Александр Проклов,
вице-президент,
рейтинговое агентство Moody's

В гарантировании долга предприятий региональными администрациями нет ничего плохого

Расскажите, как развивается рынок субфедерального и муниципального долга в СНГ?

Безусловно, минувший год свидетельствовал о том, что российские региональные и муниципальные администрации (далее РМА), что называется, почувствовали вкус к заимствованиям. Хотя темпы роста этого сегмента умеренные по сравнению с показателями, которые демонстрировал рынок корпоративного долга, без сомнения, можно говорить о том, что долговые инструменты становятся важным источником финансирования для РМА. Промежуточные данные Минфина РФ показывают, что на 1 июля 2007 г. субъектами Федерации выпущено облигаций почти на 185 млрд руб. Конечно, рынок остается структурно несбалансированным — на долю облигаций Москвы и Московской области приходится почти 60% от общего объема эмитированных бумаг. Однако общее число РМА, облигации которых обращаются на рынке, неуклонно растет, как растет и число эмиссий, превышающих 1 млрд руб.

Что касается СНГ, то определенные результаты демонстрирует украинский рынок, однако объемы заимствований украинских муниципалитетов несопоставимы с российским рынком. Существовавшие же до последнего времени ограничения на долговые заимствования областей и муниципалитетов в Казахстане не позволяли развиваться этому сегменту казахстанского финансового рынка.

Каковы перспективы у сегмента? Видите ли вы какие-то особенности в развитии данного рынка в странах СНГ? Нужен ли им вообще долговой рынок? И какой: облигаций, еврооблигаций или, может быть, синдицированных кредитов?

Перспективы развития данного рынка остаются хорошими, поскольку РМА как в России, так и в других странах СНГ заинтересованы в долговом финансировании своих расходов, прежде всего — инфраструктурного характера. Как показал опыт последних лет, российские регионы и муниципалитеты стали привлекать значительные для них объемы заимствований именно для финансирования строительства дорог, газопроводов, объектов социальной инфраструктуры и пр. В дальнейшем такие потребности будут только расти.

Что касается используемых при этом долговых инструментов, то они, скорее всего, останутся достаточно традиционными. Популярным инструментом долгосрочного финансирования останутся облигации, кроме того, РМА продолжат привлекать краткосрочные банковские кредиты, в основном на кассовые разрывы. В дальнейшем (после 2011 года) можно ожидать роста внешних займов в форме еврооблигаций или кредитов, поскольку ряд субъектов РФ получит право занимать за рубежом.

Возможно ли, что какие-то проблемы и недоработки в законодательстве мешают регионам или городам выгодно занимать средства на облигационном рынке?

В российском законодательстве, как известно, существует ограничение, не позволяющее субъектам Федерации и муниципалитетам осуществлять заимствования за рубежом за очень небольшим исключением. Хотя с 2011 года часть субъектов РФ вновь получит такое право, рынок внешних займов для российских субфедеральных эмитентов еще только предстоит сформировать.

В чем особенности рейтингования субфедеральных и муниципальных заемщиков? Есть ли какие-то специфические риски?

Сектор субфедеральных и муниципальных заемщиков остается достаточно специфическим сектором с точки зрения присвоения рейтингов. В числе специфических рисков — риски, связанные с институциональной средой, то есть риски существенных и труднопрогнозируемых изменений в межбюджетных отношениях, в налоговом законодательстве. Следует отметить также риски, связанные с несбалансированностью региональных бюджетов, например, возможность дальнейшего увеличения доли негибких текущих расходов, в частности, расходов на заработную плату и социальные выплаты. Достаточно специфическим является и риск падения налоговых доходов, обусловленный недостаточной диверсификацией налоговых доходов бюджетов, ограниченностью собственной налоговой базы значительной части РМА.

Как сильно влияет на умонастроения инвесторов и ваши рейтинговые решения тот факт, что в 1998 г. несколько регионов в странах СНГ объявили дефолт по своим еврооблигациям?

Этот фактор по-прежнему учитывается нами, хотя и в меньшей степени, чем несколько лет назад.

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

Как показывает наш опыт, эта форма заимствований набирает обороты в России, становится все более популярной. Встречаясь с такими займами, наше агентство стремится как можно более полно понять, что за ними стоит, каковы цели и структура такого долга. Если рассматривать методологический аспект, то наше агентство включает долг таких компаний в состав общего долга администрации региона или муниципалитета, учитывая вероятность того, что по этому долгу будет расплачиваться непосредственно администрация. По крайней мере, такая практика уже существует в некоторых российских РМА, рейтингуемых Moody's.

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

Российский финансовый рынок на сегодняшний день демонстрирует падение ликвидности и рост ставок — результат кризиса ликвидности на мировых финансовых рынках. Однако для большинства субъектов РФ, рейтингуемых Moody's, влияние кризиса окажется, скорее всего, незначительным или даже незаметным. Часть РМА просто не имеет сколько-нибудь значительного долга, рефинансирование которого могло бы составить проблему. Другие же субъекты РФ либо имеют солидный запас ликвидности, либо должны рефинансировать свой долг не ранее 2008 г. Для этой группы РМА влияние кризиса на мировых рынках может оказаться значимым в том случае, если плохие условия для рефинансирования долга сохранятся и в долгосрочной перспективе.

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

Первый из этих двух вопросов должен рассматриваться индивидуально в каждом конкретном случае. В самом по себе гарантировании долга региональными администрациями нет ничего плохого. Надо отметить, что в последнее время регионы часто выдают гарантии не только под отобранные ими самими проекты, но и по согласованию с федеральным центром в рамках национальных проектов. Однако часто гарантии, выданные региональными правительствами, представляют собой не что иное, как отложенные расходы бюджета, поскольку погашение гарантированного долга осуществляется впоследствии самими регионами. Поэтому критерии предоставления гарантий должны быть прозрачны, а их объем и состав должны соответствовать долговой программе правительства, если таковая существует. В противном случае прогноз долговой нагрузки данного конкретного эмитента становится затруднительным, что может оказать самое непосредственное влияние на уровень рейтинга.

Что касается оправданности вмешательства властей регионов в долговую политику предприятий, то такое вмешательство возможно только по отношению к предприятиям, в которых региональная администрация является собственником, имеющим в своем распоряжении достаточный для этого пакет акций. Но даже в таких случаях, как показывает практика, предприятия очень часто проводят собственную долговую политику, не зависящую от политики региональной администрации в сфере управления долгом.

Какой стратегии придерживается Moody's на данном рынке? Кому среди субфедеральных и муниципальных заемщиков в СНГ в первую очередь необходимы рейтинги?

В данном случае трудно выделить конкретную группу заемщиков, которая могла бы претендовать на получение кредитного рейтинга Moody's, будь то рейтинг по глобальной или по национальной шкале. Скорее, можно выделить две основные причины, по которым РМА обращаются за рейтингами в наше агентство. Первая причина — это стремление получить рейтинг непосредственно для работы на финансовом рынке. Вторая — это стремление использовать рейтинг как своего рода имиджевый инструмент, свидетельствующий о качестве бюджетной, долговой и социально-экономической политики региональной или местной администрации, о ее готовности сотрудничать с широким кругом инвесторов.