

# РЕГИОНАЛЬНЫЕ И МЕСТНЫЕ ОРГАНЫ ВЛАСТИ РОССИИ: ДЛЯ НЕКОТОРЫХ ЗАЕМЩИКОВ СИТУАЦИЯ МОЖЕТ УХУДШИТЬСЯ

Борис Копейкин

заместитель директора  
*Standard & Poor's*

Валери Монтмор

директор  
*Standard & Poor's*

Феликс Эйгель

заместитель директора  
*Standard & Poor's*

В 2007 г. российские региональные и местные органы власти (РМОВ) демонстрировали хорошие показатели, что отражалось на их рейтингах. Среди основных факторов, способствовавших повышению рейтингов, можно назвать низкий уровень долга и рост бюджетных доходов РМОВ, а также позитивные изменения в системе межбюджетных отношений. Ожидается, что воздействие этих благоприятных факторов по-прежнему будет сильнее влияния негативных факторов, в частности сохраняющейся непредсказуемости институциональных изменений, давления на расходную часть бюджетов в долгосрочном периоде, концентрированной экономики, чувствительной к колебаниям цен на сырьевые товары, а также растущей зависимости доходов большинства РМОВ от волатильных поступлений по налогу на прибыль.

В ближайшие 1–2 года диапазон кредитных рейтингов российских РМОВ может расширяться под влиянием растущих различий в экономических показателях и качестве управления, а также увеличения числа отрейтингованных РМОВ.

Непосредственной угрозой для российских РМОВ может стать замедление роста доходов, ожидаемое в 2008–2010 гг., в сочетании с постоянным давлением на расходную часть бюджетов. Это может привести к меньшему числу позитивных рейтинговых действий по большинству эмитентов, чьи финансовые возможности позволяют справиться с изменяющимися условиями. Вместе с тем в результате этих тенденций могут последовать негативные рейтинговые действия по более слабым

РМОВ, не имеющим «запаса финансовой прочности» и испытывающим огромные инвестиционные потребности. Растущие потребности в капиталовложениях, которые позволили бы довести инфраструктуру до базисного уровня и решить хотя бы самые острые проблемы в этой области, приведут к значительному повышению низкого на сегодняшний день уровня долга РМОВ в средне- и долгосрочной перспективе. На фоне замедляющегося роста доходов это станет дополнительным препятствием для повышения рейтингов наиболее слабых в финансовом отношении РМОВ.

## ОБЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ

По состоянию на 1 февраля 2008 г. *Standard & Poor's* поддерживает рейтинги 27 РМОВ Российской Федерации, в том числе 19 регионов и 8 муниципальных образований. Только 3 эмитента — города Москва (рейтинг по обязательствам в иностранной валюте: *BBB+*/Стабильный/-) и Санкт-Петербург (*BBB-*/Позитивный/-), а также Ханты-Мансийский автономный округ (*BBB-*/Стабильный/-) — имеют рейтинги инвестиционной категории. Рейтинги других РМОВ варьируются в диапазоне от *B-* до *BB+*.

С начала 2007 г. до 1 февраля 2008 г. был присвоено 3 новых рейтинга: Республика Саха (Якутия), ранее имевшая лишь рейтинг по национальной шкале, получила рейтинг *B+*/Стабильный/- по международной шкале, Тверская область — *BB-*/Стабильный, Красноярский край — *BB+*/Ста-

бильный. Пять новых рейтингов были присвоены в 2006 г. Учитывая огромные потребности регионов и муниципальных образований в развитии инфраструктуры, а также общее повышение предсказуемости их финансовых показателей, мы считаем, что объем чистых заимствований на цели модернизации инфраструктуры будет расти, и поэтому количество РМОВ, имеющих кредитные рейтинги, в ближайшие 1–2 года увеличится.

Кроме того, мы ожидаем, что в России станет больше отрейтингованных компаний и банков, связанных с региональными или муниципальными органами власти. Четырем таким компаниям присвоены рейтинги: предприятию водоснабжения и водоотведения «Санкт-Петербургский водоканал» (*BB+*/Позитивный/*B*), ОАО «Московская областная инвестиционная трастовая компания» (МОИТК; *B*/Позитивный/-), а также ОАО «Ипотечная компания Московской области» (*B-*/Стабильный) и ГУП «Мострансавто» (*CCC+*/Стабильный). Ожидается, что растущее стремление РМОВ к заимствованиям, стимулируемое необходимостью в улучшении инфраструктуры ЖКХ, а также действующий запрет на увеличение заимствований в иностранной валюте и другие нормы бюджетного законодательства будут способствовать присвоению рейтингов таким заемщикам в будущем.

## РЕЙТИНГИ И ПРОГНОЗЫ

За время, прошедшее с 1 января 2007 г., было повышено 7 рейтингов российских РМОВ по международной шкале

и 8 — по национальной шкале. В частности, рейтинг Ханты-Мансийского автономного округа повышен до инвестиционного уровня. Повышения рейтингов были обусловлены высокими темпами экономического роста, способствующими росту доходов и постепенной стабилизации межбюджетных отношений на уровне федерального центра — регионы.

Одиннадцать прогнозов по рейтингам РМОВ были пересмотрены на «Позитивный». Ни одного случая понижения рейтингов или ухудшения прогнозов с начала 2007 г. не было. На сегодняшний день более половины отрейтингованных российских РМОВ по международной шкале имеют прогноз «Позитивный». Ни один регион или муниципалитет не имеют рейтингов с прогнозом «Негативный» или рейтингов, находящихся в списке *CreditWatch* («рейтинг на пересмотре»).

Мы полагаем, что в дальнейшем позитивное влияние на кредитоспособность российских РМОВ будут оказывать такие факторы, как улучшение качества управления, повышение предсказуемости финансового положения РМОВ в среднесрочной перспективе в результате внедрения обязательных 3-летних бюджетов/финансовых планов, а также совершенствования инфраструктуры. Однако относительно низкая эффективность системы выравнивания бюджетной обеспеченности приведет к дальнейшему увеличению разницы в кредитоспособности российских РМОВ. На уровень рейтингов сильнейших РМОВ будут продолжать влиять такие положительные факторы, как рост экономики и доходов бюджета и умеренный долг.

Ожидаемое замедление роста доходов, увеличение нагрузки на расходную часть бюджетов и риски, связанные с высокой зависимостью от неустойчивых поступлений по налогу на прибыль предприятий от одной отрасли или предприятия (налогоплательщика), могут привести к ухудшению финансовых показателей более слабых РМОВ. Слабый пока контроль РМОВ над связанными с ними компаниями, которые, по всей видимости, будут быстро увеличивать свои заимствования, может стать причиной дополнительных рисков. Эти факторы способны негативно повлиять на рейтинги некоторых РМОВ и создать основания для их понижения в будущем (рис. 1 и 2).

## РЕФОРМЫ ОКАЗЫВАЮТ ПОЗИТИВНОЕ ВЛИЯНИЕ

*Standard & Poor's* отмечает заметное повышение стабильности и предсказуемости российской системы межбюджет-

Рисунок 1. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РОССИЙСКИХ РМОВ ПО ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ

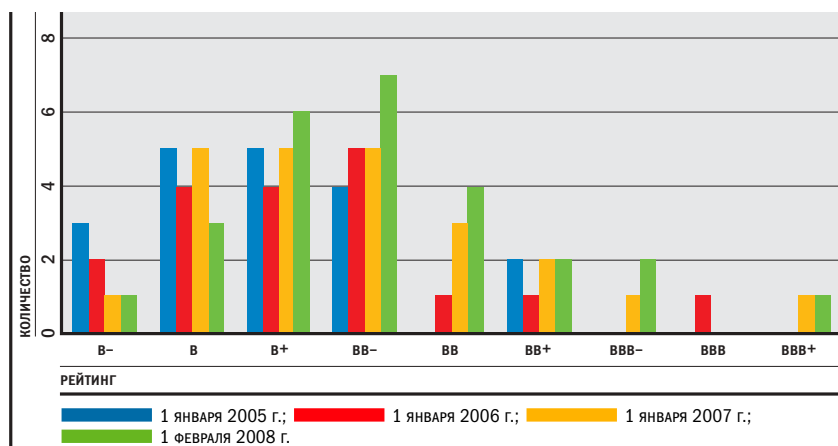
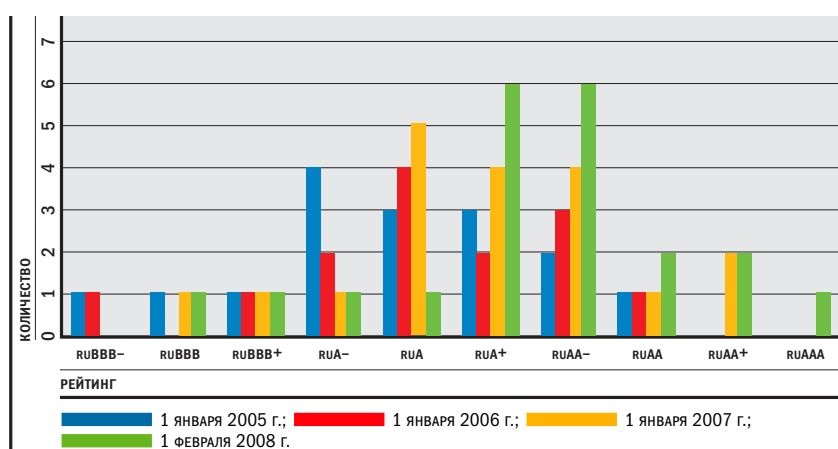


Рисунок 2. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕЙТИНГОВ РОССИЙСКИХ РМОВ ПО НАЦИОНАЛЬНОЙ ШКАЛЕ



ных отношений в ходе недавних реформ. Вот основные достижения последних лет:

- завершение крупных налоговых реформ; никаких существенных изменений в ставках, базе и (или) пропорциях распределения доходов между органами власти разных уровней в ближайшие 1–2 года не ожидается;
- более четкое распределение доходов и расходных полномочий между органами власти разных уровней в рамках реформы межбюджетных отношений;
- в результате реформы местного самоуправления установлены нормативы минимальных доходов для муниципалитетов;
- внедрение 3-летнего финансового планирования/бюджетирования для РМОВ, хотя и не полностью институционализированное, уже способствует повышению прозрачности и предсказуемости региональных и муниципальных финансов.

Тем не менее системные риски остаются высокими по международным меркам. Это обусловлено тем, что, хотя перераспределение крупных объемов средств осуществляется через федеральный бюд-

жет, система выравнивания остается малоэффективной. Кроме того, сказываются отсутствие прозрачной системы сдержек и противовесов и низкий уровень подотчетности РМОВ. Перечисленные риски останутся одним из основных факторов, препятствующих дальнейшему повышению рейтингов российских РМОВ.

Между богатейшими и беднейшими регионами сохраняется огромный разрыв в уровнях дохода на душу населения. По этому показателю Москва, ХМАО, Ямало-Ненецкий автономный округ (ЯНАО), а также некоторые другие, менее крупные северные регионы опережают центрально-европейские регионы и республики Северного Кавказа в среднем в 5 раз. Это приводит к большим различиям в уровнях предоставляемых базовых услуг и не позволяет беднейшим регионам ликвидировать разрыв в развитии инфраструктуры.

Более того, львиная доля инвестиций федерального правительства в транспортную инфраструктуру приходится на относительно развитые регионы, для которых характерны высокие темпы экономического роста (Краснодарский край, Санкт-Петер-

бург, Ленинградская область, Москва, Московская область и некоторые другие). Такая инвестиционная политика не обеспечивает выравнивания экономического развития регионов. Совершенствование системы выравнивания является важнейшим условием повышения кредитоспособности РМОВ, имеющих слабое финансовое положение или зависящих от циклических колебаний цен на сырьевые товары.

### **РМОВ ЛИШЕНЫ ВОЗМОЖНОСТИ КОНТРОЛИРОВАТЬ ДОХОДЫ**

Подавляющая часть доходов РМОВ по-прежнему контролируется федеральным правительством, которое перераспределяет трансферты и устанавливает ставки и базу по важнейшим налогам. Доля межбюджетных перечислений составляет в среднем более 30% доходов. У некоторых экономически слабых регионов она даже выше и достигает 60–80%. Доля «гибких» доходов — денежных средств, поступающих в распоряжение региональных (местных) органов власти через взимание налоговых, неналоговых и других текущих платежей на его территории, которые региональные (местные) органы власти могут изменять путем регулирования ставки и (или) базы, в том числе путем установления налоговых льгот или процедур сбора, — в доходах бюджета большинства регионов, имеющих рейтинг, не превышает 20%.

Возможность регионов свободно распоряжаться своими доходами за последние годы не повысилась. Однако в результате недавней реформы местного самоуправления появились нормативы минимальных отчислений федеральных налогов в местные бюджеты, что способствовало повышению стабильности и предсказуемости доходов муниципальных образований. Важным позитивным изменением — особенно на фоне улучшения собираемости налогов и роста заработных плат — стало установление фиксированного минимального норматива отчислений по налогу на доходы физических лиц в бюджеты муниципалитетов. В связи с повышением доли поступлений по земельному налогу и неналоговых доходов доля «гибких» доходов на местном уровне повысилась и составляет в среднем 20–40% против менее 20% в дореформенный период. Повышение предсказуемости доходов — одна из основных причин повышения рейтингов целого ряда российских муниципальных образований в 2006–2007 гг.

Российская политическая реальность продолжает оказывать воздействие на финансовое положение регионов. Так,

процесс смены губернаторов остается трудно предсказуемым и малопонятным: никаких гласных, прозрачных критериев, в соответствии с которыми происходили бы смещения и назначения губернаторов, в России до сих пор нет.

### **ФИНАНСОВАЯ ПРОЗРАЧНОСТЬ**

Низкий уровень прозрачности и качества управления связаны с существующими стандартами отчетности, использованием неконсолидированного бюджетного учета на кассовой основе, слабостью операционного и финансового контроля за деятельностью предприятий общественно-государственного сектора, ненадежностью планирования и его коротким горизонтом, а также проблемами в сфере управления расходами.

К числу недавних позитивных изменений относятся уже упоминавшееся внедрение 3-летнего бюджетирования/финансового планирования и более полное раскрытие финансовой отчетности и информации о долговых обязательствах на интернет-сайтах РМОВ и федерального правительства. В 2007 г. Минфин РФ начал публиковать данные о структуре долга региональных органов власти на своем интернет-сайте. Российские РМОВ уже составляют и принимают 3-летние планы/бюджеты на 2008–2010 гг., что повышает предсказуемость их финансового положения в среднесрочной перспективе и позволяет им принимать финансовые обязательства на период, не ограничивающийся ближайшим бюджетным годом. Однако ожидать, что российские РМОВ перейдут на консолидированный учет по методу начислений (включающий данные о предприятиях общественного сектора) хотя бы после 2010 г., не приходится.

### **РОСТ ДОХОДОВ**

В 2007 г. российская экономика продолжала быстро расти: прирост промышленного производства за первое полугодие составил 7,7% (оценка) — благодаря высоким ценам на нефть и другие сырьевые товары и увеличению внутреннего потребления в результате повышения уровня благосостояния. Ожидается, что показатель роста ВВП за полный 2007 г. останется высоким. За первое полугодие 2007 г. лишь у 13 из самых больших регионов объем промышленного производства сократился.

Однако показатели экономического роста различных регионов весьма неоднородны. У Москвы, Московской области, Санкт-Петербурга, Ленинградской области и некоторых других регионов они на-

много превышали средний уровень, в то время как у других (прежде всего — отдаленных регионов с затрудненным доступом к важным внутренним и международным рынкам или с концентрированной экономикой) они были существенно ниже. Показатель валового регионального продукта (ВРП) на душу населения у большинства отрейтингованных российских РМОВ, кроме нефте- и газодобывающих регионов, а также Москвы, является низким по международным стандартам и не достигает среднестрановых уровней.

Несмотря на разные темпы экономического роста, бюджетные доходы в 2007 г. в среднем продолжали увеличиваться, что способствовало поддержанию финансовых показателей и ликвидности. В первом полугодии 2007 г. доходы российских РМОВ в среднем на 21% превышали показатели первого полугодия 2006 г. У 90% регионов рост доходов опережал уровень инфляции. С учетом традиционно более высокого, чем в первом полугодии, сбора налогов в оставшиеся месяцы года, можно предположить, что по результатам 2007 г. у большинства РМОВ рост доходов намного опередит рост инфляции. Поддержанию этой тенденции способствуют рост поступлений по налогу на доходы физических лиц (в первом полугодии 2007 г. они уже были на 34% выше аналогичного показателя предыдущего года) и увеличение объема межбюджетных перечислений из федерального бюджета.

### **ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА ДОХОДОВ И РОСТ РАСХОДОВ БЮДЖЕТОВ**

Предсказуемость доходов остается низкой, так как значительную часть (35% в 2006 г. и 37% в первом полугодии 2007 г.) доходов регионов составляет один из самых волатильных налогов — налог на прибыль предприятий. Из общего объема поступлений по этому налогу в бюджеты РМОВ 39% обеспечивает Москва, хотя без учета 49 млрд руб. задолженности компании «ЮКОС», которая была выплачена Московской в федеральный бюджет в первой половине 2007 г., доля Москвы составила бы 34%. Это влияет на средний показатель. Медианный показатель вклада этого налога в доходы среднего российского региона в первом полугодии 2007 г. все же достигал высоких 23% (хотя это и ниже 37%).

В результате практически все регионы сильно зависят от прибыльности крупнейших налогоплательщиков. Если не принимать в расчет «эффект «ЮКОСа», то поступления по налогу на прибыль в 1-м полугодии 2007 г. выросли всего на 12%, а предсказать их величину в 2008–2010 гг. непросто, так как она

в значительной степени зависит от мировых цен на нефть, газ и металлы.

## ВЫСОКАЯ КОНЦЕНТРАЦИЯ

Зависимость экономики и бюджета региона или муниципалитета от крупнейших налогоплательщиков или какой-то важной, но потенциально волатильной отрасли экономики является фактором, сдерживающим уровень рейтингов. Даже у Москвы с ее диверсифицированной экономикой прямой вклад налогоплательщиков, представляющих нефтегазовый комплекс, в городской бюджет превышает 10%. По оценкам администрации города, на долю «Газпрома» приходится 20% наиболее волатильного источника доходов — налога на прибыль. В других регионах, например в Вологодской области, где порядка 50% бюджетных доходов обеспечивает один налогоплательщик, риск концентрации еще выше. В 2006–2007 гг. налоговые платежи, обеспечиваемые крупнейшими налогоплательщиками, были одним из основных факторов роста доходов большинства РМОВ, имеющих рейтинги *Standard & Poor's*, но в неблагоприятных экономических условиях вклад этого источника доходов может резко упасть.

Снижение темпов роста поступлений по налогу на прибыль в 2008–2010 гг. может негативно повлиять на динамику роста доходов регионов и муниципалитетов. Для первых это станет прямым следствием уменьшения поступлений по данному налогу в региональные бюджеты, для вторых — результатом сокращения межбюджетных перечислений из региональных бюджетов в муниципальные.

Дальнейший рост заработной платы и затрат на социальную политику вызовет увеличение расходов. В первом полугодии 2007 г. расходы российских РМОВ на заработную плату и социальную политику оказались на 46% выше по сравнению с тем же периодом 2006 г. и рост значительно превысил рост доходов (21%). Дополнительным фактором роста расходов на муниципальном уровне стало дальнейшее увеличение административного персонала в результате реформы местного самоуправления.

## ДАВЛЕНИЕ НА БЮДЖЕТЫ

С 1 сентября 2007 г. регионам разрешается устанавливать минимальный размер заработной платы, превышающий уровень, установленный правительством страны, что только усилит тенденцию к росту зарплат. Кроме того, в российской системе межбюджетных отношений существует дисбаланс между делегируемыми

расходными полномочиями и финансированием, выделяемым на их исполнение. Это означает, что когда федеральный центр поручает регионам и муниципалитетам повысить заработную плату и расходы на социальную помощь, он не всегда обеспечивает их средствами, достаточными для покрытия соответствующих затрат.

Ожидается, что в 2008–2010 гг. расходы на социальную политику и выплату заработной платы в общественном секторе будут продолжать расти. Поскольку рассчитывать на адекватную компенсацию этих расходов не приходится, можно предположить, что эффект «ножниц», то есть прирост расходов без соответствующего прироста доходов, будет усиливаться. Следовательно, неплохие пока финансовые показатели будут, по-видимому, ухудшаться.

На сегодняшний день, однако, *Standard & Poor's* оценивает средние финансовые показатели российских РМОВ как достаточно высокие. Средний профицит текущего баланса российских регионов по итогам первого полугодия 2007 г. составил 23%, средний профицит бюджета с учетом капитальных расходов — 12%.

Основная причина обеспокоенности в будущем — существующая уже сейчас большая разница между финансовыми показателями наиболее сильных и наиболее слабых РМОВ. Если Москва в 1-м полугодии 2007 г. имела профицит текущего бюджета в размере 47%, то у 8 регионов текущий бюджет был исполнен с дефицитом, а у 15 — с профицитом, не превышающим 5%. Среди регионов, имеющих наиболее низкие финансовые показатели, несколько РМОВ проявляют активность на рынке облигаций. Это, в частности, Томская область (*ruA+*; текущий профицит — 1,8%) и Ярославская область (рейтинг не присваивался; текущий профицит — 4,1%). Предполагается, что в дальнейшем, по мере общего ухудшения ныне неплохих финансовых показателей, показатели сильных регионов с растущей экономикой и определенной гибкостью в расходной части бюджета ухудшатся в меньшей степени, чем показатели слабых регионов. В результате рост кредитоспособности РМОВ, ныне относящихся к рейтинговым категориям «*BVB*» и «*BB*», может замедлиться, но этот эффект будет намного более заметным в случае РМОВ, имеющих рейтинг «*B*», а также большинства РМОВ, не имеющих рейтинг.

## ПОТРЕБНОСТИ В ФИНАНСИРОВАНИИ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Один из факторов, сдерживающих дальнейшее повышение рейтингов мно-

гих российских РМОВ, — плохое состояние дорог, транспортной инфраструктуры и инженерных сооружений. Это создает риски для устойчивости экономического роста, препятствует повышению качества государственных услуг и повышает расходы на техническое обслуживание и ремонт. Кроме того, накопившиеся в данной сфере проблемы могут стать причинами чрезвычайных ситуаций в общественной инфраструктуре и потребовать экстренных затрат, имеющих более высокий приоритет, чем расходы на погашение долговых обязательств. Состояние инфраструктуры улучшается крайне медленно по следующим причинам:

- все еще низкий уровень вложений. Несмотря на существующие потребности, в первом полугодии 2007 г. капитальные расходы составили всего 16% консолидированных расходов РМОВ;

- отсутствие практики долгосрочного планирования и опыта управления крупными капитальными проектами;

- недостаточное умение составлять техническую документацию, дефицит строительных материалов и квалифицированной рабочей силы в большинстве регионов;

- задержки с получением финансирования, в том числе перечислений капитального характера из федерального бюджета.

- бюрократизированные процедуры закупок, которые занимают больше времени, чем первоначально планируется (не менее 30 дней). В результате львиная часть капитальных расходов производится в ноябре-декабре, что приводит к задержке строительных работ. По этим причинам на 1 июля 2007 г. годовые программы финансирования программ капиталовложений российских РМОВ на 2007 г. были выполнены намного меньше, чем на 50%. Однако ситуация все же несколько улучшается: по предварительным оценкам, капитальные расходы (в номинальном выражении) РМОВ в первом полугодии 2007 г. были на 32% выше, чем за тот же период 2006 г.

В 2007 г. подавляющая часть бюджетных инвестиций направляется в сектор ЖКХ (31% против 29% в 2006 г.) и на развитие транспорта и дорог (18% против 16% в 2006 г.), так как в этих сферах проблемы особенно велики.

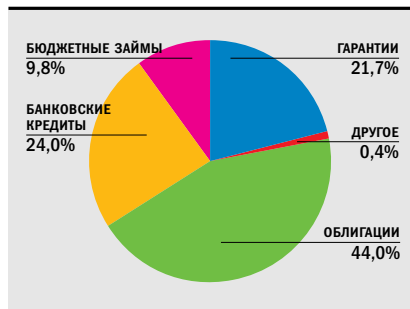
Ожидается, что федеральные программы ускорят модернизацию жилищно-коммунальной инфраструктуры, но не позволят существенно улучшить ситуацию. В июле 2007 г. создана государственная корпорация «Фонд содействия реформированию жилищно-коммунального хозяйства», в задачи которой входит финансирование развития дорожно-уличной сети,



проведение капитального ремонта многоквартирных домов и переселение жителей аварийных домов. Фонд получает капитал в размере 240 млрд руб.

По закону ответственность за состояние ЖКХ несут РМОВ, но уровень финансирования и управления в этом секторе не соответствует потребностям. Тарифы и субсидии, устанавливаемые РМОВ для ЖКХ, покрывают лишь эксплуатационные затраты, а на капитальный ремонт и новое строительство их не хватает. По оценкам Института экономики города, потреб-

**Рисунок 3. СТРУКТУРА ДОЛГА РОССИЙСКИХ РЕГИОНОВ НА 1 ИЮЛЯ 2007 г.**



ности ЖКХ как минимум в 10 раз превышают капитал фонда.

### НАКОПЛЕНИЕ ОСТАТКОВ НА СЧЕТАХ

Балансы бюджетов остаются высокими. В 2005–2006 гг. богатейшие РМОВ, чьи доходы быстро росли, аккумулировали на своих счетах значительные остатки денежных средств, достигающие 20–30% текущих расходов. В первом полугодии 2007 г. эта тенденция сохранялась в большинстве регионов, поскольку на 1 июля 78 регионов имели положительный баланс бюджета с учетом капитальных расходов. К ним относятся Москва, Санкт-Петербург, Республика Башкортостан (ВВ-/Позитивный /-), Республика Татарстан (ВВ-/Позитивный/-) и некоторые другие регионы, которые в последние годы демонстрируют устойчиво-высокие финансовые показатели и не имеют новых чистых заимствований. Такие РМОВ стали нетто-кредиторами и обеспечили себе запас ликвидности на год-два вперед.

### ВЫПУСК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Уровень долга российских РМОВ в среднем низок: по данным Министерства финансов, на середину 2007 г. задолженность регионов составляла менее 13% их бюджетных доходов, ожидаемых в 2007 г., или приблизительно 1,5% ВВП. Как ожидается, на конец года долг субъектов Федера-

ции не превысит 15% бюджетных доходов — крайне низкий показатель в международном контексте. Даже у РМОВ, активно размещающих долговые обязательства на рынке, долг, как правило, не превышает 20–30% доходов, что по международным стандартам считается низким показателем.

Большинство российских регионов и муниципальных образований придерживаются консервативной долговой политики: они неохотно прибегают к заимствованиям и при финансировании капитальных проектов в основном стараются полагаться на собственные средства и федеральные межбюджетные перечисления (рис. 3).

Некоторые РМОВ с умеренным уровнем долга (Томская область, Городской округ Балашиха, Клинский район и город Омск) активно привлекают краткосрочные заимствования, поэтому их расходы по обслуживанию и погашению долга довольно высоки. Такая политика позволяет избегать кассовых разрывов и задержек с финансированием капитальных проектов, но чревата рисками, связанными со своевременностью поступления доходов и рефинансирования. Ввиду трудностей с ликвидностью, возникающих в последнее время на российском рынке, фактор ликвидности при оценке кредитоспособности РМОВ приобрел особую значимость, но он уже учтен в присвоенных рейтингах. На сегодняшний день у нас нет оснований снижать рейтинг какого-либо российского региона или муниципалитета из-за проблем с ликвидностью. Однако для РМОВ, имеющих значительные обязательства по обслуживанию и погашению долга, данный фактор может являться препятствием для дальнейшего повышения рейтинга.

Уровни долга будут постепенно повышаться. В 2008–2010 гг. возрастет количество небольших по объему выпусков и увеличится число новых рейтингов, но у большинства отрейтингованных РМОВ заимствования не превысят 30–40% доходов бюджета. По оценкам *Standard & Poor's*, к концу 2009 г. общий объем облигаций, выпущенных российскими РМОВ а также связанными с ними организациями, достигнет 650–800 млрд руб.

Объем выпуска российскими РМОВ долговых обязательств, номинированных в национальной валюте, остается умеренным, что объясняется ростом доходов и накоплением денежных средств крупнейшими из этих эмитентов. За период с 30 марта по 30 ноября 2007 г. общий объем выпущенных облигаций увеличился не существенно — со 189 млрд до 211 млрд руб. На сегодняшний день 56 российских РМОВ являются активными эмитентами. Большинству РМОВ удалось улучшить структуру своих долгов (теперь в ней преобла-

дают не кратко-, а среднесрочные обязательства) и выровнять графики погашения.

Бюджетный кодекс Российской Федерации по-прежнему запрещает чистые новые заимствования в иностранной валюте, хотя уже приняты поправки. Регионы, получающие федеральные субсидии в минимальном объеме, в 2011 г., возможно, получат право увеличить свои чистые внешние заимствования.

Организации, связанные с государством (ОСГ), устойчиво наращивают свое присутствие на долгом рынке. ОСГ Московской области наиболее активны, что объясняется высокой активностью самого региона на рынке заимствований. Общий номинальный объем облигаций, выпущенных ОСГ Московской области, в том числе МОИТК и Московским областным ипотечным агентством (рейтинг не присваивался), уже достиг 28 млрд руб. А в декабре 2007 г. прошло размещение облигаций ГУП «Мострансавто» еще на 7,5 млрд руб.

Другие региональные ОСГ также успели выйти на рынок облигаций, в частности предприятия Башкортостана и Томской области.

Компании водоснабжения, принадлежащие городам, имеющим рейтинги *Standard & Poor's*, берут займы в иностранной валюте (главным образом у различных международных организаций, таких как ЕБРР и МБРР). Банки, принадлежащие регионам и контролируемые региональными органами власти (например, краснодарский Крайинвестбанк), привлекают займы, необходимые им для участия в проектах по развитию жилищно-коммунальной инфраструктуры и содействия решению первоочередных политических задач федерального правительства и региональных администраций.

Все это говорит о наличии тенденции роста заимствований коммунальных предприятий и финансовых организаций, связанных с региональными и местными органами власти. В среднесрочной перспективе этот способ заемного финансирования, позволяющий обходить наиболее негибкие нормы бюджетного законодательства и разделять риски с частным сектором, будет все более популярным — особенно с учетом огромных потребностей в развитии инфраструктуры.

В целом, несмотря на рост давления со стороны расходов и ожидания меньшего числа позитивных рейтинговых действий в 2008–2010 гг. по сравнению с 2005–2007 гг., более половины рейтингов РМОВ имеют прогноз «Позитивный», остальные — прогноз «Стабильный». Поэтому в будущем мы ожидаем больше позитивных рейтинговых действий, чем негативных. ■