, бюджеты всех регионов являются дефицитными, как правило, при росте доходов и расходов к аналогичным показателям прошлого года. Также характерной особенностью 2023 г. является использование регионами финансирования от накопленной ликвидности в виде остатков на счетах предыдущих лет, а также бюджетных кредитов из федеральных средств на социальные проекты под 0,1%. С 2023 г. регионам предоставлена возможность нарастить объем таких кредитов до 1/12 части доходной части региональных бюджетов [5]. При этом общая задолженность субфедеральных бюджетов согласно Бюджетному кодексу РФ не может быть больше 100% доходной части годового бюджета [2].

Что касается кредитных рейтингов субъектов РФ и их облигационных выпусков, с уходом в течение 2022 г. международных агентств кредитных рейтингов, аналитическое покрытие кредитных рейтингов регионов осуществляют следующие российские кредитные рейтинговые агентства (табл. 3).

Российские кредитные рейтинговые агентства, как правило, приравнивают рейтинги субфе-

**Таблица 1.** Топ-3 выпусков субфедеральных облигаций по объему в обращении на 01.10.2023 г.

	Объем субфедеральных облигаций в обращении в млрд руб.	Количество выпусков облигаций в обращении	Рейтинг АКРА облигационного выпуска	Диапазон процентной ставки по купонам, процентов годовых
Московская область	127	5	AA+(RU)	5,75–7,05
г. Москва	117,4	4	AAA(RU)	6,55–8,5 <sup>*</sup>
г. Санкт-Петербург	115	4	AAA(RU)	5,9–7,7
Всего:	359,4	13		

\* г. Москва сделала один выпуск ESG облигаций только для населения объемом 2 млрд руб. под 8,5% годовых.  
 Источник: Рейтинговое агентство АКРА [8]; анализ автора

**Таблица 2.** Объемы заимствований субъектов РФ, тыс. руб. [4]

	Декабрь 2022	Март 2023	Июнь 2023	Сентябрь 2023
Объем государственного внутреннего долга субъектов РФ, итого	2 721 676	2 873 815	2 995 610	3 089 201
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	679 312	652 317	643 748	614 000
Кредиты от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций	46 006	93 791	58 611	50 966
Бюджетные кредиты из других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации	1 971 170	2 104 912	2 271 702	2 397 865
Государственные гарантии	25 108	22 793	21 545	26 366

деральных облигаций к рейтингу субъекта федерации осуществившему выпуск облигаций. В 2023 г. кредитные рейтинги субъектов федерации в целом растут, отражая рост доходной базы региональных бюджетов, а также поддержки регионов федеральным центром в виде различных способов возмездного и безвозмездного финансирования. Вместе с тем, даже у ведущих кредитных рейтинговых агентств нет 100 процентного рейтингового покрытия всех регионов РФ. У двух ведущих российских кредитных рейтинговых агентств «АКРА» и «Эксперт РА» не совпадает рейтинговое покрытие регионов. Это говорит о том, что отдельные субъекты федерации не рассчитывают выходить на долговой рынок с собственными облигациями в кратко- и, возможно, среднесрочный период. Что касается облигаций муниципальных образований РФ, их объем эмиссии по сравнению с субфедераль-

ными облигациями незначителен и данный финансовый инструмент пользуется ограниченным спросом на финансовом рынке как со стороны эмитентов, так и со стороны покупателей.

Рост внутренних государственных заимствований в РФ в 2023 г. осуществляется в основном через увеличение эмиссии ОФЗ, процентные ставки по которым в 3 кв. вышли на двухзначный уровень и продолжают расти вслед за ростом ключевой ставки ЦБ РФ. Федеральный центр предоставляет субъектам федерации бюджетные кредиты, самые дорогие из которых – на инвестиционные цели, обходятся регионам в 3%. Региональные бюджеты всех субъектов федерации в 2023 г. являются дефицитными. Таким образом, в текущем году субъекты федерации накапливают долг преимущественно через бюджетные кредиты от федерального центра. Обеспечение погашения растущего долга должен

Таблица 3. Кредитные рейтинговые агентства РФ [1].

Полное наименование	Сокращенное наименование	Дата регистрации
Акционерное Общество «Аналитическое кредитное рейтинговое агентство»	АКРА (АО)	25.08.2016
Акционерное Общество «Рейтинговое агентство «Эксперт РА»	АО «Эксперт РА»	06.12.2016
Общество с ограниченной ответственностью «Национальное рейтинговое агентство»	ООО «НРА»	12.09.2019
Общество с ограниченной ответственностью «Национальные кредитные рейтинги»	ООО «НКР»	12.09.2019

стать опережающий рост экономики регионов и как следствие рост их доходной базы, в том числе с помощью реализации программ национальных проектов РФ.

В 4 кв. 2023 г. ключевая ставка ЦБ РФ была повышена в октябре до 15%, сделав фактически невозможным объемное привлечение средств для субъектов с финансового рынка. Ульяновская область в ноябре выходит на рынок субфедеральных облигаций с новым выпуском объемом 3 млрд рублей и срочностью 2,5 года. При этом для сокращения процентных расходов при данной эмиссии предусмотрены следующие параметры выпуска:

1. Предусмотрена амортизация долга на десятки процентов несколькими траншами уже через полгода после выпуска облигаций;
2. Процентная ставка является фиксированной, но базовой процентной ставкой выступает G-Curve<sup>1</sup> + маржа в процентных пунктах.

Предварительные параметры выпуска облигаций Ульяновской области:

- Эмитент: Министерство финансов Ульяновской области.
- Рейтинг эмитента: ruBBB– (Эксперт РА).
- Рейтинг выпуска: Ожидаемый уровень рейтинга выпуска ruBBB– (Эксперт РА).
- Номинальный объем: 3 млрд рублей.
- Срок обращения: 910 дней (2,5 года).
- Купонный период: 91 день.
- Амортизация: 30% от номинальной стоимости

в дату окончания 2-го купонного периода; 30% от номинальной стоимости в дату окончания 7-го купонного периода; 40% от номинальной стоимости в дату окончания 10-го купонного периода.

- Ставки купонов: 1 купон определяется по результатам book-building. 2–10 купоны равны ставке 1 купона.
- Ориентир по доходности (предварительный): Не выше значения G-curve на сроке, соответствующем дюрации выпуска + 400 б.п. с фиксацией числового значения ориентира по купону непосредственно перед открытием книги.
- Дюрация: ~1,46 лет.
- Порядок размещения: Book-building по определению ставки первого купона.
- Дата размещения: 16.11.2023.
- Площадка: ПАО «Московская Биржа».
- Генеральный агент: SberCIB.
- Ожидаемый листинг: Третий уровень.

Суммарный объем государственного внутреннего долга субъектов РФ на сентябрь 2023 г. составил 3,089 млрд рублей, что стало наибольшим значением за 10 лет. По оценке кредитного рейтингового агентства Эксперт РА, долговая нагрузка регионов на конец 2023 г. составит около 23%. При этом в 90% регионах наблюдается устойчивый рост долговой нагрузки. Единственным регионом в разы сократившем долговую нагрузку в 2022–2023 гг. стал Ямало-Ненецкий автономный округ, в доходной базе которого

<sup>1</sup>Бескупонная доходность ОФЗ на определенный период. Ежедневно обновляется на ММББ: <https://www.moex.com/ru/marketdata/indices/state/g-curve/?ysclid=lor58jsy54223801498>

наибольшая в РФ доля нефтегазовых доходов [7].

### **ESG-облигации субъектов федерации**

Рост инфляции и, как следствие, рост ключевой ставки ЦБ РФ, заставляет субъекты федерации осторожней относиться к росту долговой нагрузки регионов. С другой стороны, у многих регионов растет налоговая база и поступления за счет роста регионального ВРП.

Альтернативой дешевым бюджетным инвестиционным кредитам, является выпуск ESG-облигаций регионов, по которым можно не только привлечь средства по минимальным процентным ставкам, но и получить новую категорию заемщиков – население, которое становится основным по объему и частоте сделок инвестором на фондовом рынке РФ.

Важной особенностью привлечения средств населения, является использование специализированной финансовой инфраструктуры, в частности электронных финансовых платформ, преимуществом которых является исключение риска наличия финансового посредника (фондовые брокеры и банки), а также минимальные издержки выпуска облигаций как для эмитента, так и для клиентов. Наиболее популярной электронной финансовой платформой в РФ является платформа «Финуслуги», которая работает в структуре ММВБ [10].

Отличительной особенностью привлечения средств населения в ESG облигации субъектов федерации является целевой характер привлечения средств, например, на реализацию инфраструктурного проекта в регионе проживания инвесторов-физических лиц. Конкурентным преимуществом размещения ESG-облигаций для населения на финансовых платформах является отсутствие курсового риска снижения стоимости облигаций – средства можно вернуть до даты погашения по цене покупки с начисленными процентами (аналогично, например, вкладу до востребования). Поскольку средства привлекаются в целевые инвестиционные проекты.

В настоящее время на платформе «Финуслу-

ги» представлены выпуски ESG-облигаций двух субъектов федерации: г. Москва и Калининградской области (табл. 4).

Калининградская область привлекает средства населения для финансирования реконструкции парков в Калининградской области. Москва привлекает средства для финансирования приобретения электробусов.

Говоря об инвестиционной привлекательности регионов в части инвестиций в физическую инфраструктуру и соответствующих кредитных рейтингах регионов, с началом СВО в 2022 г. обострилась ситуация с безопасностью в пограничных с Украиной регионах РФ. Кроме того, в ряде регионов юга РФ с началом СВО закрыты аэропорты и соответственно усложнилась ситуация с пассажирской и товарной логистикой. Это оказывает умеренно негативное воздействие на кредитные рейтинги таких регионов, их желание и возможность выпускать региональные облигации. Кредитный рейтинг региональных облигаций, включая ESG-облигации, в подавляющем большинстве случаев, соответствует кредитному рейтингу региона, их выпустившему. Однако по данным рейтингового агентства «Эксперт РА» [6], по состоянию на осень 2023 г., кредитные рейтинги всех регионов РФ по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, не изменились более чем на одну ступень. По прогнозу «Эксперт РА» медианное значение кредитных рейтингов регионов РФ к концу 2023 г., будет на уровне 2021 г., что в условиях санкций и СВО можно считать положительным результатом.

### **Выводы**

Подводя итог работы субъектов федерации на долговом рынке, можно сделать следующие выводы:

- Накопленный долг субъектов федерации продолжит увеличиваться, при этом в настоящее время он находится на безопасном с точки зрения связанных рисков уровне – 23%;
- Бюджетные кредиты федерального центра останутся главным долговым источником по-

**Таблица 4.** Выпуск ESG облигаций для населения.

	Купон, %	Объем эмиссии, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения
Калининградская область				
Серия 35007	10,35	500	22.12.2022	13.12.2029
Серия 35004	9,5	2 000	23.12.2021	14.12.2028
Серия 35003	6,1	2 000	23.12.2020	16.06.2027
Серия 35002	7,91	2 000	19.12.2017	17.12.2024
г. Москва				
RU 36001MOSO	8,5	2 000	30.05.2023	27.05.2025

полнения региональных бюджетов в 2023 г. и на прогнозный период 2024 г.;

- Субъекты федерации предпочитают размещать облигации в 4 квартале года, поскольку это время удобно для определения накопленной потребности в финансировании и для рефинансирования прошлых заимствований, включая долги с амортизацией долга;
- ESG-облигации на суммы одного выпуска до 2–3 млрд руб., для населения, размеща-

емые через электронную финансовую платформу, могут помочь не только реализовать локальные инфраструктурные проекты, но и укреплять доверие населения к власти;

- В случае роста или сохранения высокой ключевой ставки ЦБ РФ в 2024 г., вероятно стагнация рынка субфедеральных облигаций. При этом высока вероятность, что реализуемые новые выпуски облигаций будут осуществляться по плавающей процентной ставке.

#### Библиографический список

1. Белова М. Т. Облигационные займы как способ финансовых заимствований для субъектов РФ // Инновационное развитие экономики. – 2022. – 1–2 (67–68). – С. 237–245. – DOI: [10.51832/2223798420221-2237](https://doi.org/10.51832/2223798420221-2237).
2. Королева М. Л., Терещенко В. С. Долговая политика региона в современных условиях: отдельные проблемные аспекты // Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством». – 2021. – 4 (50). – С. 120–127. – DOI: [10.6060/ivecofin.2021504.574](https://doi.org/10.6060/ivecofin.2021504.574).
3. Министерство финансов РФ. – URL: [https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/10/main/0749\\_Budget\\_2024-2026\\_corr.pdf?ysclid=loo5ds6wsa417846720](https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/10/main/0749_Budget_2024-2026_corr.pdf?ysclid=loo5ds6wsa417846720) (дата обр. 06.11.2023).
4. Министерство финансов РФ. – URL: [https://minfin.gov.ru/ru/performance/public\\_debt/subj/subdbt?id\\_85=129701-obem\\_i\\_struktura\\_gosudarstvennogo\\_dolga\\_subektov\\_rossiiskoi\\_federatsii\\_i\\_dolga\\_munitsipalnykh\\_obrazovani\\_i](https://minfin.gov.ru/ru/performance/public_debt/subj/subdbt?id_85=129701-obem_i_struktura_gosudarstvennogo_dolga_subektov_rossiiskoi_federatsii_i_dolga_munitsipalnykh_obrazovani_i) (дата обр. 01.11.2023).
5. Рейтинговое агентство «Эксперт РА». – URL: [https://raexpert.ru/researches/regions/regional\\_budgets\\_2023/?ysclid=loo6cddgh7849173635](https://raexpert.ru/researches/regions/regional_budgets_2023/?ysclid=loo6cddgh7849173635) (дата обр. 05.11.2023).
6. Рейтинговое агентство «Эксперт РА». Инвестиционная привлекательность регионов: рокировка позиций в новых условиях. – URL: [https://raexpert.ru/researches/regions/invest\\_regions\\_2023](https://raexpert.ru/researches/regions/invest_regions_2023) (дата обр. 12.11.2023).
7. Рейтинговое агентство «Эксперт РА». Проверка на прочность: региональные бюджеты и экономика под натиском санкций. – URL: [https://raexpert.ru/researches/regions/economic\\_regions\\_2022/?ysclid=loshvuvjgk539325771](https://raexpert.ru/researches/regions/economic_regions_2022/?ysclid=loshvuvjgk539325771) (дата обр. 09.11.2023).
8. Рейтинговое агентство АКРА. – URL: <https://www.acra-ratings.ru/ratings/issuers>.
9. Росбизнесконсалтинг. Раздел «Инвестиции», подраздел «Облигации». – URL: <https://bonds.rbc.ru> (дата обр. 12.11.2023).
10. Электронная финансовая платформа «Финуслуги». – URL: <https://finuslugi.ru/invest/bonds>.