Феликс ЭЙГЕЛЬ,
Standard & Poors

Риски рефинансирования, которым подвергаются региональные и местные органы власти (РМОВ) России, будут увеличиваться по меньшей мере в ближайшие два года вследствие экономического кризиса и обусловленных им устойчиво низких бюджетных показателей, а также узости внутреннего рынка капитала, не способного обеспечить потребности общественного сектора в долгосрочных заимствованиях. Риски рефинансирования, по существу, стали одним из основных факторов, определявших рейтинговые действия по российским РМОВ на протяжении последних 18 месяцев, и, с нашей точки зрения, останутся существенным рейтинговым фактором в ближайшие два года.

Валери МОНМО,
Standard & Poors

Александра БАЛОД,
Standard & Poors

ФАКТОР РИСКА

Проблемы рефинансирования, встающие перед российскими регионами и муниципалитетами, не являются чем-то уникальным. Европейские РМОВ исторически имеют более высокие потребности в рефинансировании, рассчитываемые как разница между их операционным профицитом и краткосрочным долгом, но они лучше управляют своими бюджетами и имеют хороший доступ к рынкам капитала. Однако для России характерны более низкие стандарты управления и менее развитый внутренний рынок капитала, поэтому даже умеренные потребности регионов в рефинансировании могут оборачиваться существенными рисками. Более того, поскольку Бюджетный кодекс фактически запрещает субъектам Российской Федерации осуществлять заимствования в иностранной валюте, способность российских РМОВ привлекать долгосрочные кредитные ресурсы фактически зависит от настроений нескольких игроков внутреннего рынка.

Причина зависимости от коньюнктуры рынка капитала кроется в неспособности РМОВ выплачивать долговые обязательства с наступающими сроками погашения из собственных бюджетных ресурсов. Такая ситуация возникает, когда краткосрочный долг или наступающие выплаты по части долгосрочного долга в начале финансового года превышают текущий профицит, ожидаемый в этом году, что рассматривается как недостаточная способность данного субъекта к самофинансированию. Разница, она же потребность в рефинансировании, должна покрываться за счет новых заимствований, если только регион (муниципалитет) не располагает денежными резервами, предназначенными для погашения долга, либо крупными активами, пригодными для продажи.

> БЕЗ УЧЕТА КРЕДИТОВ ИЗ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА ПОТРЕБНОСТИ РЕГИОНОВ В РЕФИНАНСИРОВАНИИ ВОЗРАСТУТ С ПОЧТИ НУЛЕВОГО ЗНАЧЕНИЯ В 2009 Г. ДО 72 МЛРД РУБ. В 2011 Г.

ПОТРЕБНОСТИ В РЕФИНАНСИРОВАНИИ РАЗНЫХ РМОВ НЕОДИНАКОВЫ

По нашим оценкам, в 2009 г., впервые за последнее время, консолидированный текущий профицит российских регионов, включая Москву (BBB/стабильный/-) и Санкт-Петербург (BBB/стабильный/-), снизился до более низкого уровня, чем выплаты по долговым обязательствам, что подчеркивает необходимость рефинансирования в секторе. Согласно прогнозам S&P, в ближайшие два года совокупные потребности в рефинансировании увеличатся в четыре раза — примерно до 125 млрд руб. (см. Рисунок 1).

Без учета кредитов из федерального бюджета потребности в рефинансировании возрастут с почти нулевого значения в 2009 г. до 72 млрд руб. в 2011 г.

Из 23 российских РМОВ, имеющих в настоящее время рейтинги Standard & Poor's, рискам рефинансирования подвергается почти половина. Нам представляется, что регионы и муниципалитеты, минимально использующие заимствования, — Ямало-Ненецкий автономный округ (BB+/позитивный-), Санкт-Петербург — и регионы, у которых текущий профицит, ожидаемый в среднесрочной перспективе, значительно превышает ожидаемую величину краткосрочного долга, — Москва, Ханты-Мансийский автономный округ (BBB-/негативный/-), Республика Башкортостан (BB+/стабильный/-) — в настоящее время маловосприимчивы к этому риску. Другие же регионы, удовлетворяющие свои потребности в финансовых ресурсах почти исключитель-

но за счет выпуска облигаций, — Красноярский край (BB+/негативный/-), Самарская область (BB+/негативный/-), Республика Саха (BB-/стабильный/-) — в меньшей степени нуждаются в рефинансировании, благодаря равномерному распределению сроков погашения долга. Субфедеральные образования, полагающиеся в основном на краткосрочные банковские кредиты, — Новосибирск (BB-/негативный/-), Волгоградская область (BB-/негативный/-), Дзержинск (B-/стабильный) — оказываются наиболее уязвимыми (см. Рисунок 2).

ВНУТРЕННИЕ РЕСУРСЫ ОГРАНИЧЕНЫ

С нашей точки зрения, способность российских РМОВ погашать долги с помощью собственных финансовых ресурсов останется ограниченной вплоть до 2011 г. и в 2012 г. Резкое сокращение поступлений по налогу на прибыль, с одной стороны, и инициированное федеральным правительством повышение заработной платы в госсекторе, с другой стороны, привело к тому, что медианное значение текущего профицита российских регионов в процентах от текущих доходов в 2009 г. упало до 2% по сравнению с 8% в среднем за 2006–2008 гг. В сочетании с высокими потребностями в финансировании инфраструктуры ослабление текущего баланса привело к снижению баланса с учетом капитальных расходов до дефицита в 4% доходов в 2009 г., по сравнению с профицитом в 1% в 2007 г., и росту долга (в данном случае в долг российских РМОВ мы включаем обязательства по облигационным займам, банковским кредитам и бюджетным кредитам, предоставляемым вышестоящими органами власти, как правило, на льготных условиях).

Мы ожидаем, что в этот период целый ряд факторов останется в целом без изменений, ограничивая бюджетные показатели РМОВ. По нашим оценкам, доходы российских РМОВ, скорее всего, вырастут на 10% в номинальном выражении. Можно предположить, что сумма поступлений по налогу на доходы физических лиц и перечислений из вышестоящих бюджетов, составившая в 2009 г. 55% доходов субфедеральных образований, в 2010 г. увеличится несущественно (если увеличится вообще), а в 2011 г. немного вырастет. По-прежнему повышающаяся безработица будет сдерживать рост заработной платы. Между тем федеральное правительство, по-видимому, не будет менять объемы субсидий региональным органам власти, несмотря на заложенное в бюджете 2010 г. существенное (25%) сокращение финансовой поддержки субфедеральных образований. Поступления по налогу на прибыль (18% текущих доходов в 2009 г.), скорее всего, возрастут примерно на 40% — до уровня, достигнутого в 2007 г., благодаря оживлению экономики и прекращению налоговых возмещений, связанных с масштабными авансовыми налоговыми платежами, произведенными в конце 2008 г., что отчасти компенсирует низкий рост поступлений по другим налогам.

Ввиду активного социального и политического противодействия сокращению расходов мы считаем, что в 2010–2011 гг. масштабные сокращения маловероятны. В указанный период расходы будут, по-видимому, расти в соответствии с темпами роста доходов и инфляции, то есть примерно на 10–12% в год, повторяя ситуацию 2009 г.

По нашим оценкам, в 2009 г. субфедеральный долг вырос на рекордные за последнее десятилетие 55%, и мы предполагаем, что, начиная с 2011 г., темпы его роста будут постепенно замедляться (см. Рисунок 3). Тем не менее, мы ожидаем, что в результате сохраняющегося дефицита бюджетов после капитальных расходов в 2010 г. субфедеральный долг вырастет примерно на 33% и к концу года приблизится к 1.2 трлн руб.

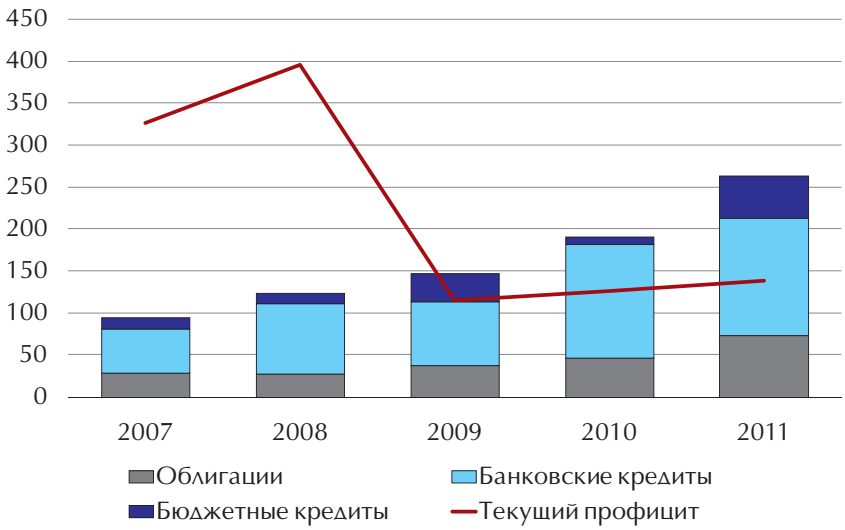


Рисунок 1
Консолидированный текущий баланс и объемы выплат в счет погашения долга российских регионов в 2007-2011 гг., млрд руб. (исключая Москву и Санкт-Петербург)

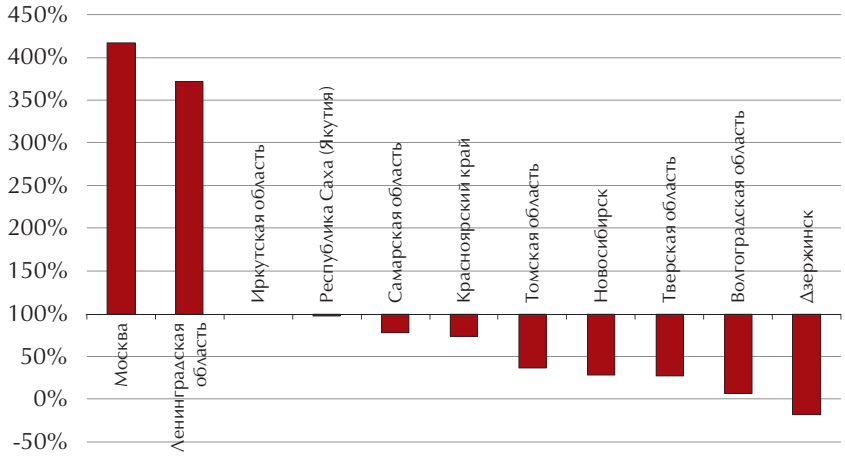


Рисунок 2
Российские РМОВ: соотношение текущего баланса и краткосрочного долга по состоянию на начало 2011 г. (оценка)

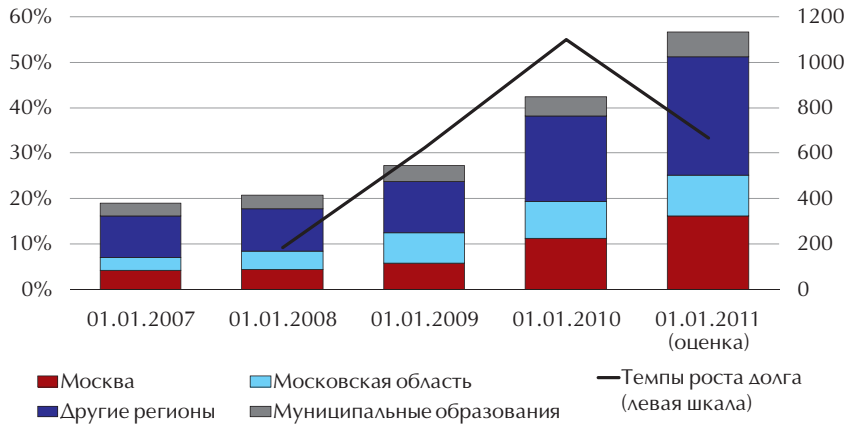


Рисунок 3
Структура и рост долга российских РМОВ, млрд руб.

На наш взгляд, лишь некоторые российские субъекты могли бы воспользоваться денежными резервами для погашения долговых обязательств с наступающими сроками погашения, поскольку в среднем их денежные резервы сохраняются на низком уровне. По состоянию на 1 января 2010 г. консолидированные средства на счетах российских регионов не превышали 10% их годовых расходов. При этом более 73% этих остатков приходилось на долю 12 регионов, из которых только у Москвы, Красноярского края, Самарской области и Ханты-Мансийского автономного округа были значимые объемы долговых обязательств. Большинство остальных регионов (71) обладает меньшими денежными резервами, которые не могут считаться достаточными для погашения долга.

РАСТУЩАЯ ЗАВИСИМОСТЬ ОТ КРАТКОСРОЧНОГО ДОЛГА

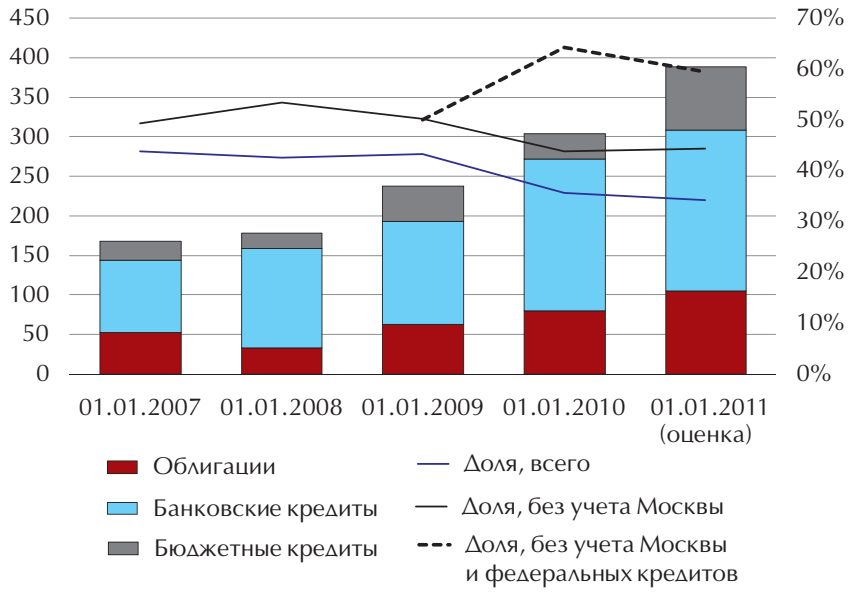
Доля краткосрочного долга в структуре общего долга российских РМОВ увеличилась с 2007 г. Насколько нам известно, в 2007–2009 гг. почти 70% банковских кредитов, предоставленных РМОВ (не считая Московской области, которая начала пролонгировать свои обязательства в конце 2007 г.), являлись краткосрочными. Соответственно, в этот период доля банковских кредитов в общем объеме субфедерального долга подскочила до 43%. Это прямой результат рискованной долговой политики, проводившейся многими субфедеральными образованиями в 2007–2009 гг., когда привлечение краткосрочных заимствований мотивировалось погоней за более низкими процентными ставками. Однако, вопреки ожиданиям РМОВ, результатом такой политики стали более высокие расходы на обслуживание и погашение долга, так как в самый тяжелый период финансового кризиса (конец 2008 г. – начало 2009 г.) процентные ставки резко выросли.

Несмотря на то что мы наблюдаем достаточную ликвидность в российском банковском секторе и на рынках капитала, сектор очень невелик и обеспечивает преимущественно краткосрочное финансирование большинству РМОВ. В связи с этим рост объема долговых обязательств со сроками погашения, наступающими в течение ближайшего года, будет продолжаться по крайней мере до 2012 г., хотя и замедлится. По оценкам Standard & Poor's, к концу 2011 г. объем краткосрочного субфедерального долга достигнет 400 млрд руб., или 6% прогнозируемых текущих доходов российских РМОВ. Таким образом, он практически удвоится по сравнению с уровнем 2008 г. (см. Рисунок 4).

По нашему мнению, присутствие российских РМОВ на фондовом рынке пока остается ограниченным. По состоянию на 1 января 2010 г. всего 29 из 83 регионов и только девять из 20 000 муниципальных образований имели выпуски облигаций (см. Рисунок 5). В 2009 г. лишь 11 российских РМОВ произвели новые выпуски облигаций. Мы ожидаем, что в 2010 г. их число удвоится, но показатель все равно останется небольшим. В связи с радикальным изменением настроений на российском рынке по сравнению с серединой 2008 г., снижением склонности к принятию рисков и повышением внимания к кредитному качеству долговых инструментов все новые выпуски облигаций, размещенные российскими РМОВ в 2009 г., имели рейтинги одного или нескольких международных рейтинговых агентств. Standard & Poor's присвоило рейтинги семи эмитентам, на долю которых приходится 93.4% общей стоимости размещенных облигаций.

Поскольку Бюджетный кодекс Российской Федерации строго ограничивает заимствования субфедеральных образований в иностранной валюте, большинство рос-

Рисунок 4
Накопление краткосрочного долга российских РМОВ и его доля в общем объеме субфедерального долга



сийских РМОВ вынуждены ограничиваться внутренним рынком капитала. Москва и Башкортостан — среди немногих исключений, поскольку они имели долг по обязательствам в иностранной валюте до введения этого запрета.

Мы сомневаемся в том, что в среднесрочной перспективе российские РМОВ получат доступ к внешнему рынку капитала, который позволил бы им удлинить сроки их обязательств. С 2000 г. РМОВ имеют право привлекать заимствования, деноминированные в иностранных валютах, лишь в целях рефинансирования. По нашим расчетам, к концу 2010 г. внешние заимствования российских РМОВ, представленные почти исключительно кредитными нотами города Москвы и небольшим займом, привлеченным Башкортостаном, составят не более 3% общего долга российских РМОВ. В соответствии с российским законодательством, к 2011 г. запрет на внешние заимствования может быть снят для российских регионов, которые получают из федерального бюджета субсидии или небольшие перечисления на выравнивание бюджетной обеспеченности (или не получают их вообще). Поскольку, по нашим оценкам, лишь пять регионов — Москва, Санкт-Петербург, Тюменская область, Ханты-Мансийский автономный округ и Ямало-Ненецкий автономный округ — получат возможность увеличивать свои внешние заимствования после 2010 г., уровень валютного риска в российском секторе РМОВ останется низким.

РИСКИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ЗАВИСЯТ ОТ ФЕДЕРАЛЬНОЙ ПОДДЕРЖКИ

Поскольку мы полагаем, что финансовые показатели РМОВ будут низкими, а рыночные условия тяжелыми, динамика уровня рисков рефинансирования в российском секторе РМОВ после 2010 г. будет во многом зависеть от желания и способности российского федерального правительства продолжать свою программу дополнительной финансовой поддержки регионов. Мы ожидаем, что к концу 2010 г. порядка 25% общего субфедерального долга составят обязательства РМОВ перед федеральным правительством. Хотя мы и сомневаемся в том, что федеральное правительство станет оказывать чрезмерное давление на регионы, неспособные своевременно погашать бюджетные кредиты, масштаб экстренной поддержки так или иначе сократится. Министерство финансов Российской Федерации уже объявило, что в 2010 г. объем кредитов из федерального бюджета сократится до 140 млрд руб. (3.25 млрд евро) против 150 млрд руб. (3.4 млрд евро) годом ранее. Что касается нецелевых кредитов, то их объем в 2010 г. сократится на треть — до 80 млрд руб.

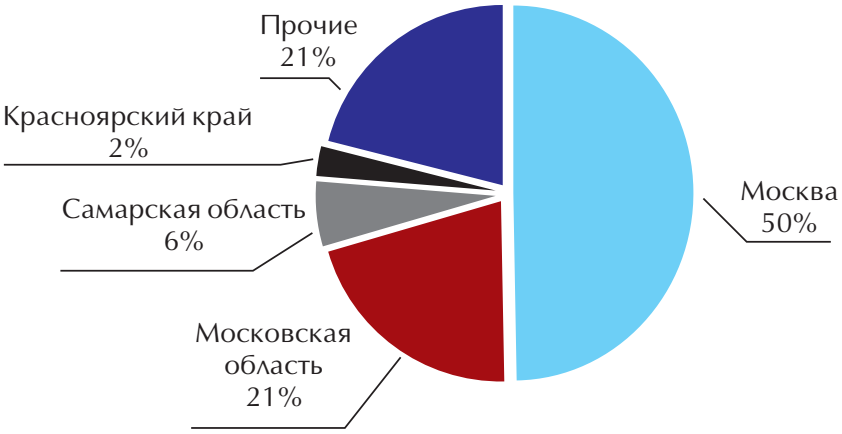


Рисунок 5
Структура российского рынка субфедеральных облигаций, 2009 г.

Какой будет политика правительства после 2010 г. — неясно, так как проекты федерального бюджета на 2011–2012 гг. не предусматривают предоставления дополнительных кредитов. Если федеральное правительство решит пролонгировать, зачесть или списать эти обязательства, оно тем самым уменьшит давление на региональные бюджеты, а объем краткосрочного долга после 2010 г. в значительной мере стабилизируется или даже сократится. Если же федеральное правительство закроет программу поддержки (как планируется в настоящее время) и потребует от регионов выплаты бюджетных кредитов, это будет означать повышение уровня рисков рефинансирования после 2011 г. В рамках наиболее вероятного с нашей точки зрения сценария объем бюджетных кредитов стабилизируется на уровне конца 2010 г., а их выплата будет производиться постепенно, в соответствии с возможностями регионов.

Федеральная поддержка может стать наиболее приемлемым для российских РМОВ решением проблемы снижения рисков рефинансирования, но, с нашей точки зрения, далеко не самым предсказуемым, учитывая неопределенность ситуации с поддержкой со стороны федерального центра. Мы считаем, что РМОВ имеют определенную свободу действий в отношении долговой политики, а также политики в сфере ликвидности, так как у них есть ряд возможностей, позволяющих смягчить риски рефинансирования. Меры по сокращению расходов, позволяющие улучшить финансовые показатели без ухудшения объема и качества необходимых услуг, могли бы снизить потребности РМОВ в заимствованиях и сделать их менее зависимыми от рефинансирования в будущем. В конечном счете, при прочих равных условиях это окажет позитивное влияние на кредитоспособность российских РМОВ.

«ПО ОЦЕНКАМ STANDARD & POOR'S, К КОНЦУ 2011 Г. ОБЪЕМ КРАТКОСРОЧНОГО СУБФЕДЕРАЛЬНОГО ДОЛГА ДОСТИГНЕТ 400 МЛРД РУБ., ИЛИ 6% ПРОГНОЗИРУЕМЫХ ТЕКУЩИХ ДОХОДОВ РОССИЙСКИХ РМОВ»