



Ц Е Н Т Р Ф И С К А Л Ь Н О Й П О Л И Т И К И

НАУЧНО– ПРАКТИЧЕСКИЙ СЕМИНАР ПО ВОПРОСАМ
БЮДЖЕТНОЙ ПОЛИТИКИ И МЕЖБЮДЖЕТНЫХ ОТНОШЕНИЙ

17– 20 апреля 2007 г.



В. Е. Редькин

Аналитик. Рейтинговое агентство Fitch Raitings

ПРИСВОЕНИЕ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ РЕГИОНАЛЬНЫМ И МЕСТНЫМ ОРГАНАМ ВЛАСТИ

(Стенограмма)

КУРЛЯНДСКАЯ. Следующее выступление посвящено вопросам кредитного рейтинга региона. Это становится всё более актуально, хотя, в общем-то, уровень заимствования на региональном уровне в нашей стране очень невысок, особенно по сравнению с другими странами. Это объясняется сейчас таким конъюнктурными доходами и политикой выделения средств на инвестирование из текущих доходов, что, вообще говоря, является неправильным с точки зрения управления общественными финансами. Основная идея в том, что вы инвестируете в то, чем будут пользоваться будущие поколения и, соответственно, нагрузка на это должна распространяться на налогоплательщиков и будущих лет. Тоже поэтому лучше сейчас занять и выплачивать из средств будущих бюджетов. Действительно, к такой именно политике прибегает всё больше регионов. И сейчас еще почему повышается значение этой проблемы? – потому что в Нальчике у нас на семинаре высказывалось предложение Силуановым о том, что как-то нужно поощрять регионы, которые не получают дотации и те регионы, которые смогут сейчас по бюджетному кодексу отказаться от дотаций. Я не знаю точно, прошла эта поправка или нет, но она предлагалась. И они тогда будут иметь возможность заимствовать на международных рынках уже в иностранной валюте. Вот, как я понимаю, Владимир Евгеньевич Редькин, он бывший наш сотрудник, кто-то

может его помнит, а сейчас он сотрудник международного рейтингового агентства «Фич». Он как раз нам расскажет обо всём об этом.

РЕДЬКИН. Добрый вечер. Я действительно остановлюсь на проблеме такой достаточно широкой – это кредитные рейтинги и суб-федеральные органы власти. С одной стороны плохо, что я выступаю последним, все устали. С другой стороны выступление такое не сильно техническое, поэтому, возможно, вам будет легче его слушать, чем, например, отраслевые выступления, которые до этого были, прекрасные, безусловно.

О чем мы сегодня поговорим? План презентации такой. Сначала будет короткое введение. Меня, в принципе, притесняли тут несколько, сказали, что не стоит на этом заострять внимание. Но, тем не менее, как введение расскажу, кто вообще предьявляет спрос на такое понятие, как рейтинг. Потом мы выясним, что такое рейтинг с точки зрения определения формального, и что он несет регионам, зачем он нужен. Потом опять же будет такого технического плана раздел, который будет посвящен типологии рейтингов. То есть, как это ни странно, мы все привыкли говорить: «Рейтинг региона, рейтинг региона». На самом деле рейтинг – довольно составной показатель, на практике присваивается несколько рейтингов, мы попытаемся разобраться – какие, что они означают, для чего это делается, для чего приняты такие стандарты. Затем будет, на мой взгляд, самый важный раздел для вас – это рейтинговые факторы. О чем пойдет речь? Мы выясним, что нужно делать региону, чтобы рейтинг был. То есть, на что смотрит рейтинговый аналитик при составлении рейтингового отчета, и, соответственно, дальше будет присвоение рейтинга. Что важно, что менее важно. Из того, что важно, что должно быть, как это должно выглядеть, чтобы всё было хорошо. И, наконец, приоткрою вам немножко формальную сторону вопроса – как всё происходит. То есть, что за чем, откуда появляется рейтинг. То есть, понятно, что он не росчерком пера возникает в один момент. Но вот весь процесс, он, в принципе, как ни странно, тоже имеет смысл знать – что за чем идет, на каком этапе можно повлиять и что-то сделать, на каком этапе уже поздно что-то делать с точки зрения региона, который хочет рейтинг получить.

Сначала короткое введение, как я уже сказал. Вообще рейтинги присваиваются не только, безусловно, регионам, муниципальным образованиям. Все знают про рейтинги суверенов – то есть, это страновые рейтинги. Кроме этого рейтинги присваиваются и коммерческим структурам, банкам, корпорациям. То есть, рейтинг – это такая услуга, на которую есть спрос. Вот эту карту я привожу с одной целью – показать вам, что офисов по всему миру в разных странах очень много, и все эти офисы – это только наше агентство, на самом деле мы работаем не одни, мы не монополисты на рынке, мы в достаточно конкурентной среде работаем. И спрос есть. Спрос есть в развитых странах, и в развивающихся странах, и, видите, в Индии, хорошо представлена Латинская Америка и так далее. То есть, надо понимать, что рейтинг – это не что-то такое искусственное, что навязывается мною, например, стоя на трибуне, – это то, что давно достаточно востребовано на рынке.

Если говорить уже конкретно о региональных финансах – то есть, то, чем я занимаюсь, что вас интересует больше всего – то 312 регионам с муниципалитетом присвоены рейтинги. То есть, вы видите, что это действительно не просто так, что вот давайте рейтинг присвоим. Это пользуется спросом. В Москве действует офис, который с 2003 года присвоил 17 регионам и городам в СНГ определенный рейтинг. Наш офис, естественно, занимается не только регионами, банками и корпорациями. На мой взгляд, доля субфедеральных образований, которые получают рейтинг, растет. На мой взгляд, важность этого повышается.

Собственно, небольшой такой график, как это всё было. Вот 2003 год, образовался офис, число эмитентов, то есть, регионов, которым были присвоены рейтинги, оно поступательно растет, я надеюсь, что рост будет продолжаться. Кстати, я знаю, что центр социальной политики очень любит интерактивную часть и поддерживает. Вот сколько здесь представлено регионов, у которых есть рейтинг? Поднимите руки, у кого есть рейтинг. Ну, вот видите, значит, у остальных нет. Значит, им вдвойне интересно будет мое выступление.

Посмотрим, что ждут от рейтинга те регионы, те города, муниципальные образования, которые изъявляют желание его получить и, собственно говоря, что они ожидают за свои деньги. Это, естественно платная услуга, потому что коммерческая организация присваивает, независимые эксперты.

И вот давайте посмотрим на определение кредитного рейтинга. И я бы тут сразу же подчеркнул, что существует, во-первых, наиболее общее определение или наиболее общий классический так называемый рейтинг – это рейтинг эмитента – то есть, это рейтинг, который говорит о способности региона, способности города в целом своевременно выполнять свои долговые обязательства. То есть, этот рейтинг присваивается в целом региону, в целом эмитенту или муниципальному образованию.

С другой стороны есть более частный случай рейтинга, когда рейтинг присваивается отдельному выпуску ценных бумаг, отдельной эмиссии облигаций. То есть, если регион выпускает на рынок определенные ценные бумаги, облигации, то этому выпуску также присваивается рейтинг, который в большинстве случаев основан на рейтинге эмитента. И этот рейтинг эмиссии, так называемый кредитный рейтинг эмиссии, он уже говорит о способности обеспечить в полной мере и в срок погашение именно конкретного вида обязательств – то есть, как основную сумму долга, так и процентные платежи. То есть, здесь надо понимать, что рейтинг – это такая комплексная услуга и поэтому не только эмитенту присваивается рейтинг, но также и каждому выпуску облигаций.

Что же дает рейтинг с формальной точки зрения? Во-первых, конечно, и основное, зачем рейтинг нужен – рейтинг формирует процентную ставку по ценным бумагам на рынке. То есть, в целом, если регион, если эмитент выпускает ценные бумаги, облигации на рынок и при этом не имеет кредитного рейтинга, это, конечно, вызывает некоторую настороженность инвесторов, и, конечно, снижает привлекательность данного вида ценных бумаг. То есть,

конечно, если регион уже готов выпустить ценные бумаги для того, чтобы финансировать свой дефицит в будущем году, например, то, конечно, он должен задумываться о том, что необходимо как хороший тон получить рейтинг.

Зачастую в других странах (в России, правда такого нет) кредитный рейтинг является обязательным условием при выпуске ценных бумаг субнациональным образованием. То есть, если регион выпускает ценные бумаги, то он обязан иметь кредитный рейтинг. Насколько я знаю, в Украине такое правило, так что это не так далеко от России и возможно и нас это ждет, хотя это, конечно, пока не стоит на повестке дня.

Когда публикуется кредитный рейтинг, это же не просто обозначение буквенное рейтинга, это выпускается кредитный отчет, и он становится доступен инвесторам, и в нем указаны объективно положительные и отрицательные свойства того или иного региона, который предлагает свои долговые обязательства на рынке. Конечно, инвесторы при этом получают возможность ознакомиться с факторами риска и, конечно, взвесить все «за» и «против» при покупке данного вида ценных бумаг.

Можно еще немного поговорить о положительном влиянии рейтинга, это такое уже более косвенное влияние, но, тем не менее, на мой взгляд, это тоже немаловажно. Как я уже сказал, рейтинг способствует большей прозрачности эмитента и это, во-первых, увеличивает базу инвесторов и влияет на стоимость заемных ресурсов. Причем влияет на стоимость заемных ресурсов не только выпущенных ценных бумаг, но и в целом кредитного финансирования, то есть, и любые другие инструменты (в основном это, конечно, рыночные инструменты, это банковские кредиты). Конечно, когда банки выдают кредиты регионам или муниципальным образованиям, в их интересах иметь какое-то независимое мнение, суждение об этом субъекте. И такому субъекту легче будет получить от банков кредит по более низкой ставке.

Второе положительное направление, положительное влияние рейтинга – это в целом влияние рейтинга на проводимую властями политику. То есть, что имеется в виду? Так как рейтинг основывается на в проделанной какой-то аналитической работе и существует в открытом доступе кредитный отчет, там совершенно четко видно, что, какие рейтинговые факторы влияли на рейтинг – какие положительные, какие отрицательные, что понравилось, что не понравилось, что хуже у этого региона по сравнению с другими регионами, что лучше.

И здесь, конечно, естественное желание любого губернатора или региональных властей получить рейтинг максимально высокий. И когда власти видят слабые места своего региона, они могут скорректировать свои планы, начиная с такого довольно общего, как план социально-экономического развития, в основном это, конечно, план долговая политика, бюджетное управление и так далее. То есть, изменить в ту сторону, чтобы это положительно повлияло на рейтинг.

То есть, в целом рейтинг является таким стимулом для властей проводить грамотную бюджетную политику, потому что в целом рейтинг, в общем-то,

отражает качество бюджетного управления в регионе. И, наоборот, уже полученный рейтинг... рейтинг первый раз присваивается, потом каждый год он пересматривается, и, естественно, положительная динамика рейтинга – это всегда приятно. Один раз получив рейтинг, естественно, нет желания, чтобы он снижался, и поэтому рейтинг будет предостерегать правительство от негативных шагов, которые могут привести к снижению рейтинга, и, в принципе, такие шаги будут сразу фиксироваться этим. То есть, это такая *, которая полезна для всех: и для инвесторов, и для внешних инвесторов, для самого региона, для властных структур, для населения, которое, собственно говоря, и получит те выгоды от более грамотной бюджетной политики.

Такой короткий слайд – что не показывает рейтинг. Иногда создается впечатление, что рейтинг – это такая всеобъемлющая оценка региона. Это не совсем верно. То есть, конечно, рейтинг основывается на многих факторах, но вот здесь вот перечислено, чем он не является. То есть, почему я заостряю внимание на том, что не показывает рейтинг? Потому что иногда говорят, что вот, мы там всё-таки маленький регион, у нас люди не как в Москве живут, поэтому ну какой нам рейтинг, мы еще слабоваты. Или у нас экономика маленькая и так далее, дотационные мы, ну какой нам рейтинг. На самом деле рейтинг совершенно не является ни показателем уровня жизни населения, ни показателем уровня дотационности, ни показателем уровня его инвестиционной привлекательности, ни уровнем, ни рангом экономического развития. Для этого всего есть другие показатели, которые всем известны, если идет речь об экономике, то есть экономические показатели – валовый региональный продукт на душу населения, его динамика и так далее. Если речь идет об уровне жизни – есть доходы населения – всем доступный статистический показатель.

Безусловно, рейтинг основывается на этих факторах, но далеко не всегда существует однозначное соответствие между силой региона в экономическом смысле и тем рейтингом, который он получает. То есть, не надо бояться того, что регион небольшой, не такой видный на российском горизонте – не это главное. На мой взгляд, сейчас больше рейтинг зависит от качества управления на региональном уровне, потому что в целом межбюджетные отношения между федерацией и регионами уже достаточно стабильны. Богатые регионы получают свою достаточно хорошую долю налогов, дотационные регионы стабильно получают дотации, то есть, в этом смысле никаких колебаний нет. Поэтому на первый план выходит качество самого менеджмента и то, как люди распоряжаются своими ресурсами, не важно, откуда они были получены.

Давайте перейдем к следующей части, она такая формальная, но, на мой взгляд, важная, чтобы потом не возникало потом путаницы – что означает это, что означает то, почему буквы разные. Здесь мы поговорим о том, какие, собственно говоря, бывают рейтинги, и какие рейтинги присваиваются, увидим саму шкалу рейтинговую. Пока мы так абстрактно говорим – рейтинг региона – а как это выражается в буквах?

Можно сказать, что основные составляющие рейтинга... Рейтинг присваивается как по международной шкале, так и по национальной.

Международная шкала, в чём ее плюс? Конечно, когда говорят о рейтинге, имеется в виду международная шкала, если ничего другого не добавлено. Если говорится – рейтинг по национальной шкале, то всегда добавляется и уточняется, что рейтинг такой-то, по национальной шкале.

В чем разница? Разница в том, что международная шкала предполагает возможность сравнения с другими странами. То есть, если регион Российской Федерации получил рейтинг по международной шкале, то этот рейтинг сопоставим с регионом из любой другой страны... ну, вот наше агентство присваивает рейтинг в Польше, любой другой стране, и можно сравнить с этим регионом. Национальная шкала, она больше предназначена для внутреннего употребления, и попозже я просто покажу, как это технически соотносится.

Так же рейтинг бывает долгосрочный и краткосрочный. Опять же по умолчанию, если говорят о рейтинге, то имеют в виду долгосрочный рейтинг. Если говорят о краткосрочном рейтинге, его в скобках упоминают – «краткосрочный рейтинг». Опять же это попозже расскажу. Так же бывает в иностранной национальной валюте.

Помимо основного рейтинга так же присваивается и прогноз на его будущее развитие. Он бывает либо положительный, либо стабильный, либо негативный. Слова сами за себя говорят. Стандартно – это стабильный, то есть, аналитики рейтингового агентства не видят каких-то в ближайшем будущем шоков или положительных или отрицательных, которые могут резко поменять существующую способность региона расплачиваться по своим долгам. Если же есть какие-то опасения о том, что, например, произошел ценовой шок негативный, а регион ориентируется на производство этой продукции. В таком случае можно ожидать какого-то негативного развития событий, можно поставить «негативный». Или, наоборот, в целом ситуация ухудшается, но до региона это еще не дошло. То есть, регион еще может благополучно выйти из кризиса со своими силами, и рейтинг у него не понизится. Бывают такие случаи, что надо поставить негативный прогноз как ожидаемое развитие событий. То же самое – положительный прогноз – то есть, если идет повышательный тренд, и мы ожидаем, что да, всё развивается поступательно, доходы растут, долги уменьшаются, но это еще формально не привело к каким-то необходимым техническим показателям хорошим, вернее, к улучшению показателей. Можно поставить положительный прогноз, который потом, на следующем шаге, если тенденция сохраняется и достигнуты определенные положительные успехи, он уже перерастает уже в повышение в рейтинге.

Давайте, посмотрим, наконец, на ту самую рейтинговую шкалу. Это ее половина, на следующем слайде будет вторая часть. Здесь международная рейтинговая шкала, долгосрочный рейтинг в правой колонке, где много буковок. И в соседней колонке – это краткосрочный рейтинг. В чем, собственно говоря, разница? Разница в том, что когда присваивается краткосрочный рейтинг, то больше внимания уделяется... в принципе подход тот же самый, но внимание уделяется кассовым разрывам, проблемам с ликвидностью, краткосрочным долгам, собственно говоря, само за себя определение –

краткосрочный рейтинг – говорит сам за себя. И в целом этот рейтинг не такой дифференцированный, как долгосрочный рейтинг.

Если говорить в целом о шкале, то вот здесь мы видим максимальный рейтинг – это AAA. И инвестиционный класс рейтинга, он как бы заканчивается на BBB-. В настоящий момент, если говорить о России, то у России рейтинг BBB+ – это инвестиционный рейтинг, и в целом только у Москвы и Санкт-Петербурга рейтинги тоже инвестиционного характера. Остальные регионы, они все имеют рейтинг ниже и все укладываются от B- до BBB+.

Почему краткосрочный рейтинг, на мой взгляд, еще не так актуален для регионов, вы видите, весь этот диапазон – от B- до BBB+, он укладывается в краткосрочный рейтинг B, то есть, на самом деле, важнее и дает более ясную картину конкретно в российском случае долгосрочный рейтинг.

Давайте, чуть-чуть я еще остановлюсь на национальной рейтинговой шкале, потому что иногда ее использование приводит к путанице. Чтобы ее, по крайней мере, у вас не возникало, я пару слов скажу. Национальная рейтинговая шкала оценивает способность обслуживать внутренние обязательства на местном рынке. Что это означает? Это означает, что она сопоставима только на рынке России. То есть, если регион имеет рейтинг по российской национальной шкале, то этот рейтинг можно сравнивать только с рейтингами российских регионов и нельзя сравнивать, например, с рейтингом региона из Испании, который присвоен по испанской национальной шкале, хотя в Испании национальной шкалы нет. В Польше, так скажем, – в Польше есть.

Как это технически? Технически национальная шкала, она как бы растягивает международную шкалу от странового потолка, то есть, в случае России, как я уже сказал, суверенный рейтинг России – это BBB+, вот мы растягиваем от BBB+ до самого нижнего – DD на полную шкалу. Ну, вот здесь такая стилизованная шкала есть, не все рейтинги обозначены, но, тем не менее, просто для наглядности. Такое происходит однозначное соответствие, и при этом сохраняется очередность рейтингов – то есть, и бюджетная обеспеченность должна сохраняться в рейтинге тоже, и очередность в рейтинге тоже должна сохраняться. Если по международной шкале у одного региона рейтинг выше, чем у другого, то и в национальной шкале их очередность сохранится. Опять же, нельзя сравнивать рейтинг регионов по национальной шкале и рейтинг регионов по международной шкале – это вещи несравнимые.

Еще присваивается рейтинг в национальной и иностранной валюте. В чем разница и, если разница есть, то актуальна ли она в случае российских регионов? Рейтинги в иностранной валюте, они учитывают все кредитные риски, включая, что важно в нашем случае, валютный риск – то есть, риск неожиданной резкой девальвации национальной валюты. И, соответственно, если у региона есть какие-то обязательства в иностранной валюте (в тех же долларах или евро) и нет активов в валюте, то, как мы все знаем, происходит такой дисбаланс активов и пассивов по валютной составляющей и тогда, в принципе, это риск, и этот риск может реализоваться, когда произойдет резкое ослабление местной валюты, и тогда придется... доходы-то регион получает в рублях, а расплачиваться придется в валюте. Ну, в принципе, когда такие случаи

были? Ну, вот все помнят, естественно, 1998 год, это из того ряда ситуаций. Рейтинги в национальной валюте эти риски не учитывают.

Что можно сказать про текущую ситуацию в России? Как вы знаете пока, по крайней мере, российским регионам, подавляющему большинству, запрещено заимствовать за рубежом, то есть, в принципе, для них что в иностранной валюте рейтинг, что в национальной – он просто совпадает, потому что рисков нету, у них нету валютных пассивов. Для тех же регионов, которые еще имеет валютную задолженность или гарантии иногда бывают, в принципе, этот риск есть. Но, учитывая ситуацию в стране, то есть, достаточно сильный платежный баланс и золотовалютные резервы (второе место в мире после Китая), этот риск, на мой взгляд, конечно, в ближайшей среднесрочной перспективе не будет влиять на кредитоспособность региона. То есть, разницы между рейтингом в иностранной валюте и национальной валюте, в принципе, не будет.

У вас есть в раздаточных материалах все регионы, которым мы присвоили рейтинг и здесь просто все перечислены, все рейтинги, чтобы вам было видно, что это не просто одна цифра или буквенное обозначение, а их, на самом деле присваивается много. Но, конечно, основной рейтинг (первая колонка) – это долгосрочный по международной шкале, долгосрочный рейтинг в иностранной валюте. В последней колонке – это прогноз по рейтингу – то есть, вы видите, что в основном прогноз по всем регионам стабильный и есть два прогноза положительных.

У вас в раздатке последние два региона не обозначены рейтингами, нет рейтинга, причина простая, что рейтинг в пресс-релиз буквально сегодня вышел. До выхода пресс-релиза мы не имеем права оглашать результаты кредитного комитета. Сейчас он вышел уже, официально информация распространена, поэтому я добавил быстренько перед выступлением.

На что хочу обратить внимание? Пензенская область у нас получила достаточно высокий рейтинг и, в общем-то, это говорит о том, что не только супер развитие в экономическом плане или там самодостаточные полностью, недотационные регионы получают высокий рейтинг. Вот, пожалуйста, Пензенская область – БББ – это на уровне практически выше Липецкой области, Коми, которые сильны, большие доходы у них и дотации небольшие совсем. То есть, это практически, следующий за республикой Татарстан.

То есть, кредитный рейтинг – это не такая... Невозможно так вот на первый взгляд сказать: да, регион вроде хороший, большой, там промышленность, там люди хорошо живут, поэтому у него и рейтинг большой. Это не совсем так. И наоборот, – это регион маленький, про него никто не знает, у него, наверно, и рейтинг маленький. Это не совсем так, и как практика показывает, в основном имеют значение не размеры региона, а как люди, которые работают в бюджетной сфере, ну, вот вы, собравшиеся в этом зале, как вы выполняете свою работу. Если вы выполняете свою работу хорошо, то у вашего региона, наверно, и рейтинг будет неплохой.

Здесь кусочек первой страницы кредитного отчета. Для чего я его сделал? Чтобы вы посмотрели, как это все формально обозначается. Тут вот рейтинги,

видите, они во множественном числе, то есть, не один рейтинг, а их присваивается на самом деле больше. То есть, текущий рейтинг (это Республика Татарстан, это реальный отчет). Долгосрочный рейтинг в иностранной валюте, краткосрочный рейтинг в национальной валюте, долгосрочный, национальный рейтинг долгосрочный и прогноз по рейтингам. Всё.

Здесь же видите ключевые рейтинговые факторы. Сначала положительные идут, на самом деле потом ниже идут и отрицательные. То есть, надо понимать, что при подготовке кредитного отчета мы не только положительные качества хотим на первый план выставить, но мы пытаемся оценить те риски, какие-то негативные, слабые стороны. Не то, чтобы совсем пытаемся найти всё, что в регионе не так, но, тем не менее, основные риски, с которыми регион может столкнуться в будущем именно с точки зрения выполнения своих долговых обязательств, безусловно, мы их подчеркнем и укажем на них.

И в этом ключевое отличие кредитного рейтинга от, например, какого-то инвестиционного меморандума. То есть, вы можете сказать: «Зачем нам рейтинг? Для прозрачности мы выпустим инвестиционный меморандум, и всё хорошо». Ну, это не совсем так, потому что инвестиционный меморандум – это скорее такая реклама, то есть, вот мой регион, такой хороший регион. Это реклама продукта, а кредитный рейтинг – это не реклама, а экспертное мнение, это как независимая экспертиза. Чему вы больше верите: рекламе или независимой экспертизе? Вот в этом же и разница между кредитным отчетом, кредитным анализом и инвестиционным каким-то меморандумом. И инвесторы тоже всё это понимают, поэтому, конечно, когда они смотрят на определенного рода документы, они понимают, что инвестиционный меморандум – там есть данные, там есть всё, но там никто не будет специально показывать, где же слабости. Кредитный отчет, он взвешен, сбалансирован, и поэтому дает более объективную оценку региону.

Не буду больше останавливаться на таких технических подробностях, давайте поговорим о рейтинговых факторах – то есть, собственно говоря, от чего зависит рейтинг, что нужно сделать хорошо, чтобы рейтинг был тоже высоким?

Во-первых, это, конечно, инвестиционный и административный фактор. Они в принципе примерно одинаковы для регионов в одной стране, например, для России в настоящий момент. На самом деле это всегда было так. Если говорить, например, о муниципальных образованиях, то еще буквально два года назад и налоги закреплялись по-разному, и права у них были разные и так далее. Сейчас немножко другая ситуация. Но почему этот фактор всё равно остается и почему он важен? Потому что мы присваиваем рейтинг, как вы уже знаете, по международной шкале, то есть, мы сравниваем не только внутри страны, но и с аналогичными регионами за границей. Поэтому это тоже важный раздел в кредитном отчете, в кредитном анализе. Дальше идут экономические, социальные параметры – это как раз та самая экономика. Дальше идут бюджетные долговые показатели и качество управления. Когда мы говорим – инвестиционные факторы.

Здесь важно посмотреть на сложившуюся ситуацию как с точки зрения доходной части, то есть источники доходов за определенными регионами, гибкость региона или муниципалитета, например, в увеличении доходов. Может ли регион надстроить налог, или наоборот его убрать? Есть ли у него возможность увеличить доходы, когда со стороны расходов есть какой-то негативный шок? Или наоборот, кто-то не заплатил налоги, можно ли за счет других это скомпенсировать? Здесь же мы смотрим дотационность региона, размер трансфертов, смотрим действительно ли дотации или какая-то большая часть из них состоит, носит целевой характер, на делегированные полномочия. Как я уже сказал, дотационность региона не является какой-то прямой дорогой к низкому рейтингу. То есть это не совсем так, потому что для нас важна стабильность. То есть если дотации есть, используются хорошо, то есть эффективность бюджетных расходов велика и дотации стабильны, это, в принципе, нейтральный скорее фактор, чем отрицательный.

И тоже самое про расходы можно сказать. То есть как * например виды расходных обязательств, что муниципалитеты... Для России это менее актуально на данном этапе, потому что есть (все вы знаете лучше меня реальные законы) разграничение полномочий. Это все нужно опять же для сравнения на международном уровне. Я допускаю ситуацию, что когда-нибудь эта ситуация изменится, и будет более гибкое распределение полномочий. Тогда для России это тоже станет актуальным вновь.

С точки зрения расходов еще важно, насколько гибки расходы. Доходы могут гибки. Может ли регион повысить доходы от одного источника в случае снижения его от другого? И то же самое про расходы. То есть если неожиданно регион испытывает шок от увеличения расходов определенного характера, то может ли он скомпенсировать снижением расходов на другие расходные полномочия?

Если говорить про экономику. Здесь есть такие неформальные вещи. Это физические параметры, то, что регион в принципе изменить не может. То есть где он находится, в какой он площади и так далее. Что есть, то есть. К сожалению или к счастью каждый где он находится, там он и будет. Но тем не менее это все рассматривается и тоже является факторами. Конечно, если это какой-то регион, который удачно расположен, транспортная какая-то развязка или порты у него есть, или это регион, который богат природными ресурсами, или это какой-то Крайний Север, где свои сложности... Якутию мы рейтингуем. Естественно такие особенности, которые, наверное, редко где могут встретиться в Западной Европе или любом другом месте Земного шара. То есть все это тоже важно.

А вот то, что формально может зависеть от вас – это уже такие параметры, которые говорят... Количественные показатели развития экономики. Это и валовой региональный продукт, и его динамика, и отраслевая структура, которая меняется. Конечно Советский Союз оставил нам в наследство определенную отраслевую структуру каждого региона, и это было в рамках единой большей социально-экономической системы. Сейчас прошло уже достаточно много времени, и многие регионы уже

довольно удачно уходят от той неэффективной структуры экономики, которая досталась им в наследство, и переходят к той экономике, тем отраслям, стимулируют те отрасли, которые им важны: услуги... В основном это касается регионов, которые были «заточены» на ВПК. Конечно, сейчас госзаказ, военный госзаказ... В девяностые годы он вообще сильно снизился, сейчас он растет. Но все равно это уже не то, что было при Советском Союзе. То есть вот эти вещи для нас важны.

Конечно инвестиции для нас важны. Что такое инвестиции? Это же рост налоговой базы. А рост налогов – это рост устойчивости бюджета. То есть в целом мы на все эти вещи смотрим под углом: а как это влияет, какой бюджетный эффект это дает? Даже если у региона все замечательно с ростом экономики, большая экономика, но видим, что экономика растет, а налоговые доходы не растут, это, конечно же, сигнал нехороший. И наоборот если налоговые доходы растут опережающими темпами, мы видим, что люди работают - это, конечно, положительный фактор.

Бюджетно-долговые обязательства – это то, с чем непосредственно вы связаны. Что мы здесь смотрим? Здесь для нас важна динамика за достаточно продолжительный срок. Мы не смотрим на один год, два года, потому что они бывают у всех либо удачными, либо не удачными. Мы смотрим где-то за пять лет. И в принципе последние годы для нас более важны. Но если были какие-то шоки за пять лет, надо понять: а почему они были, откуда они взялись? То ли это внешние факторы, которые благополучно преодолены, то ли эти проблемы остались, просто они каким-то образом компенсируются из других источников.

Что еще важно в доходах? В доходах важны какие-то единичные всплески. То есть кто-то пришел, заплатил налог, резко увеличились доходы бюджета, в следующем году он уйдет и больше не будет платить. Эти все вещи для нас важны, и мы стараемся при подготовке кредитного отчета и при встрече все эти вопросы прояснить.

Что для нас важно с точки зрения расходов? Первоочередное – это разделение на текущие и капитальные расходы. Раньше, до 2005 года это было более-менее легко сделать, потому что экономическая классификация бюджета позволяла в явном виде... В явном виде были указаны эти капитальные расходы, текущие расходы и так далее, и это не составляло труда. Сейчас, как вы сами прекрасно знаете, такой статьи – «капитальные расходы» нет. Конечно, их можно выделять по каким-то косвенным признакам, по экономической классификации, по 310-й статье, как мы обычно делаем. Но тем не менее если регион классифицирует какие-то расходы в качестве капитальных, но не проводит их по 310-й статье, то об этом лучше сказать честно. Это хорошо: чем больше капитальных расходов, тем лучше.

Какие могут быть тут примеры? Например какие-то капитальные трансферты муниципалитетам. Это тоже важно, они проходят как финансовая помощь местным бюджетам, а на практике это те же самые капитальные расходы. Это надо иметь в виду, что для нас это важно, и чем больше капитальные расходы, тем в принципе лучше. Это говорит о том, что регион

не живет одним днем, смотрит в будущее и каким-то образом планирует свою деятельность на ближайшую перспективу и на среднесрочную перспективу. Конечно я не говорю, что капитальные расходы могут быть большие, но не эффективные. Конечно надо смотреть уже и на планы капитальных инвестиций, на программы. Но как первый простой показатель, который не трудно самим увидеть – это доля капитальных расходов. И из этого мы смотрим бюджетный баланс. Мы смотрим не только на общий баланс бюджета, который «доходы минус расходы», мы смотрим на так называемый текущий баланс. Это текущие доходы минус текущие расходы. Это для нас важно. Если регион имеет отрицательный текущий баланс, это конечно негативный фактор. Это говорит о том, что региону не хватает текущих доходов для того, чтобы поддерживать жизнедеятельность. То есть если не хватает денег на зарплату, какие-то коммунальные платежи и остальные текущие расходы, текущий ремонт, то никакой речи о дальнейшем развитии не может идти. Поэтому для нас положительный текущий баланс важен. И у нас есть такой показатель, как «текущая маржа». То есть понятно что в рублях текущий баланс ни о чем не говорит. У кого-то большой регион, у него в рублях большой будет баланс, какой-то маленький - у него поменьше. Важны относительные показатели. И отношение текущего баланса к текущим доходам – это то, что мы называем «текущей маржой». Это отношение, на которое мы смотрим. Вы сами можете посчитать у себя для региона. Если это отношение, маржа - двузначные числа, 10 и больше процентов, это хороший показатель того, что ситуация у региона устойчивая.

Если говорить про долг, то для нас важна строчность(?) долга и его структура. Это два показателя помимо такого очевидного, как его размер. Понятно, что чем больше долг, тем больше сомнений. Больше долг, опять же, я имею в виду в относительном плане. То есть не в рублях долг мы меряем. Вообще в рублях сложно что-либо мерить, потому что у кого-то большой бюджет, у кого-то он меньше, страна у нас большая, и вы лучше меня знаете, какая разница в бюджетной обеспеченности, в объеме бюджета. Поэтому мы смотрим в основном на относительные показатели. То есть всем знакомые ограничения по долгу Бюджетного Кодекса. Это такая нулевая точка. То есть кто их не выполняет даже с точки зрения Бюджетного Кодекса это, если не криминал, то по крайней мере совсем нехорошо.

Мы смотрим аналогичные показатели по объему долга, то есть объем долга к текущим доходам. Опять же мы, видите, всегда не к общим доходам все делаем, а текущие доходы для нас важны. То есть объем долга к текущему балансу – это говорит о том, что если у региона есть такой текущий профицит, то за сколько лет он может выплатить свой долг? Если это два, три, пять лет – это ничего, это хорошо, быстро. Если это двадцать лет, то понятно, что долговая нагрузка большая.

Конечно история долга – это важно, кредитная история. Ее сложно и долго зарабатывать, хорошую кредитную историю, и быстро испортить. Если у региона был дефолт, конечно, это не очень хорошо. Но здесь тоже дефолт дефолту рознь. Мы смотрим и просим дополнительных объяснений: какие

были обстоятельства, как проблема была решена, как удалось реструктуризировать долг? Все это для нас важно. Если уж было что-то, то по крайней мере мы должны понять, насколько адекватно повел себя регион в этой сложной ситуации. И естественно, если регион себя повел грамотно, и ему удалось выйти из нее без потерь, это говорит о том, что и в будущем регион наверное не будет, во-первых, допускать такого, а во-вторых, даже если по каким-то не зависимым от него обстоятельствам это случится, то он выйдет с честью из этой ситуации.

Долговые показатели все я перечислил, не буду на них останавливаться подробнее.

Следующий слайд, на мой взгляд, ключевой в моей презентации – это качество бюджетного управления. Это такой кредитно-рейтинговый фактор, который очень сложен в формализации. Можно взять объем долга, поделить его на объем доходов, можно взять дефицит, поделить его на что-нибудь еще и получить какое-то число, которое сравнивать и говорить: у этого региона это больше, у этого меньше, значит он лучше. Качество бюджетного управления менее формализуемо, и здесь важно смотреть на результат. Участвует ли регион в программе реформирования региональной фанитки НАС(?), принята ли у него эта программа на региональном уровне, если он не участвует в этой программе на федеральном уровне. Если она принята, то как она исполняется. Есть ли дронты(?), которые всем уже известны, как они пишутся? Реестр расходных обязательств формально написан или используется в бюджетном процессе? Используются ли элементы БОС(?), где, по каким отраслям, успешно или нет? Какие планы на будущее? Все это нами воспринимается и кладется на весы, на положительную чашу весов.

Сейчас все должны иметь трехлетний финансовый план среднесрочный. А кто-то говорит: «А мы уже бюджет трехлетний составляем». Это плюс. Одно дело формально составить три цифры по трем показателям на три года, написать и забыть про них, другое дело – использовать этот инструмент как элемент бюджетного планирования и привязывать к нему программу капитальных инвестиций. Конечно это сложно, но тем не менее если такие шаги и действия предпринимаются, это воспринимается как очень положительный фактор. И кстати если говорить о практике, было ли такое на практике, что за качество бюджетного управления регион премировали, могу сказать, что Республика Карелия у нас... В начале этого года был комитет, и при некотором ухудшении технических показателей, как отношение долга к доходам, тем не менее качество бюджетного управления было, на наш взгляд, достаточным и высоким. И это позволило нам поставить Карелию на положительный прогноз. Конечно это не привело к повышению рейтинга, но тем не менее положительный прогноз республика получила. Мы пошли на некоторый риск, и сейчас ожидаем, что же будет по итогам 2007 года. Может быть, не оправдаются наши надежды на высокое качество менеджмента. Тем не менее такой прецедент был, и я считаю, что это будет только усиливаться в будущем.

И вы здесь для чего собрались? Для того, чтобы ознакомиться с лучшей практикой и потом, я надеюсь, претворить ее у себя на местах, в регионах. Как ни странно, все это дает плоды, по крайней мере в повышении эффективности бюджетных расходов, приводит к их снижению. И работа с налогоплательщиками. Вам, наверное, лучше знать. Так что здесь я хочу сказать, что правильно вы делаете, что посещаете такие семинары.

Наконец последнее. Процесс присвоения и сопровождения рейтинга. Здесь такие формальные шаги, конечно, без них никуда не денешься. Во-первых надо заключить контракт: позвонить в офис наш: «А мы хотим» или: «Давайте контракт заключим». И сейчас, все вы знаете, что есть закон 94-й ФЗ про госзакупки, все это проходит по тендеру, все это в соответствии с законодательством. Потом наша аналитическая работа. Я все-таки представляю аналитическую группу, поэтому мне это более близко. Потом у нас есть опросник некий. Нельзя сказать, что он какой-то супербольшой, тем не менее основные статистические данные, показатели охватывает. Конечно, это бюджетные, экономические данные и долговые. Мы его высылаем региону, ждем ответа с нетерпением. Потом просим что-то еще прислать. Обычно где-то за три-четыре террасы(?) мы получаем все данные, которые ожидаем.

Потом мы готовим предварительную «болванку» отчета кредитного и едем на рейтинговую встречу уже в этот в регион, выезжаем где-то на день-два, в основном день. Если это новый регион, то может быть побольше. Все зависит от качества присланного материала. Если материалы присланы в достаточном объеме, то на рейтинговой встрече мы уже не спрашиваем, а какие у вас были доходы, какие расходы, а долг у вас какой. Просто мы это уже и так знаем. Мы уже акцентируем внимание на каких-то доходных моментах, то есть, например, неожиданные скачки в доходах по определенному виду налога. Или наоборот по расходам: что, какие. Виды на будущее, долговая политика. То есть то, что расширенный бюджетный сектор, то, что менее формализовано, мы спрашиваем. Опять же качество бюджетного управления мы пытаемся сами увидеть. А действительно правда, что люди там говорят о себе или нет? Конечно, за короткий такой срок не увидишь всего, но тем не менее могу сказать, что по-разному в регионах впечатление складывается.

Потом после встречи проходит доработка отчета. Этот отчет согласовывается с вами, эмитентом. Согласовывается в каком плане? В плане того, правильно ли мы указываем факты. Может быть мы в цифре где-то ошиблись, может быть где-то фактически ошиблись: год, что-то написали то, чего не было, или наоборот не написали то, что на ваш взгляд важно. Трактование фактов – это уже конечно наше дело, и тут мы никакой дискуссии не ведем. В основном на мой взгляд мы справляемся с работой хорошо, поэтому каких-то претензий больших я не помню на своей практике.

Потом проходит кредитный комитет. На нем присутствуют аналитики не только из России, и это обязательное условие. В основном их где-то пять-шесть человек из разных стран, в основном Западной и Центральной Европы:

Польша, Испания, Франция, Италия. Идет доклад, то есть ведущий аналитик представляет регион, говорит, что регион такой-то хороший, такие-то слабости и представляет свои рекомендации: «Мы рекомендуем такой-то рейтинг присвоить». После этого проходят вопросы, ответы, какие-то уточнения, и идет голосование. То есть видите, что независимость присвоения рейтинга достигается тем, что вы не можете договориться с каким-то аналитиком отдельным, сказать: «О, давайте повыше нам рейтинг, а мы вам билеты в театр». Конечно, билеты в театр не помогут, потому что мнение это коллегиальное, и один голос – один человек. Вы можете быть уверены, что ваш регион будет оценен справедливо. В дальнейшем ваша задача будет уже улучшать, делать так, чтобы рейтинг повышался.

Наконец когда кредитный комитет прошел, через день, на следующий день выходит пресс-релиз, который распространяется по достаточно широкому кругу средств массовой информации, и международных (потому что это международное агентство, международный рейтинг), и внутри страны. То есть это все широко представляется, это известно. И кредитные отчеты доступны на русском языке. То есть инвесторы могут с ними ознакомиться.

Насчет сопровождения рейтинга – следующий слайд. Помимо самого рейтинга эмитента (в самом начале, помните, я говорил, что это общий рейтинг кредитоспособности эмитента. Это одно, это общий рейтинг) также мы присваиваем рейтинг уже облигационным выпуском. То есть регион, который имеет наш рейтинг, выпускается, то мы ему присваиваем рейтинг уже к конкретному выпуску облигаций. Конечно он близок с рейтингом эмитента. Но тем не менее это тоже важно для инвесторов, чтобы еще раз заявить, что вот регион выпускается и он отрейтингован.

Ежегодно происходит процедура переоценки ранее присвоенного рейтинга. То есть он либо сохраняется, либо повышается, либо понижается. На практике могу сказать, что за последний год помимо вновь присвоенных рейтингов наверное половиной регионов рейтинг был повышен. Два региона были на положительный поставлены. Так что тренд повышаемый. Общая ситуация в стране доходит и до регионов. Я воспринимаю все жалобы, что в регионах тяжело, но тем не менее общая картина такая, что кредитоспособность регионов в целом повышается по разным причинам.

Если регион или муниципалитет проводят какие-либо конференции более широкого плана на привлечение инвесторов, экономического плана, на привлечение проектов, то здесь мы с удовольствием выступаем и представляем регион с нашей точки зрения. То есть тоже говорим, что вот независимое мнение, что рейтинг есть, рассказываем все наше мнение об этом регионе. Тут, на мой взгляд, достаточно действенная вещь, когда регион не сам. Одно дело реклама, а другое дело – экспертная оценка. Все-таки вещи разные.

И наконец напрямую, когда инвесторы обращаются (такое бывает действительно, особенно при выпуске облигаций), звонят, спрашивают: «А вот вы то-то. Что это означает?». Мы все рассказываем, и это тоже как

дополнительная прозрачность региона и некая реклама. В общем положительное, на мой взгляд, косвенное влияние. И даже не влияние, а сопровождение рейтинга.

Наконец есть некая аналитическая работа, которую мы проводим помимо того, что ездим по регионам и проводим встречи. Также мы готовим специальные отчеты, комментарии различные. И по странам есть: у нас коллеги из разных стран, поэтому они тоже готовят отчеты по определенным событиям, тенденциям развития в области региональных и местных финансов. И вся эта лучшая практика аккумулируется и может передаваться вам, чтобы вы дальше использовали. Вот в принципе и все. Если есть вопросы, готов на них ответить.

ВОПРОС. Можно вопрос? Владимир Евгеньевич, Ханты-Мансийский автономный округ. Нам тоже присвоен рейтинг, правда другим агентством. По поводу оценки расходов бюджета, деления их на текущие и капитальные. Наверное, неправильно было бы напрямую использовать объемы капитальных расходов как положительный фактор? Мы сегодня отдаем огромную сумму трансфертов на строительство объектов социальной сферы по муниципальным образованиям. Понятно, что завтра это будут текущие расходы. Наверное, правильнее было бы смотреть вложения и инвестиционные проекты?

РЕДЬКИН. Конечно, естественно. Понимаете, в такой короткой презентации я не могу все тонкости рассказать. Нулевое приближение, что капитальные расходы - это положительный фактор. Конечно мы смотрим на их структуру: а собственно говоря, что они из себя представляют? И в основном это экономисты из отдела экономики нам рассказывают, что капитальные расходы: «Мы построим школу, а потом что с ними делать? Давайте инвестиции считать только те, которые дороги строим», и так далее. Но в целом на мой взгляд тут уже важная общая стратегия капитальных инвестиций. То есть если вы, например, строите школы, то значит их раньше не было по какой-то причине. В любом случае текущие расходы появятся, но ведь дети-то и раньше были, их надо было и раньше каким-то образом учить. У вас текущие расходы и раньше соответственно были. То есть конечно с точки зрения экономического развития расходы инвестиционного характера инфраструктурные, не социальная инфраструктура, а дороги, коммуникации – это более прямое отношение имеет к экономическому росту. Но вообще влияние бюджетной политики как с точки зрения доходов, так и расходов на экономический рост – такая вещь сложная, и это тема для отдельной дискуссии. Но на наш взгляд капитальные расходы должны производиться с расчетом будущих денежных потоков. То есть если действительно, как Вы говорите, что, производимые сейчас капитальные расходы резко повысят наш текущие доходы в будущем, это конечно не такой положительный фактор, как чистые капитальные расходы, которые влияют напрямую на рост налогооблагаемой базы. Это правда.

КУРЛЯНДСКАЯ. Еще вопросы есть? Тогда я свой комментарий по ходу выступления Владимира Евгеньевича. Понимая, что инициатива федеральных уровней власти по присвоению рейтингов губернаторам и деятельности органов власти тоже не может быть чисто статистической процедурой, когда все сейчас придумают эти индикаторы, где-то их собирают, потом из них komponуют какой-то единый показатель – рейтинг. Нет. Наверное, нужно, действительно, чтобы было создано агентство по типу рейтингового агентства. Пусть оно будет государственным, но чтобы оно анализировало ситуацию помимо просто информации чисто статистической. Должно анализировать ситуацию, приезжать на места и такие же беседы там проводить, интервью, и после этого все-таки давать рейтинг. Тоже по такому же типу. Не просто компоновать эти статистические данные, сравнивать весами. Безусловно, должны быть правила. Мне кажется, для того, чтобы адекватно и объективную оценку дать деятельности органов власти, должна быть вот такая работа, а не просто собирать информацию.

РЕДЬКИН. Я бы даже добавил: может быть, на аутсорсинг отдать?

КУРЛЯНДСКАЯ. Об этом уже можно только мечтать, конечно.