Феликс Эйгель,
заместитель директора, группа региональных и муниципальных финансов, Standard & Poor's

Борис Копейкин,
заместитель директора, группа региональных и муниципальных финансов, Standard & Poor's

Удвоение качества

Долг регионов и городов с рейтингом S&P к 2009 году может достичь 650 млрд руб.

В силу быстрого роста доходов, в последние годы темпы накопления долга российских региональных и местных органов власти замедлились. Однако, как показывает опыт стран Центральной и Восточной Европы, стабилизация межбюджетных отношений и удлинение горизонта планирования, наряду с сохранением потребности в повышении качества услуг общественного сектора, приводит к росту заимствований, производимых либо самими органами власти, либо связанными с ними организациями.

Кредитоспособность региональных и местных органов власти (РМОВ) в России, как и в других странах Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), продолжает повышаться. Позитивная тенденция поддерживается высокими, хотя и замедляющимися темпами роста доходов вследствие развития экономики и повышения уровня благосостояния населения. У большинства РМОВ это приводит к улучшению финансовых показателей, что позволяет аккумулировать запасы денежных средств или поддерживать капитальные расходы на высоком уровне без существенного накопления долга.

Вместе с тем, замедление темпов роста доходов при сохранении потребности в финансировании

инфраструктуры и повышении оплаты труда в бюджетной сфере, как ожидается, приведет к постепенному увеличению муниципального долга.

При этом кредитоспособность РМОВ стран ЦВЕ, в большей, хотя и в разной степени, сдерживается недостаточно предсказуемыми межбюджетными отношениями и относительно невысоким качеством управления.

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ МЕЖБЮДЖЕТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ И НИЗКАЯ ФИНАНСОВАЯ ГИБКОСТЬ

В целом кредитоспособность РМОВ стран ЦВЕ ограничена низкой финансовой самостоятельностью и незрелостью межбюджетных отношений.

Во всех странах ЦВЕ сохраняется жесткий контроль центрального правительства за большинством доходов и расходных полномочий РМОВ. За некоторыми исключениями доля доходов, базу или ставку которых РМОВ могут изменять, остается незначительной, поскольку ставки, базы и доли большинства налогов устанавливаются национальным законодательством. Кроме того, поскольку ставки местных налогов или сборов обычно устанавливаются почти на предельно допустимом уровне, большинство РМОВ вряд ли могут повысить доходы в случае финансовых затруднений. Положительные изменения для РМОВ могут произойти в результате повышения самостоятельности в отношении местных сборов и налогов на имущество. Кроме того, центральное правительство часто оказывает давление на РМОВ, заставляя их повышать заработную плату служащих, поскольку оплата труда в государственном секторе отстает от развития рынка труда.

Возможность чрезвычайной поддержки в случае ухудшения финансового состояния РМОВ еще не проверена временем — главным образом вследствие недостаточного контроля за уровнем долга РМОВ и отсутствия процедур экстренной финансовой поддержки для предотвращения дефолта. В случае финансовых трудностей, тем не менее, РМОВ иногда могут получить дополнительные субсидии или льготные кредиты (с процентными ставками ниже рыночных) со стороны центрального правительства.

Как и в отношении других стран Центральной и Восточной Европы, Standard & Poor's отмечает заметное повышение стабильности и предсказуемости российской системы межбюджетных отношений в ходе проведенных недавно реформ. Система улучшилась благодаря завершению масштабных налоговых преобразований и обеспечению более четкого распределения доходных и расходных полномочий между органами власти разных уровней в рамках реформы межбюджетных отношений, включая реформу местного самоуправления. Однако уровень системных рисков по международным меркам остается высоким вследствие низкой эффективности бюджетного выравнивания, непрозрачности системы сдержек и противовесов и недостаточной подотчетности местных и региональных органов власти. Несмотря на некоторое углубление тенденции выравнивания доходов в 2006 году, разница в размере бюджетных доходов в расчете на душу населения между наиболее богатыми и наиболее бедными регионами все еще остается огромной, составляя около 10 раз.

КАЧЕСТВО УПРАВЛЕНИЯ НИЖЕ СРЕДНЕГО УРОВНЯ, ХОТЯ И УЛУЧШАЕТСЯ

Негативное влияние на качество управления многих РМОВ из стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), включая Россию, оказывают такие факторы, как недостаточная надежность и полнота раскрытия финансовой информации и преимущественно краткосрочный характер финансового управления. Даже относительно передовые РМОВ этого региона до сих пор используют

В настоящее время Служба кредитных рейтингов Standard & Poor's присваивает рейтинги 49 региональным и местным органам власти (РМОВ) в 11 странах Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ).

Из них 25 находятся в России, 7 — в Украине, 5 — в Болгарии , 4 — в Чехии, 2 — в Польше. В других странах региона (Венгрии, Латвии, Литве, Румынии, Турции и Хорватии) рейтинги Standard & Poor's присвоены лишь административным или экономическим центрам (см. Таблицу 1).

С начала 2006 г. были присвоены 10 новых рейтингов региональных и местных органов власти, из них 5 — в России, 4 — в Украине и 1 — в Болгарии.

Кроме того, за это время были присвоены рейтинги трем организациям, связанным с местными органами власти, — Московской областной инвестиционной трастовой компании (МОИТК), «Водоканалу Санкт-Петербург» и «Загребачки Холдингу».

Таблица 1. Избранные рейтинги городов Центральной и Восточной Европы

Город	Рейтинг по глобальной шкале	Страна
Прага	A-/Watch Позитивный	Чехия
Краков	BBB+/Стабильный	Польша
Вильнюс	BBB+/Стабильный	Литва
Москва	BBB+/Стабильный	Россия
Будапешт	BBB+/Стабильный	Венгрия
Рига	BBB/Стабильный	Латвия
Загреб	BBB/Стабильный	Хорватия
Лодзь	BBB/Стабильный	Польша
Санкт-Петербург	BBB-/Позитивный	Россия
Бухарест	BB+/Стабильный	Румыния
София	BB+/Стабильный	Болгария
Стамбул	BB-/Стабильный	Турция
Киев	BB-/Негативный	Украина

«неконсолидированный» кассовый метод бюджетирования и бухгалтерского учета. В число актуальнейших задач развития многих РМОВ региона ЦВЕ, имеющих рейтинги Standard & Poor's, входит выработка умения составлять точные финансовые планы и устанавливать цели на среднесрочную перспективу. Прогрессивность самих методов управления финансами в бюджетной сфере остается недостаточной: среднесрочное планирование либо не применяется, либо находится на сравнительно раннем этапе развития. Кроме того, на качество финансового менеджмента РМОВ негативно влияет нестабильный и политизированный характер процесса принятия бюджетных решений, который часто предопределяет нереалистичность составляемых бюджетов. Это особенно относится к России и Украине, где первоначальные проекты бюджетов могут иметь существенные отклонения от реальных ожиданий, обусловленные политическими факторами местного или национального масштаба, а также нестрогим и дискреционным характером выделения финансовой помощи из бюджета центрального правительства.

БЫСТРОЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ РАЗВИТИЕ ПРИ СОХРАНЕНИИ ПОТРЕБНОСТИ В ФИНАНСИРОВАНИИ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Страны ЦВЕ демонстрируют высокие темпы экономического роста, который поддерживает кредитоспособность РМОВ. Темп роста ВВП в регионе ЦВЕ был выше, чем в среднем по странам Еврозоны и по группе 25 стран ЕС.

Вместе с тем, сохраняется значительный разрыв в уровнях благосостояния стран данного региона и Европы в целом. Даже в наиболее богатых странах ЦВЕ, в частности, в Чехии и Венгрии, ВВП на душу населения составляет менее 50% от среднего уровня в группе 25 новых стран ЕС.

Сокращение населения, возможно, станет одним из факторов, сдерживающих экономическое развитие РМОВ стран ЦВЕ в долгосрочной перспективе. Тенденция к чистому сокращению рабочей силы вследствие естественного сокращения населения и эмиграции отчетливо проявляется на Украине, в Латвии и Литве, может возникнуть в Болгарии и России.

Большинство РМОВ стран ЦВЕ сталкиваются с проблемой плохого состояния инфраструктуры, что создает риски для устойчивого экономического роста и повышения качества услуг.

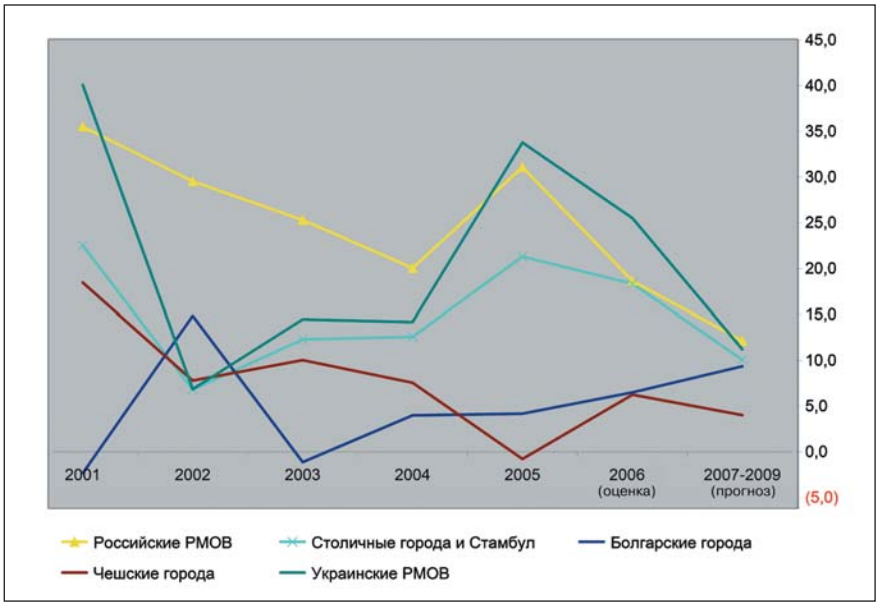
В России необходимость улучшения инфраструктуры велика, но финансирование сдерживается недостаточным опытом реализации масштабных проектов, законодательными ограничениями, иногда недостатком средств. Однако растущее давление со стороны потребителей услуг и государства будет нарастать, законодательство — стабилизироваться, что уже приводит к росту инвестиций в инфраструктуру. Низкое качество инфраструктуры — один из факторов, препятствующих повышению рейтингов многих российских РМОВ. Оно порождает риски, связанные с поддержанием роста экономической активности и повышением качества услуг, а также с расходами на техническое обслуживание и ремонт. К тому же, недоинвестрование инфраструктуры может привести к чрезвычайным ситуациям в коммунальном хозяйстве и, следовательно, к потенциально крупным расходам на ликвидацию их последствий, способным оттеснить на второй план расходы на выплату долга. На данном этапе первоочередными задачами российских РМОВ в области финансирования инфраструктуры являются развитие систем водоснабжения и канализации, а также общественного транспорта, строительство автодорог, отопительных систем, культурных и спортивных центров, утилизация отходов. Например, недостаточный уровень развития инфраструктуры в Санкт-Петербурге остается одной из основных причин отставания кредитного рейтинга этого города от рейтинга Москвы. Отсутствие масштабных программ капиталовложений может стать причиной задержки экономического роста в долгосрочном периоде, однако сейчас с ним связан низкий уровень новых чистых заимствований большинства РМОВ. Растущие заимствования компаний, принадлежащих или контролируемых РМОВ, помогут им решить проблемы, связанные с финансированием неотложных потребностей инфраструктуры.

ВЫСОКИЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Финансовые показатели РМОВ стран ЦВЕ являются в среднем высокими, в основном вследствие высоких темпов экономического роста во всех странах данного региона и, как следствие, роста доходов бюджетов (см. График 1). Ожидаемое замедление роста доходов и сохраняющееся давление на расходы может привести к ухудшению показателей бюджета большинства РМОВ стран ЦВЕ в 2007–2009 гг., однако в среднем они останутся относительно высокими.

Финансовые показатели российских РМОВ в целом остаются высокими, однако разрыв между более сильными и более слабыми РМОВ увеличивается. В первом полугодии 2007 г. текущий профицит российских

График 1. Рост текущих доходов к предыдущему году, %



регионов в среднем составил около 23% текущих доходов, тогда как профицит после капитальных расходов достиг 12% доходов. Тем не менее, наряду с Москвой, имеющей текущий профицит в 47% текущих доходов, восемь регионов показали текущий дефицит, а другие пятнадцать имели текущий профицит менее 5% текущих доходов. Ряд регионов продолжил аккумулировать дополнительные денежные резервы. Они включают Москву, Санкт-Петербург, Республику Башкортостан (BB/Стабильный/--), Республику Татарстан (BB-/Стабильный/--) и несколько других РМОВ, имеющих рейтинг Standard & Poor's, которые последовательно демонстрируют хорошие финансовые показатели, высокий уровень благосостояния и отсутствие новых чистых заимствований в последние годы. Такие РМОВ стали чистыми кредиторами и обеспечили высокий уровень ликвидности на следующие два-три года. Тем не менее, повышение оплаты труда в государственном секторе по решениям центрального правительства в сочетании с растущей конкуренцией на рынке труда и ожидаемым ускорением инвестиций в развитие инфраструктуры могут привести к снижению финансовых показателей РМОВ.

Таблица 2. Лимиты долговой нагрузки, законодательно установленные для РМОВ в странах Центральной и Восточной Европы

Страна	Ограничение на уровень общего долга	Ограничения на уровень выплат в счет погашения и обслуживания долга	Другие ограничения
Болгария	Н/П	<25% собственных доходов (около 6% всех доходов)	Для регистрации в Министерстве финансов необходимо пройти несколько этапов утверждения заимствований. Сумма гарантированного долга ограничена
Хорватия	Н/П	<25% собственных доходов (обслуживание долга включает погашение гарантированного долга)	Лимит на общий объем новых заимствований РМОВ устанавливается ежегодно (на 2006 г. — 2%). Заимствования утверждаются центральным правительством
Чехия	Н/П	<30% всех доходов (рекомендация)	Для выпуска облигаций необходимо получить разрешение центрального правительства
Венгрия	<70% собственных доходов (величина приблизительная, рассчитывается по формуле)	Н/П	Н/П
Латвия	Н/П	Н/П	Весьма строгий лимит на общий объем новых заимствований для всех РМОВ устанавливается ежегодно
Литва	<50% собственных доходов для Вильнюса и Каунаса и <35% собственных доходов для других городов	Н/П	Центральное правительство установило индивидуальный лимит долговой нагрузки (60%) для г. Друскининкай
Польша	<60% всех доходов (с 2006 г. в составе обязательств не учитываются заемные средства, привлеченные в целях софинансирования проектов ЕС)	<15% всех доходов	Н/П
Румыния	Н/П	<30% собственных доходов	Центральное правительство в индивидуальном порядке сняло ограничение для Бухареста
Россия	100% собственных доходов	Процентные платежи — <15% собственных доходов	Запрет на чистые заимствования в иностранной валюте
Турция	<150% собственных доходов	Н/П	Для выпуска валютных обязательств требуется разрешение государственного казначейства. Разрешение требуется также на выпуск новых обязательств, если их объем превышает 10% доходов
Украина	Н/П	Процентные платежи — <10% от расходов общего фонда (прибл. 10–12% текущих доходов)	Валютные заимствования разрешаются только крупным городам (с населением свыше 800 тыс. человек) и только с разрешения Министерства финансов
Н/П — не применимо			

ЗНАЧИТЕЛЬНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ЗАИМСТВОВАНИЙ И ПОВЫШЕНИЕ КАЧЕСТВА УПРАВЛЕНИЯ ДОЛГОМ

Рост доходов и высокие бюджетные показатели РМОВ стран ЦВЕ в 2005–2006 гг. позволили им сдерживать накопление долга по сравнению с темпами его прироста в течение нескольких предшествующих лет. В 2006 г. средний показатель прямого долга рейтингуемых РМОВ стран ЦВЕ сохранялся на стабильном уровне 26% от текущих доходов. Однако необходимость ликвидировать недостатки в развитии инфраструктуры по-прежнему остается одним из основных факторов, обусловливающих рост долга.

Бухарест, Загреб и София представляют наиболее яркий пример того, как значительные инфраструктурные потребности могут привести к росту долга (см. График 2), особенно на фоне уровня благосостояния ниже среднего, ограниченной финансовой гибкости, неразвитой институциональной системы и относительно невысокого качества управления. В отличие от других городов ЦВЕ, они не получают больших средств из бюджета ЕС и вынуждены выходить на международный рынок капитала. Для достижения этой цели они используют различные стратегии в результате различных государственных ограничений на муниципальные заимствования и особенностей систем устройства государственных финансов. В случае Бухареста большой единовременный платеж по еврооблигациям уже стал фактором, ограничивающим кредитоспособность города, в то время как у София и Загреба долг небольшой, но быстро растущий. Три балканские столицы сталкиваются с инфраструктурными потребностями, особенно в сфере водоснабжения и канализации, переработки отходов, отопления и системы общественного транспорта. Некоторые части их инфраструктуры, к примеру, водоочистительные сооружения, не существовали ранее, тогда как парки автобусов и троллейбусов, а также метро нуждаются в капитальном обновлении. Объем капитальных вложений в местную инфраструктуру, запланированный на ближайшие 5 лет, предварительно оценивается местными властями в районе 1 млрд евро в Софии и Загребе и в 2 млрд евро в Бухаресте. Тем не менее, эти оценки являются предварительными. К примеру, Бухарест уже тратит дополнительные средства для урегулирования многочисленных дел о возврате собственности. Не разрешив их, администрация города не сможет начать строительство дорог и ремонта изношенных сетей, особенно в центре города.

Несмотря на относительно низкую долговую нагрузку рейтингуемых РМОВ стран ЦВЕ, они часто подвержены рискам, связанным с неравномерным графиком погашения долга и крупными единовременными выплатами, которые требуют рефинансирования. К числу других широко распространенных рисков относятся обязательства в иностранной валюте, значительная часть которых не хеджирована (за некоторыми исключениями, в основном в Чехии и Польше), а также отсутствие взвешенного подхода к гарантиям. Управление долгом повышается — высокое качество демонстрируют Краков, Прага, Санкт-Петербург и некоторые другие эмитенты, однако в среднем качество управления долгом в регионе остается низким.

В большинстве стран ЦВЕ центральные правительства вводят предельные ограничения на политику РМОВ в отношении долга, однако нормативная база разных стран отличается разной степенью жесткости требований. В Чехии и Венгрии центральные правительства лишь рекомендуют городам сохранять долю долга ниже определенного уровня, в то время как в Хорватии и Латвии органам местного самоуправления не разрешается привлекать новый долг в объеме, превышающем предел, ежегодно устанавливаемый центральным правительством на низком уровне (см. Таблицу 2).

Несмотря на то что по объему публичного долга российские регионы доминируют в Восточной Европе (График 3, 45, долговая нагрузка российских РМОВ, за некоторыми исключениями, остается низкой. По данным Министерства финансов РФ, по состоянию на 01.01.2007 общий объем долга российских регионов достиг около 410 млрд руб., или 10% доходов регионов в пересчете на год. Вместе с тем, ситуация неоднородна. В то время как долг большинства РМОВ минимален, кредитоспособность некоторых городов и регионов ограничена большой долговой нагрузкой.

Даже для РМОВ, активных на рынке долговых обязательств, долг находится на уровне меньше 20–30% от доходов, что в международном контексте является очень низким уровнем. Большинство российских регионов придерживается консервативной долговой политики, поскольку они вынуждены поднимать уровень долга, рассчитывая в основном на собственные средства, продажу активов, федеральные субсидии или капитальные проекты.

Одним из немногих исключений из общего правила выступает Московская область, прямой долг которой находится на уровне около 50% от текущих доходов на первое полугодие 2007 г.

График 2. Рост отношения полного долга к доходам Бухареста, Софии и Загреба в 2002–2007 годах, %

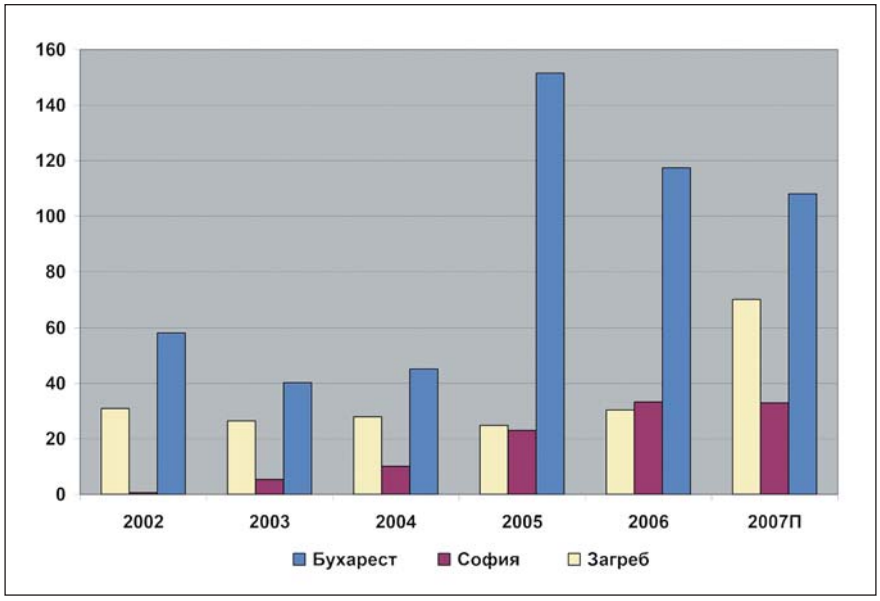
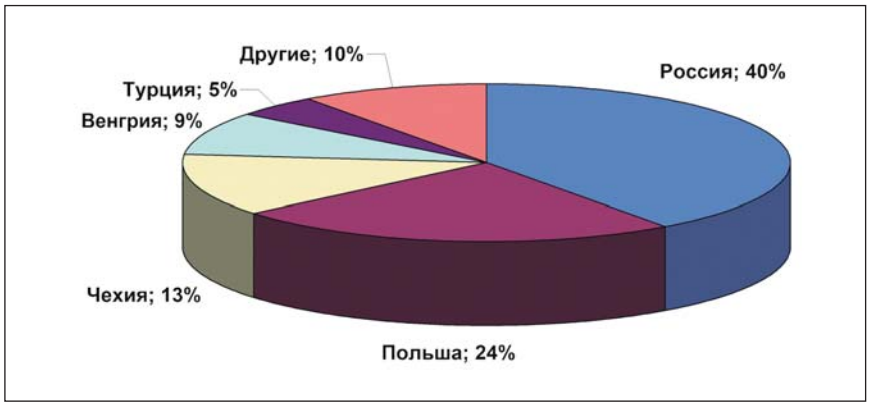
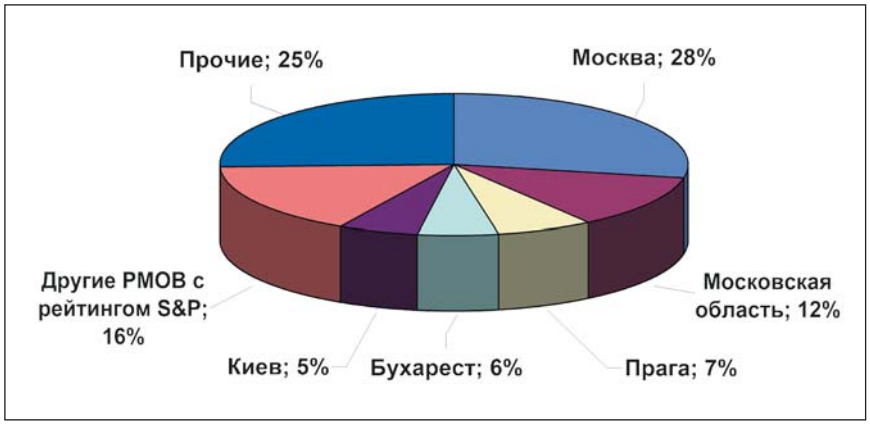


График 3. Структура долга региональных и муниципальных органов власти в Центральной и Восточной Европе



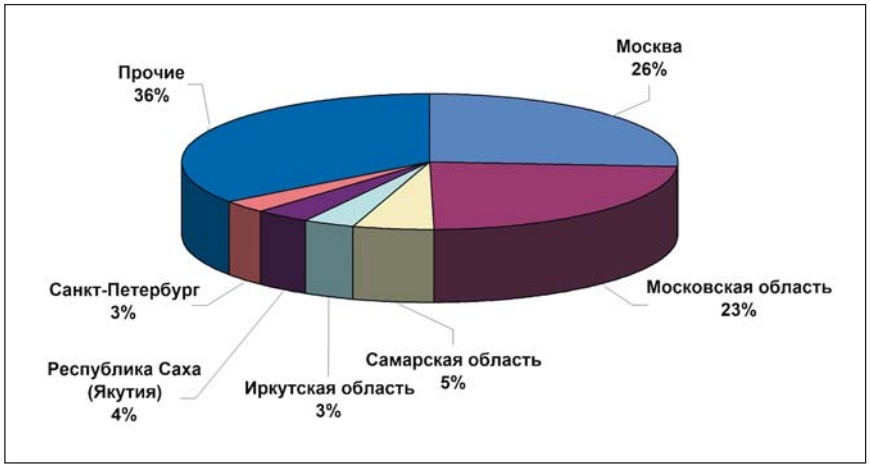
Расчетные данные Standard & Poor's по состоянию на декабрь 2006 г. для стран, где присваиваются рейтинги региональным и местным органам власти

График 4. Структура рынка облигаций РМОВ в Центральной и Восточной Европе



Расчетные данные Standard & Poor's по состоянию на декабрь 2006 г.

График 5. Структура российского рынка субфедерального и муниципального долга



По данным Cbonds на 1 сентября 2007 г.

Заемщики, имеющие рейтинги Standard & Poor's, представляют около трех четвертей рынка ценных бумаг РМОВ в сентябре 2007 г. (см. График 4). Москва и Московская область по-прежнему представляют около 50% рынка несмотря на то, что доля Москвы на рынке заимствований постепенно снижается благодаря ее умеренным выпускам в последние годы и возросшей активности других заемщиков.

РОСТ ЗАИМСТВОВАНИЙ ОРГАНИЗАЦИЙ, СВЯЗАННЫХ С ГОСУДАРСТВОМ

Как и в странах Центральной и Восточной Европе, в России проявляется тенденция к росту заимствований компаний, связанных с государством, и муниципальных образований. Недавние размещения облигаций МОИТК и ее дочерних компаний, размещение еврооблигаций «Загребачки Холдинга», а также многочисленные случаи привлечения кредитов коммунальными предприятиями свидетельствуют о тенденции к увеличению заимствований коммунальных предприятий и финансовых компаний, принадлежащих или контролируемых РМОВ. Благодаря возможности обходить наиболее негибкие правила бюджетного регулирования и разделять риски с частным сектором, популярность этого вида заимствований в среднесрочной перспективе будет расти.

ПЕРСПЕКТИВЫ РОСТА ДОЛГА РОССИЙСКИХ РМОВ

Российские РМОВ обладают большими резервами увеличения долга. Мы ожидаем увеличения объема заимствований российских РМОВ в ближайшее время, особенно в случае стабилизации доходной базы муниципальных образований и снижения темпов роста налога на прибыль. По предварительным данным, долг российских регионов и муниципальных образований, которым присвоен рейтинг Standard & Poor's, и организаций, связанных с ними, может удвоиться в 2008–2009 гг. и достичь 650 млрд руб.

Несмотря на то что ожидается постепенный рост долга, с увеличением числа небольших выпусков и большим количеством рейтингов в 2008–2010 гг. средний уровень долга для большинства отрейтингованных РМОВ останется в ближайшие два-три года умеренным — на уровне менее 30–40% от доходов.