

## Москва — кредитный рейтинг

**Ведущий кредитный аналитик:**

Борис Копейкин, Москва (7) 495-783-4062; boris\_kopeykin@standardandpoors.com

**Второй контакт:**

Александра Балод, Москва (7) 495-783-4096; Alexandra\_Balod@standardandpoors.com

### Содержание

---

Основные факторы, влияющие на уровень рейтингов

Обоснование

Прогноз

Сравнительный анализ

Развивающаяся и несбалансированная система межбюджетных отношений негативно сказывается на кредитоспособности Москвы

Экономика: относительно высокий уровень благосостояния

Невысокое в международном контексте качество управления

Относительная гибкость капитальных расходов

Финансовые показатели: небольшой дефицит с учетом капитальных расходов в 2013-2015 гг.

Ликвидность: очень высокие показатели благодаря крупным остаткам на счетах и низкому уровню расходов на обслуживание и погашение долга

## Содержание (продолжение)

---

Долговая нагрузка

Условные обязательства

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме данной публикации

# Москва — кредитный рейтинг

Текущие рейтинги
Кредитный рейтинг
BBB/Стабильный/—
Рейтинг по национальной шкале
ruAAA

## Основные факторы, влияющие на уровень рейтингов

### Позитивные:

- роль Москвы как экономического, финансового и политического центра Российской Федерации, что обуславливает значительно более высокий, чем в среднем по стране, уровень благосостояния;
- очень высокие показатели ликвидности;
- низкий долг.

### Негативные:

- развивающаяся и несбалансированная российская система межбюджетных отношений обуславливает низкую финансовую гибкость Москвы и зависимость распределения доходных и расходных полномочий от решений федерального правительства;
- невысокое в международном контексте качество управления финансами.

## Обоснование

Рейтинг Москвы отражает главным образом долгосрочный кредитный рейтинг Российской Федерации (рейтинги по обязательствам в иностранной валюте: BBB/Стабильный/A-2; по обязательствам в национальной валюте: BBB+/Стабильный/A-2; рейтинг по национальной шкале: ruAAA) и ограничен его уровнем. Кроме того, он отражает положение российской столицы как экономического, административного и финансового центра России и учитывает диверсифицированный характер экономики города, основу которой составляет сектор услуг, а также высокий уровень благосостояния, намного превышающий средний по России. Позитивное влияние на уровень рейтинга Москвы оказывают очень высокие показатели ликвидности и низкий уровень долга.

Позитивное влияние этих факторов нейтрализует развивающаяся и несбалансированная российская система межбюджетных отношений: мы отмечаем низкий уровень гибкости, а также тот факт, что распределение доходных и расходных полномочий в значительной степени зависит от решений федерального правительства. Еще одним сдерживающим фактором является невысокое в международном контексте качество управления финансами. Долгосрочное планирование находится на начальном уровне развития, его непросто осуществлять в условиях российской системы межбюджетных отношений. Предсказуемость бюджетной политики города оценивается как

---

невысокая: несмотря на улучшения, происходящие в последнее время, город по-прежнему выполняет капитальные проекты с задержкой. Кроме того, финансовая прозрачность по-прежнему невысока, особенно это касается организаций, связанных с государством (ОСГ).

Уровень рейтинга Москвы («BBB») ограничен суверенным рейтингом по обязательствам в иностранной валюте — в соответствии с нашей оценкой системы межбюджетных отношений между федеральным правительством и региональными и местными органами власти (РМОВ) в России, в рамках которой рейтинг российских РМОВ, по нашему мнению, не может быть выше суверенного рейтинга. Однако в соответствии с нашей методологией мы определяем «индикативный уровень кредитоспособности» Москвы на уровне «bbb+» (см. статью «Методология присвоения рейтингов региональным и местным органам власти», опубликованную 20 сентября 2010 г. в RatingsDirect на Global Credit Portal).

Индикативный уровень кредитоспособности не является рейтингом; это способ оценки кредитоспособности РМОВ, основанный на допущении об отсутствии ограничения со стороны суверенного рейтинга. Индикативный уровень кредитоспособности представляет собой результат нашей оценки индивидуального кредитного профиля РМОВ и влияния системы межбюджетных отношений, в рамках которой действует РМОВ.

Москва — столица и коммерческий центр России. На ее долю приходится около 18,6% ВВП. В Московском регионе проживает более 13% населения России, в самой Москве — 8,1%. Город имеет относительно высокие показатели благосостояния (более чем в два раза превышающие средние по стране).

Мы полагаем, что финансовые показатели Москвы будут ухудшаться лишь постепенно, что обусловлено волатильностью рынков сырья и продолжающимся давлением со стороны текущих и капитальных расходов. Наш базовый сценарий, определяющий индикативный уровень кредитоспособности Москвы на уровне «bbb+», предусматривает, что текущий профицит будет постепенно сокращаться и составит лишь немногим более 10% текущих доходов к 2015 г. — вследствие давления на расходную часть бюджета, а также влияния нового законодательства о консолидированных группах налогоплательщиков, что негативно скажется на поступлениях от налога на прибыль предприятий. Мы также ожидаем, что в 2013-2015 гг. Москва будет по-прежнему подвержена рискам, связанным с изменением российского законодательства и волатильностью мировых рынков сырья, что может оказать негативное влияние на показатели компаний нефтегазового комплекса, которые обеспечивают около 15% доходов города.

Сдерживающее влияние на гибкость расходной части бюджета Москвы оказывают высокие потребности в развитии инфраструктуры, особенно дорожно-транспортной и энергетической. Администрация города стремится увеличить капиталовложения, и прежде всего в строительство дорог и развитие общественного транспорта, и, тем не менее, мы полагаем, что Москва имеет высокую гибкость капитальных расходов. В последние два года город осуществлял значительную часть капитальных расходов с отставанием, что обусловило более высокие, чем ожидалось, финансовые показатели. Наш базовый сценарий предполагает, что город все же сможет увеличить капитальные

расходы, а доля капитальных расходов в совокупных расходах составит 18-20% в 2013-2015 гг. Однако мы ожидаем, что дефицит с учетом капитальных расходов в ближайшие три года не превысит 6-7%.

Соответственно, полный долг Москвы будет расти лишь постепенно. Согласно нашему базовому сценарию он должен быть не выше 25% консолидированных текущих доходов к 2015 г. Благодаря взвешенной политике управления долгом и практике долгосрочных заимствований уровень расходов Москвы на обслуживание и погашение долга едва ли превысит умеренное значение — 4% текущих доходов до конца 2015 г. Вместе с тем мы ожидаем, что город возобновит выпуск облигаций в 2013 г. — после того, как в 2011-2012 гг. отказался от них; учитывая размеры Москвы, это снова сделает город крупнейшим эмитентом на российском рынке долговых обязательств РМОВ.

В соответствии с нашим позитивным сценарием индикативный уровень кредитоспособности Москвы может повыситься в случае повышения нашей оценки российской системы межбюджетных отношений (при прочих равных условиях базового сценария).

Напротив, мы можем понизить индикативный уровень кредитоспособности Москвы на одну ступень в случае существенного сокращения налоговых доходов города в реальном выражении, что может быть обусловлено экономическим спадом и неспособностью принять достаточно жесткие меры по сокращению расходов. В конечном счете, подобное развитие событий приведет к снижению финансовых показателей.

### **Ликвидность**

Мы считаем, что Москва демонстрирует «очень высокие» показатели ликвидности. Уровень остатков денежных средств намного превышает годовые расходы на обслуживание и погашение долга, при этом город сохраняет хороший доступ к российскому рынку капитала. Вместе с тем мы по-прежнему оцениваем доступ Москвы к источникам внешней ликвидности как «ограниченный» — как и у других российских РМОВ, что обусловлено слабостью российской банковской системы. В соответствии с нашей оценкой страновых и отраслевых рисков банковского сектора (Banking Industry Country Risk Assessment — BICRA) России мы относим страну к группе «7» (страны с наименьшими рисками относятся к группе 1, с наибольшими — к группе 10; для получения более подробной информации см. статью «Оценка страновых и отраслевых рисков банковского сектора (BICRA) — Российская Федерация», опубликованную в RatingsDirect на Global Credit Portal 19 марта 2012 г.).

За девять месяцев 2012 г. средние остатки денежных средств на счетах города (примерно 360 млрд руб., или 11,6 млрд долл.) более чем в пять раз превышали размер его долговых обязательств со сроками погашения, наступающими в ближайшие 12 месяцев. Денежные средства в размере 360 млрд руб., в том числе около 250 млрд руб. свободных остатков (по состоянию на 1 октября 2012 г.), почти в два раза превышали объем прямого долга города. Несмотря на то, что в конце 2012 г. и в 2013 г. город, скорее всего, израсходует часть своих значительных денежных резервов, согласно нашему базовому сценарию средние остатки его денежных средств в течение 2013 г. будут, как и прежде, намного превосходить расходы на погашение и обслуживание долга, поскольку город

придерживается политики привлечения средне- и долгосрочных долговых обязательств, что обуславливает плавный график погашения долга и невысокие расходы на его обслуживание и погашение. Кроме того, мы ожидаем, что город будет устойчиво поддерживать высокий текущий профицит, превышающий расходы на обслуживание и погашение долга в ближайшие годы более чем в два раза.

## Прогноз

Прогноз «Стабильный» отражает прогноз по рейтингам Российской Федерации, поскольку уровень долгосрочного рейтинга Москвы ограничен уровнем суверенных долгосрочных рейтингов.

Позитивные рейтинговые действия в ближайшие 24 месяца могут быть обусловлены позитивным рейтинговым действием в отношении суверенного правительства при условии, что Москва продемонстрирует относительно высокие финансовые показатели и очень высокий уровень ликвидности в соответствии с нашим базовым сценарием.

Поскольку индикативный уровень кредитоспособности Москвы «bbb+», а ее кредитный рейтинг сдерживается на уровне «BBB», рейтинги Москвы, вероятнее всего, могут быть понижены в результате понижения суверенного рейтинга, а не в результате ухудшения индикативного уровня кредитоспособности в прогнозируемый период (24 месяца).

Вместе с тем мы могли бы понизить рейтинг в маловероятном случае очень значительного и продолжительного сокращения объема налоговых доходов города в реальном выражении, которое может быть обусловлено экономическим спадом и неспособностью принять достаточно жесткие меры по сокращению расходов. Подобное развитие событий может привести к снижению финансовых показателей, при котором текущий профицит составит порядка 3-7%, а дефицит с учетом капитальных расходов — 10-13% в 2014-2015 гг., что приведет к истощению значительных в настоящее время запасов денежных средств города и, как следствие, к ослаблению ликвидности.

## Сравнительный анализ

Москва — столица и крупнейший город России — выделяется на фоне других российских регионов своей экономической и финансовой мощью. Аналогичное по значимости положение в национальной экономике занимают многие столичные города стран Центральной и Восточной Европы, включая столицу Болгарии Софию (BBB/Стабильный/—) и столицу Хорватии Загреб (BBB-/Негативный/—). Однако в противоположность многим сопоставимым европейским городам база доходов Москвы по-прежнему зависит от российского нефтегазового сектора, что подвергает город риску волатильности мировых цен на нефть и газ. В результате высоких темпов экономического роста в последние годы по уровню ВРП на душу населения Москва достигла среднего показателя сопоставимых городов не только Центральной и Восточной Европы, но и некоторых западноевропейских городов.

На характеристики кредитоспособности Москвы, как и Санкт-Петербурга (BBB/Стабильный/—), а также других

региональных и местных органов власти (РМОВ) России негативно влияет развивающийся и несбалансированный характер институциональной системы.

В отличие от европейских городов аналогичной рейтинговой категории Москва начала внедрять долгосрочное финансовое планирование совсем недавно, а мониторинг организаций, связанных с государством, проводится еще недостаточно последовательно и своевременно. В то же время мы оцениваем управление долгом как эффективное и отмечаем, что его качество превышает уровень большинства сопоставимых РМОВ.

Показатели ликвидности и долговые показатели Москвы лучше, чем у большинства европейских РМОВ, имеющих рейтинги Standard & Poor's.

Москва значительно сократила объем условных обязательств (теперь этот показатель не хуже, чем у сопоставимых с ней городов) благодаря продаже крупных финансовых институтов, ранее контролируемых городом.

Таблица 1

Москва в сравнении с другими регионами и городами с сопоставимыми кредитными рейтингами, 2011 г.						
(млн долл. США)	Москва	Ханты-Мансийский автономный округ	София	Ямало-Ненецкий автономный округ	Загреб	Рим
Кредитный рейтинг по состоянию на 14 декабря 2012 г.	BBB/Стабильный/--	BBB/Стабильный/--	BBB/Стабильный/--	BBB/Стабильный/--	BBB-/Негативный/--	BBB+/Негативный/--
Рейтинг по национальной шкале по состоянию на 14 декабря 2012 г.	--/--	ruAAA/--	--/--	ruAAA/--	--/--	--/--
<b>Среднее за пять лет: два предыдущих года, текущий бюджет и два последующих года (прогноз S&amp;P)</b>						
Текущий баланс, % скорректированных текущих доходов	15.15 [2010-2014]	11.70 [2010-2014]	12.97 [2010-2014]	22.89 [2010-2014]	12.77 [2010-2014]	11.97 [2010-2014]
Баланс с учетом капитальных расходов, % скорректированных доходов бюджета	(1.32)[2010-2014]	1.74 [2010-2014]	(6.21)[2010-2014]	(0.51)[2010-2014]	1.88 [2010-2014]	7.08 [2010-2014]
<b>По состоянию на 31 декабря 2011 г.</b>						
Всего скорректированных доходов, млн долл. США	49,057,621,905.85	5,260,184,863.67	568,740,773.17	3,738,158,308.12	1,137,733,618.97	685,874,282.51
Межбюджетные перечисления, % всего скорректированных доходов	5.71	8.92	36.33	3.32	0.93	12.41
«Гибкие» доходы, % скорректированных текущих доходов	9.49	2.09	35.4	2.51	32.3	46.8

Таблица 1

Москва в сравнении с другими регионами и городами с сопоставимыми кредитными рейтингами, 2011 г. (cont.)						
Капитальные расходы, % всего скорректированных расходов	20.3	12.56	16.98	40.05	17.31	8.24
Прямой долг (на конец года), млн долл. США	7,695,318,881.56	160,957,058.06	321,702,518.86	0	223,055,329.84	1,177,936,441.27
Прямой долг, % скорректированных текущих доходов	17.45	3.11	59.92	0	20.1	178.29
Прямой долг, % ВРП	2.3	0.22	1.56	0	1.12*	0.70§
Полный долг (на конец года), млн долл. США	8,403,727,036.72	243,633,116.72	406,442,551.19	178,514,145.87	1,337,685,602.42	1,177,936,441.27
Полный долг, % консолидированных текущих доходов	16.36	4.7	41.54	5.52	74.59	178.29
Чистые финансовые обязательства, % консолидированных текущих доходов	0.59	(9.92)	37.66	(15.11)	72.97	178.29
Процентные выплаты, % текущих доходов	2.34	0.42	1.71	0	0.89	6.99
Обслуживание и погашение долга, % текущих доходов	7.93	2.02	2.63	0	3.87	14.88
Остатки на счетах и ликвидные активы, % обслуживания и погашения долга	231.8	725.21	269.24	615.61†	67.84	Н/Д
Численность населения	11,577,022	1,538,160*	1,236,606	546,526*	792,875*	4,194,068*
Доля зависимого населения (моложе 15 лет и старше 65 лет), % общей численности населения	36.6	30.30*	28.5	29.80*	Н/Д	Н/Д
Уровень безработицы, %	1.4	6.60*	3.3	4.60§	8.40*	Н/Д
Номинальный ВРП на душу населения (абсолютный показатель), долл. США	28,885.50	43,938.12*	16,330.15	46,500.94*	24,248*	43,246.69*
ВРП на душу населения, % от среднего ВВП страны	234.83	388.60*	303.22	411.27*	181.35*	Н/Д
Прирост реального ВРП, %	3	1.40*	4.7	(10.2)§	(1.2)*	Н/Д
Всего доходов, % ВРП	14.67	7.33	2.76	13.53	5.71	0.44§

\*Данные за 2010 г. §Данные за 2009 г. †Данные за 2008 г. Н/Д - нет данных.



## **Развивающаяся и несбалансированная система межбюджетных отношений негативно сказывается на кредитоспособности Москвы**

### **Система межбюджетных отношений должна стабилизироваться**

Мы оцениваем российскую систему межбюджетных отношений как развивающуюся и несбалансированную. В соответствии с нашими критериями рейтинг российского РМОВ не может быть выше суверенного рейтинга (см. статью «Оценка систем общественных финансов: российская система является развивающейся и несбалансированной», опубликованную 12 ноября 2012 г. в RatingsDirect на Global Credit Portal).

Как и Санкт-Петербург, Москва в отличие от других российских регионов одновременно является и городом, и субъектом федерации. Недавнее решение о расширении границ города за счет соседней Московской области было оформлено юридически 1 июля 2012 г., хотя пока оказывает лишь минимальное влияние на бюджет Москвы на 2013-2015 гг.

В нашем базовом сценарии мы также учитываем влияние на доходы города нового законодательства о консолидированной уплате налога на прибыль крупнейшими налогоплательщиками. По нашему мнению, Москва подвержена рискам потенциального перераспределения поступлений от налога на прибыль предприятий, на долю которого приходится более трети текущих доходов города. В результате изменений режима уплаты налога на прибыль предприятий доходы перераспределяются в пользу других регионов. Поскольку многие национальные корпорации платят налог на прибыль предприятий в Москве, где зарегистрированы их центральные офисы, в 2011 г. город получал 30% всего объема поступлений, направляемых в региональные бюджеты. В 2013-2015 гг. доля Москвы сократится примерно до 25%, что, как мы ожидаем, будет сдерживать рост налоговых доходов города.

## **Экономика: относительно высокий уровень благосостояния**

### **Положение Москвы как административного, экономического и финансового центра России**

Москва — не только крупнейший город России (в нем официально зарегистрированы почти 11,6 млн человек), но и один из крупнейших городов Европы. Она является административным, деловым, инвестиционным, финансовым и культурным центром Российской Федерации. В Московской агломерации (Москва и Московская область) проживает 13,1% населения страны, Москва производит около 18,6% ВВП (наша оценка, 2011 г.).

Кроме того, Москва имеет относительно высокий уровень благосостояния: по оценкам, в 2011 г. ВРП на душу населения составлял около 28,9 тыс. долл. и, как ожидается, достигнет 31 тыс. долл. в 2012 г.

Москва по-прежнему привлекает трудовых мигрантов из различных регионов России и других стран СНГ и является центром трудоустройства для жителей Московской агломерации. Однако Москва противодействует притоку низкоквалифицированных мигрантов, и правительство города заявило о намерении создать благоприятные условия

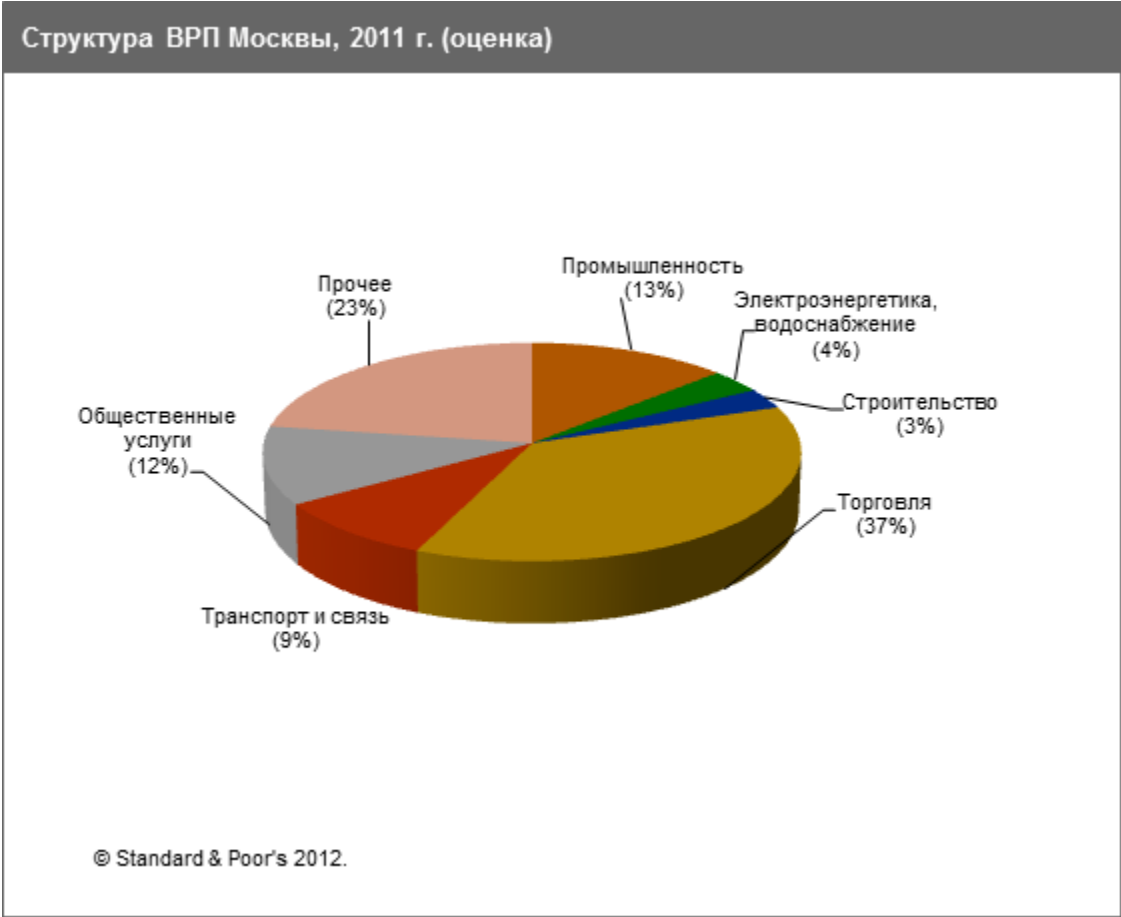
для привлечения образованных и квалифицированных работников. В долгосрочной перспективе развитие города будут сдерживать сокращающаяся доля трудоспособного населения и постепенное старение жителей столицы в связи с невысоким уровнем рождаемости в 1990-2010 гг. по сравнению с предыдущим десятилетием.

**Экономика диверсифицирована, но зависит от мировых рынков сырья и мировой экономики**

Экономика Москвы хорошо диверсифицирована: в ней нет доминирующей отрасли, что отличает Москву от многих других российских регионов, имеющих рейтинги Standard & Poor's. На долю сектора услуг, приобретающего все большее значение, приходится около 80% ВРП (см. диаграмму 1). Тем не менее, как и остальные регионы страны, город по-прежнему подвержен рискам, связанным с волатильностью мировых рынков сырьевых товаров.

Значительную долю третичного сектора обеспечивают крупные национальные корпорации, центральные офисы которых расположены в столице, а также развивающиеся под влиянием внутреннего спроса финансовые услуги, операции с недвижимостью и розничная торговля.

Диаграмма 1



Кроме того, доходная база Москвы зависит от газового сектора, поскольку на крупнейшую российскую газовую компанию ОАО «Газпром» (BBB/Стабильный/A-2) и его дочерние предприятия приходится свыше 10% налоговых

доходов города.

Будучи зависимой от рынков сырьевых товаров, экономика города серьезно пострадала в период недавнего экономического спада. В 2009 г. ВРП города сократился на 12,8%. Экономический спад негативно повлиял на промышленное производство, объем которого снизился на 6,3%, а также на сектор строительства. Несмотря на некоторое восстановление экономики в 2010-2011 гг. и рост ВРП на уровне 8% в 2011 г., темпы роста по-прежнему ограничиваются сокращением инвестиций.

Основным фактором развития экономики Москвы в 2012-2014 гг. будет рост услуг частного сектора, в том числе в сфере торговли, финансового сектора, транспорта, связи и сектора недвижимости — крупнейших отраслей экономики, обеспечивающих занятость более половины трудоспособного населения города.

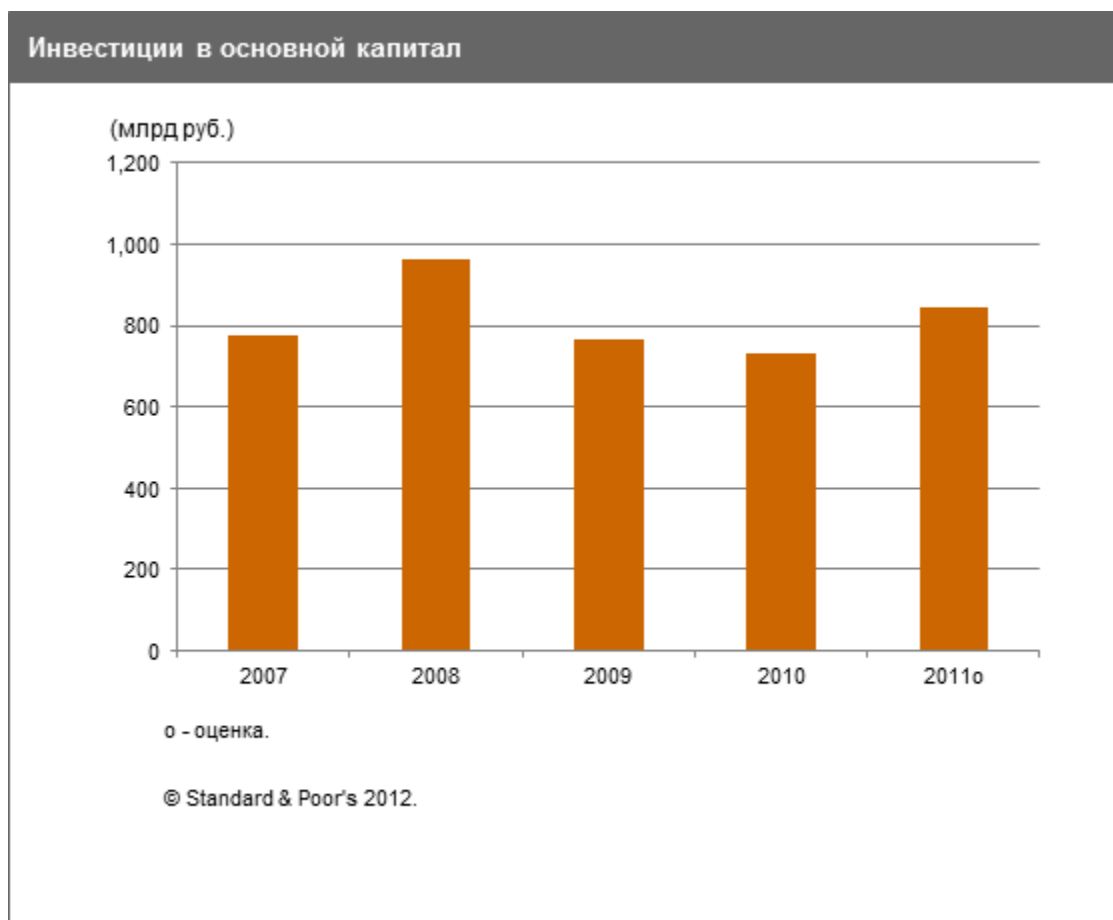
Одним из крупнейших работодателей Москвы остается общественный сектор, что стабилизирует базу доходов по налогу на доходы физических лиц (НДФЛ), который полностью зачисляется в городской бюджет. По меньшей мере 90 тыс. человек работают в органах власти федерального и регионального уровней. Всего в общественном секторе занято около 30% трудоспособного населения города.

Уровень безработицы в 2011 г. был очень низким (1,4%) — значительно ниже, чем в среднем по России (6,6%), и не вызывает озабоченности.

### **Сокращение объема инвестиций будет препятствовать восстановлению экономики**

Объем инвестиций, значительно сократившийся в 2008 г., до сих пор не восстановился и в реальном выражении остается значительно ниже уровня 2007-2008 гг. Тем не менее Москва как финансовый и деловой центр страны является и центром инвестиций в основной капитал, привлекая около 28% общего объема инвестиций в экономику России (2010 г.; см. диаграмму 2).

Диаграмма 2



В долгосрочной перспективе основным фактором роста экономики города останется сектор услуг. Плохое состояние транспортной инфраструктуры Москвы, рост затрат в секторе жилищно-коммунального хозяйства и низкие темпы перепланировки и новой застройки старых промышленных территорий могут ограничить прирост ВРП. Город все же ожидает роста ВРП в 2012-2014 гг. на уровне 3-5%.

## Невысокое в международном контексте качество управления

### Изменения в руководстве вряд ли негативно повлияют на взвешенную финансовую политику города

С момента вступления в должность мэра Москвы, в прошлом вице-премьер Правительства Российской Федерации Сергей Собянин, произвел значительные перестановки в руководстве города.

Г-н Собянин пользуется полной поддержкой партии «Единая Россия», доминирующая роль которой в Городской думе еще больше укрепилась после последних муниципальных выборов в октябре 2009 г.

Качество управления продолжает улучшаться, хотя оно по-прежнему оценивается как невысокое в международном

контексте.

В последние годы город проводит взвешенную финансовую политику; Правительству Москвы удалось поддерживать гладкий график погашения долговых обязательств. Администрация города стремится повысить уровень информационной прозрачности и регулярно публикует основную финансовую информацию и данные, касающиеся долга города, на своих веб-сайтах.

Однако постоянный пересмотр долгосрочных планов препятствует успешной реализации программы капиталовложений. На качестве планирования отрицательно сказываются постоянно происходящие изменения в законодательстве, низкий уровень контроля города за своими доходами (в соответствии с российским законодательством), а также многочисленные трудности, связанные с реализацией крупномасштабных инвестиционных проектов.

Кроме того, город по-прежнему владеет значительными активами — предприятиями и финансовыми компаниями (более 350), имеющими низкий уровень прозрачности, что негативно отражается на эффективности финансовой политики Правительства Москвы.

## **Относительная гибкость капитальных расходов**

Гибкость доходной базы города оценивается как средняя в международном контексте благодаря относительно высокой гибкости программы капиталовложений и высокому уровню благосостояния (хотя финансовая гибкость и выше, чем у многих российских регионов). Кроме того, несмотря на недавние сделки по продаже активов, городу по-прежнему принадлежат значительные активы, приватизация которых может принести прибыль. При этом долговое бремя города и его муниципальных образований остается низким.

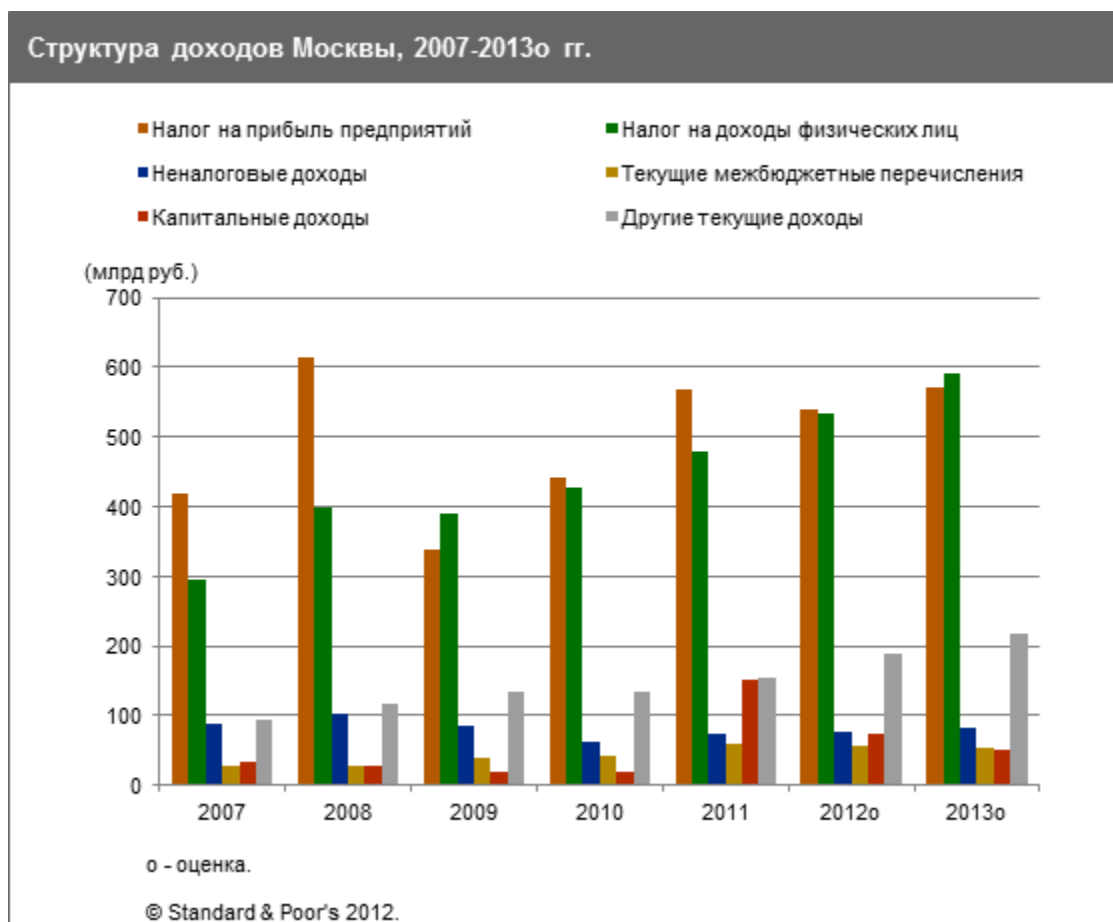
## **Ограниченные доходы, несмотря на автономное управление городским имуществом**

Гибкость доходов города, хотя и превышающая гибкость многих российских регионов, ограничена, поскольку ставки налогов и нормативы их распределения регулируются федеральными органами власти. Некоторую финансовую автономию Москве обеспечивают доходы от аренды и управления масштабным и имеющим высокую стоимость городским имуществом.

Ожидается, что в 2012-2014 гг. доля гибких доходов (в основном доходов от аренды и некоторых налогов) составит около 10% доходов города.

Основную часть налоговых доходов города составляют поступления по ННП и НДФЛ, которые полностью регулируются федеральным законодательством (см. диаграмму 3). Мы ожидаем, что в 2012 г. они составят около 77% текущих доходов города.

Диаграмма 3



Доля ННП обуславливает волатильность доходов. В соответствии с нашим базовым сценарием доходы по ННП в 2012 г., скорее всего, вырастут на 5% после падения на 45% в 2009 г. и роста на 28% в 2011 г. — в соответствии с динамикой цен на сырье на международных рынках и вследствие введения нового законодательства о консолидированной уплате налога на прибыль крупнейшими налогоплательщиками в 2012 г.

Постепенное повышение оплаты труда, в частности в общественном секторе, поддерживает стабильный рост НДФЛ, доля которого, скорее всего, достигнет 38% текущих доходов по сравнению с 30% в 2005 г., что стабилизирует темпы роста доходов города.

Москва продолжает получать целевые перечисления из федерального бюджета, размер которых вряд ли будет увеличен в среднесрочной перспективе.

### Недавняя масштабная приватизация обеспечила значительные доходы

После продажи Банка Москвы более чем за 100 млрд руб. в 2011 г. город по-прежнему владеет значительными активами в виде имущества, расположенного по всей Москве, а также долями в совместных предприятиях и частных компаниях. Некоторые из этих активов являются достаточно ликвидными, и при необходимости Правительство

Москвы может их продать. Доля доходов от продажи принадлежащего городу имущества, скорее всего, сократится с 8% за 2011 г. до 3% совокупных доходов за 2012 г., несмотря на недавние значительные сделки по продаже активов (например, гостиниц в центре города). Мы не ожидаем существенных поступлений от приватизации в 2013-2015 гг. в рамках нашего базового сценария. Однако одним из недавних свидетельств того, что доходы от приватизации могут стать более значительными, чем ожидается, стала информация о возможности продажи ОАО «Московская объединенная энергетическая компания» (МОЭК; BB/ Watch Негативный/В; ruAA/ Watch Негативный). На настоящий момент это предприятие в программу приватизации города на 2013-2014 гг. не включено. Если администрация города пересмотрит свой подход и выставит на продажу предприятия коммунального хозяйства, то в ближайшие два года это может полностью или частично решить проблемы, связанные с финансированием будущих потребностей в заимствованиях.

### **Гибкость капитальных расходов**

Москва располагает некоторой гибкостью в отношении капитальных расходов; в период финансовых трудностей эта гибкость может быть использована. Однако город имеет высокие потребности в инвестициях в долгосрочной перспективе — особенно в таких сферах, как общественный транспорт, энергоснабжение и жилищный сектор. Несмотря на амбициозные планы капиталовложений, мы не ожидаем, что в 2012-2014 гг. инвестиции превысят 20% совокупных расходов — в основном в связи с ожидаемыми задержками при внедрении крупномасштабных и сложных строительных проектов.

Гибкость текущих расходов относительна: расходы на оплату труда и социальные выплаты в 2009-2011 гг. продолжили быстро расти — более чем на 65% по сравнению с уровнем 2008 г. — после решений федерального правительства о повышении оплаты труда работникам бюджетной сферы и решения города компенсировать малообеспеченным группам населения повышение тарифов ЖКХ. В результате в 2012-2013 гг. доля этих расходов, скорее всего, составит около 50% текущих расходов города.

Несмотря на то, что пенсионное обеспечение входит в сферу ответственности федерального правительства, город по своей инициативе финансирует дополнительные пособия, необходимые для приведения доходов пенсионеров в соответствие стоимости жизни; эти расходы составляют около 10% текущих расходов города. Однако в целом бюджетные расходы на душу населения в Москве в несколько раз больше, чем в других российских городах, столица обеспечивает и более высокий уровень оплаты труда и социальных выплат, чем в среднем по стране. Вследствие этого мы считаем, что город может в некоторой степени варьировать размер текущих расходов.

### **Развитие системы общественного транспорта — один из приоритетов новой администрации**

Новая администрация планирует увеличить капитальные расходы, но до сих пор она не могла этого сделать в полном объеме из-за сложности проектов и длительности подготовительных процедур. Вместе с тем эти планы, вероятнее всего, приведут к возникновению дефицита с учетом капитальных расходов начиная с текущего года, несмотря на ожидаемый нами относительно высокий текущий профицит.

Правительство Москвы пересмотрело свои приоритеты и в настоящее время сосредоточилось на совершенствовании системы общественного транспорта: основная часть капиталовложений (до 50%) будет направлена на строительство дорог, развитие метро и обновление общественного автотранспортного парка в среднесрочной перспективе. Кроме того, город, вероятно, продолжит масштабное строительство детских садов и центров медицинского обслуживания.

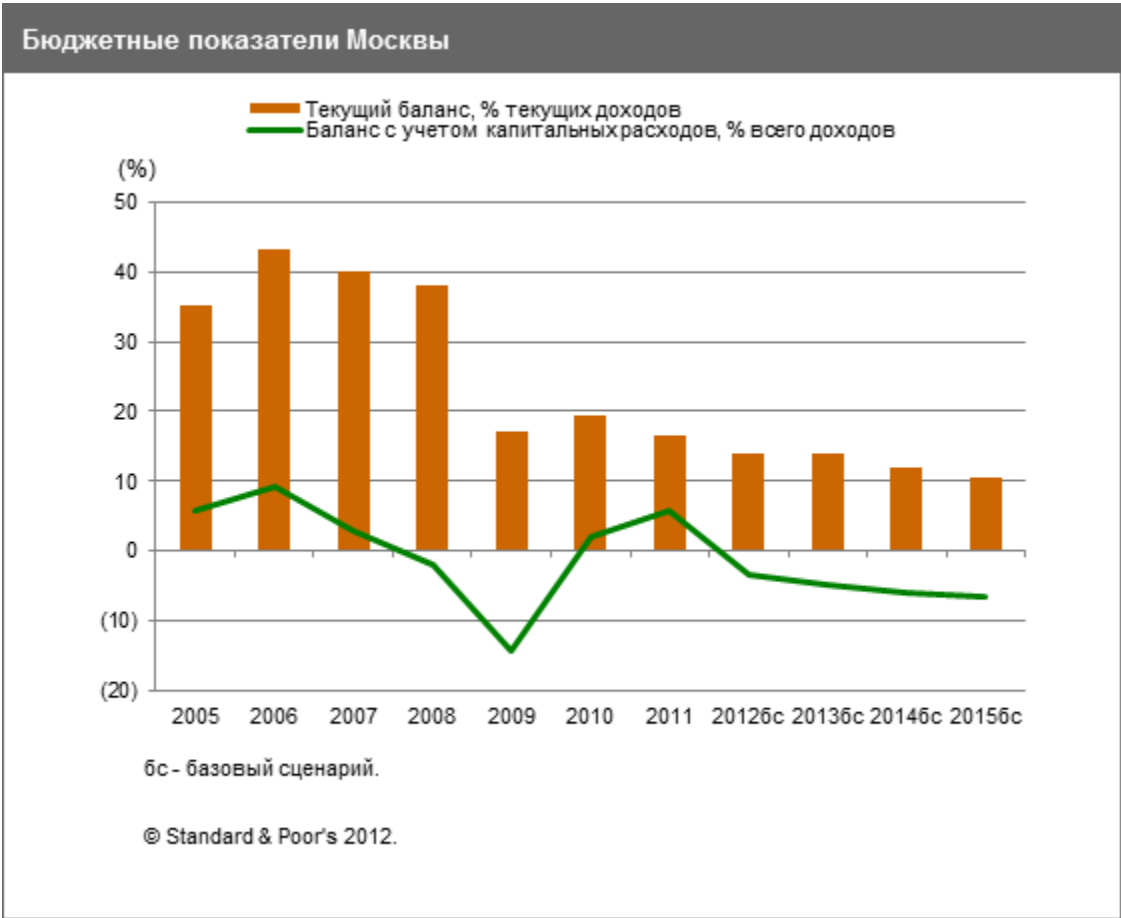
### **Финансовые показатели: небольшой дефицит с учетом капитальных расходов в 2013-2015 гг.**

#### **Хорошие, но ухудшающиеся текущие балансы**

Мы ожидаем постепенного ухудшения текущего баланса бюджета в 2012-2015 гг. в связи с ростом текущих расходов. В соответствии с нашим базовым сценарием (см. диаграмму 4) текущий профицит снизится с 14% в 2012 г. до 10% к 2015 г.

В 2013-2014 гг. значительные потребности в инвестициях приведут к небольшому дефициту с учетом капитальных расходов в размере 6-7% совокупных доходов.

Диаграмма 4





Напротив, в случае снижения экономических показателей города или негативного влияния реформ (что приведет к заметному сокращению доходов) и неспособности Правительства Москвы принять соответствующие жесткие меры в расходной части бюджета, текущий профицит, согласно нашему негативному сценарию, может снизиться до 7% в 2014 г. и 3,5% текущих доходов в 2015 г. Это приведет к повышению давления на баланс с учетом капитальных расходов. В этом случае дефицит может увеличиться до 8-10% совокупных доходов в 2013-2014 гг. и до 13% в 2015 г., обуславливая увеличение долговой нагрузки и ускоренное сокращение запасов денежных средств.

## **Ликвидность: очень высокие показатели благодаря крупным остаткам на счетах и низкому уровню расходов на обслуживание и погашение долга**

По итогам первых девяти месяцев 2012 г. средние остатки денежных средств на счетах города (из них более 2/3 средств в виде свободных остатков) составили около 360 млрд руб. (11,6 млрд долл.; см. диаграмму 5) и более чем в 5 раз превысили объем погашения долга в ближайшие 12 месяцев.

Диаграмма 5

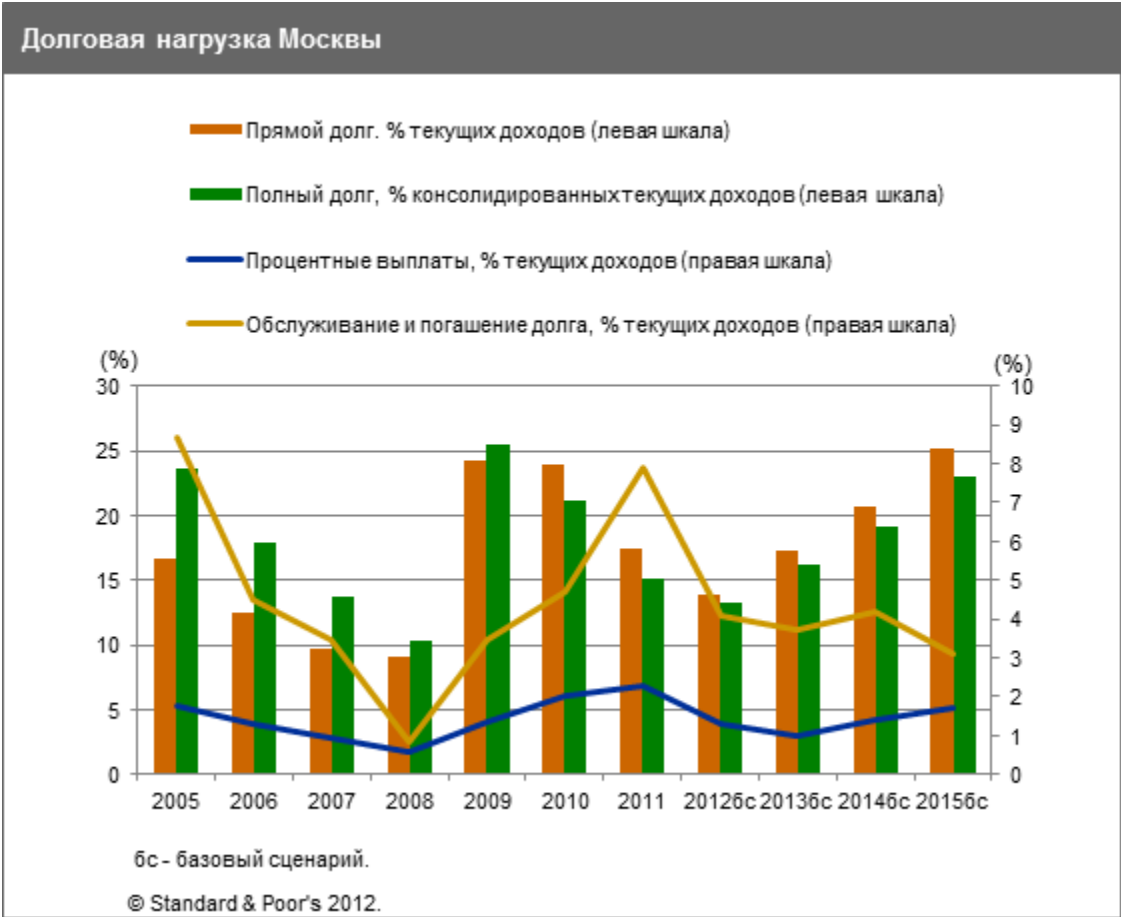


### Плавный график погашения долга поддерживает высокие показатели ликвидности

Позитивное влияние на кредитное качество Москвы оказывает эффективное управление долгом, способствующее формированию ровного графика погашения долговых обязательств. Несмотря на ожидаемое сокращение значительных запасов денежных средств, мы полагаем, что свободные денежные средства будут по-прежнему с лихвой покрывать расходы Москвы на обслуживание и погашение долга в 2013-2015 гг., а размер текущего профицита, как и прежде, будет превышать расходы на обслуживание и погашение долга более чем в два раза.

В последние годы Москве удалось выровнять график погашения долга. Ожидается, что расходы на обслуживание и погашение долга не превысят 3-5% текущих доходов как минимум до 2015 г. (см. диаграмму 6).

Диаграмма 6



Хороший доступ к внутренним финансовым рынкам был подтвержден в период недавнего экономического спада, когда Москва была единственным представителем российского сектора субфедеральных финансов, публично разместившим внутренние облигации.

С 2011 г. город (как и некоторые другие регионы) может выпускать долговые обязательства в иностранной валюте не только для рефинансирования, однако в настоящее время такие выпуски не планируются.

Москва не использует деривативы и не подвержена рискам невыполнения обязательств контрагентами.

## Долговая нагрузка

### Низкий уровень долга

Уровень долга Москвы невелик. В соответствии с нашим базовым сценарием уровень прямого долга составит примерно 14% текущих доходов в 2012 г. и будет постепенно увеличиваться до 25% к 2015 г.

Город выпускает в основном долгосрочные рублевые облигации и имеет единственный непогашенный выпуск еврооблигаций в форме сертификатов участия в займе. В соответствии с нашим базовым сценарием в 2013-2015 гг. Москва планирует выпускать долговые обязательства объемом 100-120 млрд руб. в год в связи с медленно увеличивающимися доходами и масштабной программой капиталовложений. Тем не менее, выпуск обязательств может быть еще ниже — в случае более высоких доходов, в том числе в результате продажи активов, или сокращения капитальных расходов.

Согласно нашему базовому сценарию, уровень прямого долга в международном контексте останется низким — ниже 25% текущих доходов в течение следующих нескольких лет.

Уровень полного долга (включающего, помимо прямого долга, долговые обязательства, выпущенные под гарантии города, и долг муниципальных компаний) также невелик. Согласно нашему базовому сценарию, до конца 2015 г. уровень полного долга, скорее всего, останется ниже 25% консолидированных текущих доходов.

Город поддерживает сумму гарантированной задолженности на относительно низком уровне и, насколько мы понимаем, не планирует роста объема гарантий, поскольку бюджет на 2013-2015 гг. не предусматривает их выпуска.

Уровень заимствований городских компаний остается невысоким: по оценкам, в конце 2011 г. они составляли менее ожидаемых 20 млрд руб. Крупнейшими заемщиками являются поставщик тепловой энергии МОЭК и бывшая машиностроительная компания АМО ЗИЛ.

Один из использовавшихся Москвой методов финансирования инфраструктуры заключается в участии в проектах, не учитываемых в бюджете города, по схеме «строительство-эксплуатация-передача», и город может использовать эту схему в будущем. Предприятия от своего имени брали кредиты с амортизационным графиком погашения, рассчитанным на 7-13 лет. Их погашения производятся из бюджета Москвы в рамках годового плана капиталовложений города. Москва может увеличить долговую нагрузку за счет использования подобных схем, однако сумма таких кредитов останется небольшой.

## Условные обязательства

## Условные обязательства снизились после продажи банка

Объем условных обязательств города значительно снизился в 2011 г., после продажи принадлежащего ему Банка Москвы, а остающиеся обязательства в основном связаны с возможной необходимостью субсидировать капиталовложения нескольких крупных компаний, обеспечивающих общественные услуги. К ним относятся предприятия общественного транспорта и коммунального хозяйства, которые недофинансировали программы капитальных расходов в последние несколько лет. По нашим оценкам, максимальный объем дополнительных условных обязательств города может составить около 100 млрд руб.

Таблица 2

### Москва: экономические показатели

	2011ф	2010ф	2009ф	2008ф
Численность населения	11,577,022	11,461,600	11,331,900	11,234,200
Прирост населения, %	1.0	1.1	0.9	0.9
Уровень безработицы, %	1.4	1.7	2.5	0.8
ВРП (номинальный)	10,112,000	8,401,859	7,126,942	8,248,652
Номинальный объем ВРП на душу населения, руб.	873,454	733,044	628,927	734,245
ВРП на душу населения (% от среднего по стране)	234.8	213.5	204.2	249.2
Прирост реального ВРП, %	3.0	1.4	(12.8)	7.7

ф - фактически.

Таблица 3

### Москва: финансовые показатели

(млн руб.)	По состоянию на 31 декабря										
	2015бс	2015нс	2014бс	2014нс	2013бс	2013нс	2012бс	2011ф	2010ф	2009ф	2008ф
Текущие доходы	1,725,600.6	1,667,142.1	1,620,113.7	1,579,072.8	1,516,502.3	1,482,565.3	1,395,981.1	1,333,217.7	1,108,070.8	989,402.8	1,262,081.4
Текущие расходы	1,546,748.3	1,610,400.7	1,427,187.6	1,469,690.1	1,304,129.7	1,327,778.6	1,200,471.6	1,114,963.1	892,524.7	821,476.3	781,527.7
Текущий баланс	178,852.3	56,741.4	192,926.1	109,382.7	212,372.6	154,786.7	195,509.5	218,254.6	215,546.1	167,926.5	480,553.7
Текущий баланс, % скорректированных текущих доходов	10.4	3.4	11.9	6.9	14.0	10.4	14.0	16.4	19.5	17.0	38.1
Капитальные доходы	36,000.0	31,000.0	39,000.0	34,000.0	50,000.0	45,000.0	75,200.0	150,211.2	19,553.8	20,658.2	28,551.4
Капитальные расходы (КР)	330,000.0	300,000.0	330,000.0	300,000.0	340,000.0	325,000.0	320,000.0	283,947.0	213,549.2	333,351.4	534,434.4
Баланс с учетом КР, % скорректированных доходов бюджета	(6.5)	(12.5)	(5.9)	(9.7)	(5.0)	(8.2)	(3.4)	5.7	1.9	(14.3)	(2.0)
Погашение долга	23,463.7	23,463.7	45,951.1	45,951.1	40,845.2	40,845.2	39,765.3	74,561.7	30,304.8	20,933.0	3,222.4
Нетто бюджетных ссуд	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	(6,385.3)	(5,975.8)	(3,303.7)	(143.1)

Таблица 3

Москва: финансовые показатели (cont.)											
Баланс с учетом погашения долга и бюджетных ссуд	(138,611.4)	(235,722.3)	(144,025.0)	(202,568.4)	(118,472.6)	(166,058.5)	(89,055.8)	16,342.4	(2,778.3)	(162,396.0)	(28,408.6)
Баланс с учетом погашения долга и бюджетных ссуд, % скорректированных доходов бюджета	(7.9)	(13.9)	(8.7)	(12.6)	(7.6)	(10.9)	(6.1)	1.1	(0.3)	(16.1)	(2.2)
Привлеченные средства (заимствования)	120,000.0	140,000.0	120,000.0	160,000.0	110,000.0	150,000.0	Н/Д	15,000.0	88,234.4	128,367.9	27,727.4
Баланс с учетом привлеченных средств	(18,611.4)	(95,722.3)	(24,025.0)	(42,568.4)	(8,472.6)	(16,058.5)	(89,055.8)	31,342.4	85,456.1	(34,028.1)	(681.2)
Баланс с учетом привлеченных средств, % скорректированных доходов бюджета	(1.1)	(5.6)	(1.5)	(2.6)	(0.5)	(1.1)	(6.1)	2.1	7.6	(3.4)	(0.1)
Доходы бюджета, % ВРП	Н/Д	Н/Д	12.2	11.9	12.9	12.6	13.1	14.7	13.4	14.2	15.7
«Гибкие» доходы, % скорректированных текущих доходов	5.3	5.5	5.4	5.5	5.5	5.6	5.6	9.5	9.5	11.9	11.0
Прирост текущих доходов, %	6.5	2.9	6.8	4.1	8.6	6.2	4.7	20.3	12.0	(21.6)	36.6
Прирост текущих расходов, %	8.4	12.8	9.4	12.7	8.6	10.6	7.7	24.9	8.7	5.1	41.0
Прямой долг, % ВРП	Н/Д	Н/Д	2.5	3.1	2.2	2.5	1.7	2.3	3.2	3.4	1.4
Полный долг, % консолидированных текущих доходов	23.0	28.8	19.2	24.0	16.2	18.8	13.2	16.4	21.8	25.5	10.2
Процентные выплаты, % скорректированных текущих доходов	1.7	2.2	1.4	1.6	1.0	1.0	1.3	2.3	2.0	1.4	0.6
Обслуживание и погашение долга, % скорректированных текущих доходов	3.1	3.6	4.2	4.6	3.7	3.8	4.1	7.9	4.7	3.5	0.8
Коэффициент покрытия расходов на обслуживание и погашение долга, %	3.9	1.6	3.2	1.9	4.1	3.0	3.7	2.4	4.6	5.3	46.4

Таблица 3

Москва: финансовые показатели (cont.)											
Остатки на счетах и ликвидные активы, % скорректированных текущих расходов	6.8	0.1	8.7	6.6	11.3	10.5	13.0	22.0	23.9	15.6	20.8
Остатки на счетах и ликвидные активы, % обслуживания и погашения долга	198.0	2.7	180.9	135.4	262.9	249.4	269.9	231.8	409.0	372.0	1,544.2

бс - базовый сценарий S&P; пс - позитивный сценарий S&P; нс - негативный сценарий S&P; ф - фактически. Н/Д - нет данных.

Таблица 4

Москва: оценка рейтинговых факторов*	
Институциональная система	Развивающаяся и несбалансированная
Финансовое управление	Негативная
Ликвидность	Очень позитивная
Индикативный кредитный уровень	bbb+
Доминирующие факторы	Уровень суверенного рейтинга ограничивает уровень рейтинга Москвы

\*Standard & Poor's присваивает рейтинги на основе анализа восьми рейтинговых факторов, из которых мы публикуем только три.

## Критерии и статьи, имеющие отношение к теме данной публикации

Все статьи, приведенные ниже, можно найти в RatingsDirect на портале Global Credit Portal, если не указано иное.

- Методология присвоения рейтингов региональным и местным органам власти // 20 сентября 2010 г.
- Методология и допущения, используемые при анализе ликвидности неамериканских региональных и местных органов власти и связанных с ними организаций для целей присвоения рейтингов их коммерческим бумагам // 15 октября 2009 г.
- Методология: присвоение региональному органу власти более высокого рейтинга, чем суверенный рейтинг // 9 сентября 2009 г.

Кредитный рейтинг по состоянию на 14 декабря 2012 г.

Москва	
Кредитный рейтинг эмитента	BBB/Стабильный/—
Рейтинг по национальной шкале	ruAAA
Рейтинг приоритетного необеспеченного долга	BBB
<b>История присвоения кредитного рейтинга</b>	
23.12.2009	BBB/Стабильный/—
08.12.2008	BBB/Негативный/—

Кредитный рейтинг по состоянию на 14 декабря 2012 г.

Москва (cont.)		
23.10.2008		BBB+/ Негативный/—
19.09.2008		BBB+/ Стабильный/—
11.03.2008		BBB+/Позитивный/—
12.12.2012	Рейтинг по национальной шкале	ruAAA
<b>История дефолтов</b>		Нет
<b>Численность населения</b>	11 612 943 (по данным переписи на 1 января 2012 г.)	
<b>ВРП на душу населения</b>	873 400 руб. (оценка 2011 г.) (28 900 долл. США)	
<b>Текущее руководство</b>	Мэр Москвы Сергей Собянин возглавляет Правительство Москвы, поддерживаемое партией «Единая Россия».	
<b>График выборов</b>		
Выборы мэра	Утвержден Московской Городской Думой по представлению Президента Российской Федерации в октябре 2010 г. на первый пятилетний срок.	
Выборы в Московскую Городскую Думу	Предыдущие: октябрь 2009 г. Следующие: 2014 г.	

\*Если не указано иное, все рейтинги в отчете даны по международной шкале. Кредитные рейтинги Standard & Poor's по международной шкале сопоставимы для различных стран. Кредитные рейтинги Standard & Poor's по национальной шкале имеют отношение к эмитентам и их долговым обязательствам внутри каждой конкретной страны.

Copyright © 2013 by Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P), a subsidiary of The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P, its affiliates, and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P's opinions and analyses do not address the suitability of any security. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain credit-related analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (free of charge), and [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) and [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).