

Итоги круглого стола S&P: кредитное качество региональных и муниципальных органов власти

Екатерина Горбунова
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Оценка кредитного качества в период финансового кризиса

Вчера рейтинговое агентство S&P провело круглый стол для инвесторов, организаторов долгового финансирования и аналитиков на весьма актуальную в последнее время тему: «кредитное качество региональных и местных органов власти (РМОВ)». В ходе встречи обсуждалось текущее положение на рынках долговых обязательств РМОВ России, прогнозы S&P по изменению кредитоспособности таких эмитентов, а также ключевые аспекты их анализа.

Как отмечают аналитики S&P, в период финансового кризиса, зачастую на первый план выходят не фундаментальные, а краткосрочные показатели: доступность денежных средств, доступ к рынкам долговых обязательств, сроки погашения задолженности. **Показатели ликвидности будут основными факторами, определяющими рейтинговые действия в течение всего 2009 г.**

При определении рейтингов S&P не учитывает вероятность экстренной помощи со стороны федерального правительства. Агентство одобряет тот факт, что федеральное правительство принимает меры по поддержанию ликвидности российских регионов. Дополнительные субсидии (150 млрд руб. или \$4.5 млрд) вместе с бюджетными ссудами (170 млрд руб.) должны полностью покрыть расходы РМОВ на погашение долговых обязательств в 2009 г., составляющих примерно 200 млрд. руб.

В то же время S&P не уверено в том, что эти средства федеральное правительство использует для поддержки регионов, имеющих высокий уровень долга. Так же нет уверенности и в своевременности выделения средств. Так, среди российских РМОВ только Московская область получила часть бюджетных ссуд в размере 15 млрд руб.

Относительно Московской области, агентство отметило, что рейтинги не отозваны, а приостановлены в связи с недостатком информации. В случае предоставления областью необходимой для анализа информации, агентство возобновит покрытие этого эмитента. В ходе встречи агентство всячески избегало упоминания проблем вокруг Московской области.

Текущее кредитное качество

Влияние кризиса, выразившееся в сложностях с рефинансированием, более всего отразилось на РМОВ, которые обладали наибольшим объемом краткосрочного долга. Для обслуживания долгосрочных обязательств, большинство регионов привлекли краткосрочные займы, что привело к росту рисков рефинансирования обязательств с погашением в 2009-2010 гг.

Значительные потребности в рефинансировании и проблемы с ликвидностью стали причинами того, что в 3-м квартале 2008 г. агентство поместило на пересмотр 7 РМОВ (Московская область, Клинский район, Томская, Иркутская и Тверская области, Омск и Братск). Позже рейтинги были понижены у всех РМОВ, кроме Братска.

С октября 2008 г. основные показатели РМОВ ухудшились, снижаются показатели исполнения бюджета, коэффициенты «долг/доходы», темпы роста доходов. Регионы, получающие основной доход от налога на прибыль (Например, Самарская область, Москва, Санкт-Петербург), могут сократить свои первоначальные бюджеты на 25-39%, Ханты-Мансийский автономный округ – на 50%.

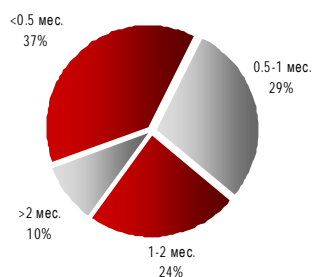
Несмотря на это, агентство подчеркивает, что **до настоящего времени дефолты региональных и муниципальных органов власти в России место не имели**, по крайней мере, среди клиентов S&P. Данный факт, безусловно, позитивен, тем более, что агентство под дефолтом понимает в т.ч. и неисполнение обязательств по кредитам, а эта информация, в отличие от дефолта по публичному долгу, зачастую недоступна участникам долгового рынка. **S&P прогнозирует рост потребности РМОВ в рефинансировании.** В 2009 г. обязательства РМОВ достигнут примерно 200 млрд руб. (на 25% больше, чем годом ранее), примерно половина этой суммы потребует рефинансирования.

По оценкам S&P, на 1 января 2009 г. у 42% российских регионов денежные средства на расчетных и срочных счетах не покрывали расходы на погашение долга в 2009 г.

Средний размер денежных средств на счетах РМОВ к концу 2008 г. только у 10% регионов превышал двухмесячную норму бюджетных расходов. У 37% регионов резервы не покрывали двухнедельные расходы бюджетов. Таким образом, большинство регионов подвергают себя серьезным рискам ликвидности.

«В следующем году начнет разжиматься пружина расходов», - отметил аналитик агентства, имея в виду, что в 2010 г. вновь начнут расти расходы бюджетов. Так, например, невозможно

Денежные средства российских регионов
на 1 января 2009 г.
(в месяцах бюджетных расходов)



Источники: S&P

годами откладывать ремонт автодорог.

Агентство не ожидает в текущем году дефолтов среди регионов и муниципалитетов. Основные риски рефинансирования S&P видит в 2010-2011 гг. из-за роста расходной и снижения доходной частей бюджетов РМОВ. По оценкам S&P, обязательства увеличатся на 35% до 270 млрд руб. При этом бюджетные показатели либо вновь ухудшатся, либо стабилизируются на текущем низком уровне.

Критический уровень долговой нагрузки для областей и субъектов

На вопрос о критическом уровне долга, аналитики S&P ответили, что с их точки зрения, **важен не фактический объем накопленной задолженности РМОВ, а ежегодная долговая нагрузка на бюджет** (т.е. стоимость обслуживания долга). Так, длинный, но дешевый долг может быть приемлем, поскольку выплаты растянуты во времени. **Критическим уровнем долговая нагрузка аналитики S&P назвали 25% от бюджета.** При достижении именно такого уровня долговой нагрузки в 1998 г. субъекты объявляли дефолты.

В настоящий момент имеют наибольшую долговую нагрузку в России Иркутская и Томская область – от 20 до 30% бюджета.

Рынок субфедеральных облигаций

Крупнейшие заемщики на рынке облигаций – Москва и Московская область, доля которых на март 2009 г. составляла 66% всего рынка субфедеральных заемщиков.

Одной из причин того, что рынок облигаций в настоящий момент закрыт для субфедеральных облигаций, участники «круглого стола» назвали факт неисполнения Московской области обязательств по облигациям МОИА по причине ареста бумаг последней.

Между тем, сроки погашения облигаций приближаются. Если до кризиса средняя срочность субфедеральных облигаций достигала примерно трех лет, то в настоящий момент срок погашения большинства выпусков – менее года.

Увеличение потребности в рефинансировании сформировал «навес», откладываемых в период острой фазы кризиса, облигационных выпусков. По мере сокращения количества обращающихся на рынке облигаций и некоторого «потепления» финансовых рынков, можно ожидать размещения новых эмитентов.

Аналитики S&P назвали **первых возможных претендентов на размещения** в конце 2009-начале 2010 гг.: Республику Башкортостан, Ханты-Мансийский автономный округ, Санкт-Петербург. В бюджеты данных регионов заложены доходы от размещения облигаций. Аналитики отметили, низкий уровень долга данных заемщиков и достаточно высокие показатели их ликвидности в настоящее время. На вопрос об уровне возможных ставок по данным бумагам на встрече было высказано ожидание, что ориентиром по ставке будет служить доходность размещений облигаций Москвы (16%+). При этом, ставка выше 20% может стать «неподъемной» для бюджетов эмитентов.

Платежная дисциплина

Агентство отмечает **отсутствие кредитной культуры и низкую платежную дисциплину российских эмитентов.** Выполнение обязательства в срок не считается нормой – зачастую платежи задерживаются, не происходит подготовки к погашению заранее. Этот факт находит отражение в рейтингах.

На предложения аналитиков выйти на рынок с облигациями в открывшееся «окно», чтобы потом использовать средства для погашения задолженности, эмитенты зачастую отвечают, что разместятся непосредственно перед погашением рефинансируемого долга. Несвоевременность размещения облигаций обычно приводит к увеличению стоимости их обслуживания или к задержке платежей по долгу.

Единственным эмитентом, осуществляющим размещение облигаций заранее, и учитывающим рыночную конъюнктуру, аналитики S&P назвали Москву.

Плохие долги банков

Хотя темой «круглого стола» и не была банковская деятельность, однако вопрос об уровне просроченных кредитов был вскользь затронут на встрече. S&P **оценивает долю проблемных банковских кредитов в настоящий момент в размере 10-15%, к концу года прогнозирует на уровне 20%.** При этом, **стрессовой ситуацией считает уровень 35-50%.** Аналитики агентства уточнили, что в качестве плохих кредитов они считают фактически просроченные долги на 30 дней + долги, по которым не будет выплат с вероятностью 100%. Данная классификация отличается от классификации ЦБ.

Рынок субфедеральных облигаций по состоянию на март 2009 г.



Источник: S&P

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Телекоммуникации, Банки**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**ТЭК**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Зенкова Елена

Zenkova_EA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.