Владимир Редькин,
аналитик по международным региональным финансам, Fitch Ratings

Налицо тенденция повышения кредитного качества регионов

В чем заключаются особенности рейтингования субфедеральных и муниципальных заемщиков? Есть ли какие-то специфические риски? Какой стратегии придерживается Fitch на данном рынке? Кому среди субфедеральных и муниципальных заемщиков в СНГ в первую очередь необходимы рейтинги?

Ситуация в бюджетном секторе на субфедеральном уровне последнее время развивается поступательно. На кредитоспособность регионов положительно влияли, во-первых, экономические факторы, которые приводили к росту налогооблагаемой базы и, как следствие, росту доходов бюджетов. Необходимо отметить, что рост наблюдался прежде всего в регионах, ориентированных на внутренний рынок, с преобладанием обрабатывающих отраслей промышленности и сектора услуг в структуре экономики. В целом экономический рост носит инвестиционный характер, а не сырьевой, как это было несколько лет назад.

Во-вторых, сильная позиция бюджета на федеральном уровне и стабильное законодательство в области межбюджетных отношений обеспечивали выравнивание бюджетной обеспеченности дотационных субъектов Российской Федерации. Это привело к усилению бюджетной устойчивости и в регионах — реципиентах финансовой помощи. В итоге в прошедшем году не было ни одного случая понижения агентством Fitch рейтингов субнациональным образованиям. Кроме того, количество регионов, рейтингуемых Fitch Rating, росло. Так, за девять месяцев 2007 г. агентством Fitch были присвоены рейтинги четырем новым регионам: Пензенской области, Мурманской области, Новосибирской области, Краснодарскому краю; еще четырем субъектам РФ рейтинг был повышен или прогноз по рейтингам был изменен на положительный: Нижегородская область, Республика Коми, Ленинградская область, Республика Татарстан. Таким образом, налицо как увеличение интереса к получению рейтингов кредитоспособности со стороны российских регионов, так и общая тенденция постепенного повышения кредитного качества регионов.

Однако сохраняются определенные сдерживающие факторы формирования кредитного качества российских регионов. В первую очередь это растущая социальная направленность региональных бюджетов. Так, региональные власти сталкиваются с уменьшением гибкости бюджета, поскольку возрастает не только доля социальных расходов в консолидированном бюджете РФ в целом, но и их доля в составе расходов бюджетов на региональном уровне. Низкая гибкость расходной части бюджета усиливается тем, что сокращение социальных расходов является крайне непопулярным шагом, а также тем, что социальные расходы законодательно защищены от корректировки в сторону снижения.

Кроме того, на наш взгляд, продолжится тенденция делегирования регионам федеральных полномочий, при этом возрастет контроль со стороны федерального центра за целевым использованием этих средств. Это приведет к дальнейшему усилению зависимости регионов от федерального правительства и снижению их самостоятельности в расходовании бюджетных средств. Таким образом, региональные власти могут столкнуться со значительными ограничениями с точки зрения финансирования инвестиций за счет собственных средств. В результате они будут в большой степени ограничены при принятии решений о капитальных расходах и будут вынуждены привлекать долговое финансирование по мере того, как изношенная инфраструктура будет требовать немедленных и существенных инвестиций.

При этом низкая гибкость бюджетов, а также продолжающийся период нестабильности на финансовых рынках, скорее всего, приведут к ограничению возможностей привлечения долгового финансирования. В такой ситуации наличие у региона кредитного рейтинга может значительно

снизить барьеры для выхода на рынки капитала и уменьшить стоимость заимствований. Кроме того, международный кредитный рейтинг повышает привлекательность региона для российских и международных институциональных инвесторов как в долговые инструменты, так и в экономику региона в целом. Наличие рейтинга свидетельствует о прозрачности региона и о высоком качестве администрирования. Рейтинговый отчет выполняет роль визитной карточки региона, причем поскольку он написан независимыми аналитиками, то представляет интерес для инвесторов именно как непредвзятый и всесторонний взгляд на регион. Таким образом, получение кредитных рейтингов имеет большое значение прежде всего для регионов, планирующих проводить активную политику по привлечению инвестиций в экономику региона, а также наращивающих капитальные расходы на инфраструктуру.

Если говорить о факторах, роль которых возрастает при оценке кредитоспособности, то в условиях постоянно меняющейся институциональной среды, усиления давления со стороны социальных расходов и необходимости увеличения капитальных расходов все большее значение будут приобретать такие рейтинговые факторы, как бюджетная дисциплина и качество управления. Fitch ожидает снижения кредитоспособности тех регионов, где наблюдается сочетание низкой гибкости бюджета и изношенной инфраструктуры, а также отсутствие четкой стратегии развития и активной политики привлечения заимствований для ее реализации. Регионы, которые продемонстрируют ясную бюджетную политику в сочетании с высоким качеством управления, включая современные методы управления долгом, скорее всего, сохранят высокую кредитоспособность и, как следствие, возможности доля привлечения финансирования в виде банковских кредитов и облигационных займов. Fitch ожидает, что из-за необходимости привлечения долгового финансирования для осуществления капитальных расходов все большую важность будут приобретать такие факторы, как экономическое прогнозирование и планирование на среднесрочную и долгосрочную перспективу, оценка инвестиционных проектов и применение оптимальной практики управления долгом. При этом мы ожидаем, что все большее число регионов будет делать выбор в пользу привлечения долгосрочного финансирования через выпуск ценных бумаг, что является важной составляющей долгосрочной стратегии развития региона. В целом тесная координация долговой и инвестиционной политики региона говорит о высоком качестве управления ресурсами — как собственными, так и заемными.

Как вы относитесь к схеме заимствования с помощью создания специальных финансовых структур, на 100% принадлежащих властям региона?

Указанные схемы зачастую связаны с некоторыми ограничениями на выпуск долговых обязательств определенного рода. Например, в настоящий момент российским законодательством запрещен выпуск регионами новых облигационных займов в иностранной валюте. С учетом более низкой процентной ставки по указанным займам это может быть привлекательным, и использование специальных финансовых структур для осуществления заимствования может быть оправдано с точки зрения снижения стоимости заимствования. Примером может быть ситуация в Татарстане, где республиканский бюджет выдал гарантию по облигациям холдинговой компании «Синек», которая, в свою очередь, выпустила облигационный заем, средства от которого идут на развитие республики. Необходимо отметить, что подобные ситуации полностью учитываются при кредитном анализе региона, вся информация по указанным схемам описывается в кредитных отчетах, а уровень рейтинга отражает существующий риск для региона. Кроме того, согласно действующему законодательству, все гарантии, выданные региональными правительствами, учитываются в составе государственного долга и являются публичной информацией.

В дальнейшем при либерализации рынка заимствований многие ограничения будут сняты, и необходимость в подобных схемах отпадет. Так, согласно поправкам в Бюджетный кодекс РФ, с 2011 г. регионам будет разрешено выходить на рынки еврооблигаций, хотя остаются вопросы, связанные с процедурными вопросами: порядок регистрации займа, требования к эмитентам.

Насколько серьезно кризис на мировых финансовых рынках в корпоративном секторе может затронуть данную группу заемщиков?

На наш взгляд, текущий кризис повлияет на рынок субфедеральных облигаций, в частности повысит барьеры выхода на рынок для эмитентов, не обладающих кредитным рейтингом. Однако степень этого влияния будет меньше, чем на другие сегменты рынка. Более того, для некоторых регионов кризис приведет и к положительным последствиям. Так, ЦБ РФ принял решение расширить список ценных бумаг, принимаемых в качестве залога по кредитам Центробанка, путем снижения на две ступени требования по рейтингам для указанных бумаг. Это означает, что облигации регионов с рейтингом B+ и выше попадут в этот список. Среди регионов, рейтингуемых Fitch, в этот список войдут облигации Республики Саха (Якутия), Липецкой области, Ленинградской области, Республики Карелия, Нижегородской и Новосибирской областей. Это безусловно повысит привлекательность облигаций, выпускаемых регионами с рейтингом B+ и выше, а к ним относится подавляющее число регионов с рейтингами Fitch.

Должны ли регионы, на ваш взгляд, выступать гарантами по займам региональных предприятий? Насколько оправданно вмешательство властей региона в долговую политику предприятий?

Выдача бюджетных гарантий является частью бюджетной и в целом экономической политики, проводимой региональными властями. Отдельные регионы активно пользуются этим инструментом, другие стараются не увеличивать косвенную долговую нагрузку. При выдаче любой гарантии важнейшим фактором является оценка риска по невозврату долга основным заемщиком и последующий переход гарантии в разряд прямого долга региона. Однако природа гарантий бывает разной. Так, для северных регионов, где существует большой элемент сезонности расходов на подготовку к зиме, гарантии выступают вполне оправданным инструментом преодоления разрывов ликвидности для госпредприятий, осуществляющих закупки по бюджетному заданию. Здесь риск по гарантиям минимальный, так как госпредприятия гарантированно получат финансирование из бюджета в соответствии с планом расходов, и гарантия будет погашена. В случаях, когда гарантии выдаются под осуществление определенного инвестиционного проекта, необходимость тщательного анализа целей инвестиций резко возрастает.