

# RatingsDirect®

---

Краткое обоснование изменения рейтинга:

## Рейтинг Москвы подтвержден на уровне «BB+»; прогноз – «Позитивный»

**Ведущий кредитный аналитик:**

Екатерина Ермоленко, Москва +7 495 783-41-33; [ekaterina.ermolenko@spglobal.com](mailto:ekaterina.ermolenko@spglobal.com)

**Второй кредитный аналитик:**

Феликс Эйгель, Лондон (44) 20-7176-6780; [felix.ejgel@spglobal.com](mailto:felix.ejgel@spglobal.com)

### Содержание

---

Резюме

Рейтинговое действие

Прогноз

Обоснование

Основные финансовые и экономические показатели Москвы

Оценки рейтинговых факторов

Основные финансовые и экономические показатели Российской Федерации

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

Рейтинг-лист

Краткое обоснование изменения рейтинга:

## Рейтинг Москвы подтвержден на уровне «BB+»; прогноз – «Позитивный»

### Резюме

- Мы полагаем, что выполнение недавно объявленной программы реновации жилого фонда, оценочная стоимость которой составит 40-60 млрд долл., вероятнее всего, обусловит ухудшение финансовых показателей Москвы в 2018-2019 гг.
- Вместе с тем мы считаем, что позитивное влияние на показатели города по-прежнему будут оказывать «очень низкий» уровень долговой нагрузки и «очень сильные» показатели ликвидности – согласно нашему базовому сценарию на 2017-2019 гг.
- Мы подтверждаем долгосрочный кредитный рейтинг Москвы на уровне «BB+», ограничивая его уровнем долгосрочного суверенного рейтинга по обязательствам в иностранной валюте.
- Прогноз «Позитивный» по рейтингам Москвы отражает аналогичный прогноз по суверенным рейтингам Российской Федерации.

### Рейтинговое действие

18 августа 2017 г. S&P Global Ratings подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг эмитента российской столицы – города Москвы – на уровне «BB+». Прогноз изменения рейтинга – «Позитивный».

В то же время мы подтвердили наш рейтинг приоритетных необеспеченных облигаций Москвы на уровне «BB+».

### Прогноз

Прогноз «Позитивный» по рейтингам Москвы отражает аналогичный прогноз по суверенным рейтингам Российской Федерации. Любое рейтинговое действие в отношении Российской Федерации, скорее всего, повлечет за собой аналогичное действие по рейтингам Москвы.

## Негативный сценарий

Мы можем пересмотреть прогноз на «Стабильный» в случае аналогичного действия по рейтингам России. По нашему мнению, понижение рейтингов в результате ухудшения характеристик собственной кредитоспособности города маловероятно, поскольку оценка характеристик собственной кредитоспособности (stand-alone credit profile – SACP) Москвы на две ступени выше ее долгосрочного кредитного рейтинга.

## Позитивный сценарий

Мы можем повысить рейтинг Москвы в случае повышения суверенного рейтинга по обязательствам в иностранной валюте.

## Обоснование

Долгосрочный кредитный рейтинг Москвы по-прежнему отражает долгосрочный суверенный рейтинг Российской Федерации по обязательствам в иностранной валюте («BB+») и сдерживается его уровнем, поскольку мы полагаем, что российским региональным и местным органам власти (РМОВ) не может быть присвоен рейтинг выше суверенного уровня (см. статью «Присвоение компаниям и органам власти рейтингов, превышающих суверенные рейтинги: Методология и допущения», опубликованную 19 ноября 2013 г. в RatingsDirect). Мы полагаем, что в российской системе региональных (муниципальных) финансов РМОВ имеют очень ограниченную автономию доходов и не могут противостоять возможному негативному вмешательству со стороны федерального правительства (дополнительную информацию см. в статье «Система общественных финансов: российские регионы», опубликованной 5 декабря 2016 г.).

В соответствии с нашими критериями оценка характеристик собственной кредитоспособности Москвы (SACP) – «bbb», что на две ступени выше уровня кредитного рейтинга эмитента. Оценка SACP определяется нашей оценкой собственной кредитоспособности РМОВ и влияния системы региональных (муниципальных) финансов, в рамках которой РМОВ осуществляет свою деятельность.

## Сохраняющиеся невысокие темпы экономического роста и низкое качество управления по-прежнему сдерживают уровень собственной кредитоспособности города

Мы оцениваем экономику Москвы как среднюю в сравнении с сопоставимыми РМОВ

других стран, поскольку относительно высокий уровень доходов, определяемый показателем ВВП на душу населения, нивелируется очень невысокими темпами экономического роста. На долю Москвы – столицы Российской Федерации – приходится около 17% ВВП страны, в городе проживает более 13% населения России (8,4% – в черте города). Показатель ВРП на душу населения составлял в среднем около 20 800 долл. в 2014–2016 гг., и мы прогнозируем его рост в соответствии с ростом национального ВВП в 2017–2019 гг. – в среднем 1,6% в год. Экономика города характеризуется относительно высоким уровнем диверсификации: торговля обеспечивает 35% ВРП, сектор недвижимости – 19%, промышленное производство – 16%.

В рамках российской системы региональных (муниципальных) финансов, которую мы оцениваем как «неустойчивую и несбалансированную», большая часть доходов бюджета Москвы контролируется федеральным правительством и по-прежнему зависит от регулярных изменений налогового законодательства и системы межбюджетных отношений. Тем не менее мы полагаем, что благодаря более высокому качеству инфраструктуры уровень гибкости капитальных расходов Москвы выше, чем у большинства российских РМОВ. В нашем базовом сценарии мы ожидаем, что капитальные расходы Москвы составят около 21% совокупных расходов.

Мы считаем качество управления финансами Москвы «низким» в международном сравнении – как и у большинства российских РМОВ. По нашему мнению, долгосрочное финансовое планирование и планирование капитальных расходов характеризуются недостаточной прозрачностью и предсказуемостью, особенно принимая во внимание задержки в выполнении капитальных проектов. Уровень прозрачности политики в отношении многочисленных организаций, связанных с государством (ОСГ), также невысок. Вместе с тем мы оцениваем качество управления долгом и ликвидностью как достаточно взвешенное и, на наш взгляд, превышающее среднероссийский уровень.

**Финансовые показатели, как ожидается, ухудшатся, хотя уровень долговой нагрузки останется очень низким, поскольку город использует остатки на счетах для финансирования дефицита бюджета**

В нашем базовом сценарии мы в настоящее время предусматриваем ухудшение финансовых показателей города в структурном отношении. Показатели текущего баланса останутся высокими и будут составлять в среднем 17% текущих доходов в 2017–2019 гг., но вместе с тем дефицит с учетом капитальных расходов увеличится и составит в среднем 4% по сравнению с профицитом в размере 4% в 2014–2016 гг. Это обусловлено реализацией новой долгосрочной программы

реновации или реконструкции жилья, объем которой составит 2,5–3,5 трлн руб. (40–60 млрд долл.) и о которой было объявлено в конце февраля этого года. В программу сноса включено более 5 000 ветхих домов, построенных в период руководства страной Н.С.Хрущевым (так называемых «хрущевок»), переселить в новые дома предстоит около 1,6 млн человек. Город планирует завершить эту программу в ближайшие 15–20 лет.

Несмотря на прогнозируемое ухудшение финансовых показателей, полный долг Москвы, вероятнее всего, будет увеличиваться очень постепенно и, согласно нашему прогнозу, достигнет лишь 7,7% полных текущих доходов к концу 2019 г. В нашем базовом сценарии мы не ожидаем, что город будет использовать заимствования в 2017–2018 гг., и предполагаем, что он будет финансировать дефицит при помощи значительных в настоящее время запасов денежных средств. Объем заимствований в 2019–2020 гг. будет зависеть от темпов реализации программы реновации и объема получаемых доходов.

Показатели ликвидности Москвы остаются основным позитивным фактором собственной кредитоспособности города. Мы ожидаем, что в ближайшие 12 месяцев коэффициент покрытия расходов на обслуживание и погашение долга останется высоким, а объем остатков на счетах города будет существенно превышать годовые расходы на обслуживание и погашение долга. По нашему мнению, Москва также имеет значительную в структурном отношении внутреннюю способность генерировать денежные потоки благодаря высоким показателям текущего баланса, однако мы также полагаем, что она по-прежнему подвержена рискам, связанным со слабостью внутренних российских финансовых рынков.

Мы ожидаем, что в ближайшие 12 месяцев город израсходует часть остатков на счетах для покрытия дефицита с учетом капитальных расходов. Однако остатки на счетах по-прежнему будут составлять в среднем около 450 млрд руб. (около 7,5 млрд долл.), и их объем будет превышать годовые расходы на обслуживание и погашение долга в 29 раз. Благодаря использованию амортизирующихся среднесрочных облигаций с плавным графиком погашения и небольшому объему заимствований, привлекаемых в последние годы, доля расходов на обслуживание и погашение долга, вероятнее всего, останется ниже 1% текущих доходов до конца 2020 г.

По нашему мнению, объем условных обязательств Москвы незначителен. Городу принадлежат несколько транспортных и коммунальных ОСГ. Москва предоставляет текущую поддержку многим из этих организаций, однако фактическая

потенциальная финансовая поддержка этим ОСГ в стрессовой финансовой ситуации, вероятнее всего, будет ограниченной. По нашим оценкам, максимальный объем экстраординарной финансовой поддержки, которая может потребоваться многочисленным государственным компаниям, предоставляющим общественные услуги, не превысит 10% текущих доходов города.

## Основные финансовые и экономические показатели Москвы

Таблица 1

Москва: основные финансовые и экономические показатели						
По состоянию на 31 декабря						
млн руб.	2014	2015	2016бс	2017бс	2018бс	2019бс
Текущие доходы	1 520 434	1 601 908	1 781 590	1 890 914	1 965 412	2 037 742
Текущие расходы	1 219 255	1 166 657	1 317 896	1 509 480	1 658 821	1 726 892
Текущий баланс	301 179	435 251	463 694	381 434	306 591	310 850
Текущий баланс, % текущих доходов	19,8	27,2	26,0	20,2	15,6	15,3
Капитальные доходы	31 849	63 969	71 301	41 823	30 500	30 500
Капитальные расходы (КР)	381 991	354 997	418 886	430 000	450 000	470 000
Баланс с учетом КР	(48 963)	144 222	116 109	(6 743)	(112 909)	(128 650)
Баланс с учетом КР, % доходов бюджета	(3,2)	8,7	6,3	(0,3)	(5,7)	(6,2)
Погашение долга	45 979	22 074	72 433	26 056	4 348	0
Привлеченные средства (брутто)	20 009	0	9	0	0	50 000
Баланс с учетом привлеченных средств	(74 729)	122 178	43 800	(32 799)	(117 256)	(78 650)
Гибкие доходы, % текущих доходов	15,5	16,3	15,9	15,9	16,0	16,1
Капитальные расходы, % совокупных расходов	23,9	23,3	24,1	22,2	21,3	21,4
Прямой долг (на конец года)	160 589	140 451	61 852	35 797	31 449	81 449
Прямой долг, % текущих доходов	10,6	8,8	3,5	1,9	1,6	4,0
Полный долг (на конец года)	229 964	212 088	137 071	114 250	113 040	166 304
Полный долг, % полных текущих доходов бюджета	14,2	12,4	7,2	5,7	5,4	7,7
Процентные выплаты, % текущих доходов	0,8	0,7	0,5	0,2	0,1	0,2
ВРП на душу населения, руб.	1 051 560	1 103 450	1 128 069	1 168 457	1 215 445	1 264 523
ВВП на душу населения, руб.	551 146	568 917	587 328	613 593	642 295	672 340

Приведенные выше данные и коэффициенты представляют собой результат собственных расчетов аналитиков S&P Global Ratings на основании данных национальных и международных источников и отражают независимое мнение аналитиков S&P Global Ratings относительно своевременности, охвата, точности, надежности и применимости имеющейся информации. Основными источниками информации являются финансовая отчетность и бюджеты, предоставляемые эмитентом. Базовый сценарий (бс) отражает ожидания S&P Global Ratings относительно наиболее вероятного сценария.

## Оценки рейтинговых факторов

Таблица 2

Москва: оценки рейтинговых факторов	
Основные рейтинговые факторы	
Система региональных (муниципальных) финансов	Неустойчивая и несбалансированная
Экономика	Средняя
Качество управления финансами	Низкое
Финансовая гибкость	Средняя
Финансовые показатели	Сильные
Ликвидность	Очень сильная
Долговая нагрузка	Очень низкая
Условные обязательства	Низкие

\*Рейтинги, которые S&P Global Ratings присваивает РМОВ, основаны в том числе на системе присвоения оценок по восьми основным рейтинговым факторам, приведенным в таблице. Более подробно о присвоении кредитного рейтинга РМОВ на основании анализа восьми рейтинговых факторов см. в статье «Методология присвоения рейтингов региональным и местным органам власти из разных стран мира, за исключением США» (раздел А), опубликованной 30 июня 2014 г.

## Основные финансовые и экономические показатели Российской Федерации

- Индикаторы суверенного риска // 6 июля 2017 г.; интерактивная версия: <http://www.spratings.com/sri>.

## Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

- Методология и допущения: присвоение региональным или местным органам власти разных стран мира за исключением США рейтингов, превышающих рейтинг суверенного правительства // 15 декабря 2014 г.
- Методология присвоения рейтингов региональным и местным органам власти из разных стран мира за исключением США // 30 июня 2014 г.
- Присвоение корпоративным эмитентам и органам власти рейтингов на уровне выше суверенных: Методология и допущения // 19 ноября 2013 г.
- Методология и допущения, используемые при анализе ликвидности региональных и местных органов власти разных стран мира (за исключением США) и связанных с ними компаний, а также при присвоении кредитных рейтингов их программам выпуска коммерческих ценных бумаг // 15 октября 2009 г.
- Использование списка CreditWatch и прогнозов по рейтингам // 14 сентября 2009 г.

## Статьи

- Индикаторы суверенного риска // 6 июля 2017 г.; интерактивная версия: <http://www.spratings.com/sri>.
- Данные о суверенных дефолтах и переходах рейтингов в другие категории: 2016 г. // 8 мая 2017 г.
- Прогноз по рейтингам Российской Федерации пересмотрен на «Позитивный» в связи с улучшением перспектив роста // 17 марта 2017 г.
- Оценки систем региональных (муниципальных) финансов (за исключением США) // 21 апреля 2017 г.

В соответствии с нашей политикой и процедурами в состав Рейтингового комитета вошли аналитики, имеющие достаточную квалификацию для участия в голосовании на заседании Комитета и достаточный опыт для обеспечения надлежащего уровня знаний и понимания соответствующей методологии (см. «Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации»). В начале Комитета его председатель подтвердил, что информация, предоставленная Рейтинговому комитету ведущим кредитным аналитиком, была своевременно распространена и была достаточной для принятия обоснованного решения членами Комитета.

После вводной презентации ведущего кредитного аналитика и разъяснения им своих рекомендаций члены Комитета обсудили основные рейтинговые факторы и важнейшие вопросы в соответствии с применяемыми критериями. Члены Комитета рассмотрели и обсудили качественные и количественные факторы риска на основе данных за прошлые периоды и прогнозов.

Комитет пришел к выводу о том, что основные рейтинговые факторы остались без изменений.

Председатель Комитета обеспечил возможность высказать свое мнение каждому члену Комитета с правом голоса. Председатель Комитета или уполномоченный им представитель ознакомился с проектом отчета, чтобы обеспечить его соответствие решению Комитета. Мнения и решение Рейтингового комитета представлены в приведенном выше обосновании и прогнозе. Значимость каждого рейтингового фактора описывается в методологии, используемой для принятия решения о рейтинговом действии (см. раздел «Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации»).

ПЕРЕВОД ТОЛЬКО В ИНФОРМАЦИОННЫХ ЦЕЛЯХ. Данный перевод предоставляется в целях



более точного и полного понимания нашего пресс-релиза на английском языке, опубликованного на нашем сайте <http://www.standardandpoors.com>, и только в информационно-справочных целях.

## Рейтинг-лист

Москва

До С

Кредитный рейтинг эмитента

По обязательствам в иностранной и национальной валюте

BB+/Позитивный/-- BB+/Позитивный/--

Рейтинг приоритетного необеспеченного долга

По обязательствам в национальной валюте

BB+ BB+

### Дополнительные контакты:

International Public Finance Ratings Europe; [PublicFinanceEurope@spglobal.com](mailto:PublicFinanceEurope@spglobal.com)

Некоторые определения, используемые в этом отчете, в частности применяемые нами для описания рейтинговых факторов, имеют конкретные значения, которые приведены в наших критериях. Таким образом, подобные определения должны быть интерпретированы в контексте соответствующих методологических статей. Критерии, используемые при присвоении рейтингов, можно найти на сайте [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com). Полная информация о рейтингах предоставляется подписчикам RatingsDirect на порталах [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) и [www.spcapitaliq.com](http://www.spcapitaliq.com). Все рейтинги, которые затронуты данным рейтинговым действием, можно найти на общедоступном веб-сайте S&P Global Ratings [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) с помощью поискового окна «Ratings search» в левой части экрана. Кроме того, Вы можете позвонить по одному из следующих телефонов S&P Global Ratings: (44) 20-7176-7176 (Европейская служба поддержки клиентов); (44) 20-7176-3605 (Лондон); (33) 1-4420-6708 (Париж); (49) 69-33-999-225 (Франкфурт); (46) 8-440-5914 (Стокгольм); 7 (495) 783-4009 (Москва).

Copyright © 2017. S&P Global Market Intelligence. Все права защищены.

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа и данных о кредитоспособности, оценок, моделей, компьютерных программ и иных приложений и выходных данных, полученных на основе Контента) полностью или частично — в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было способами, а также его хранение в базах данных и поисковых системах без предварительно полученного письменного разрешения S&P Global Market Intelligence или его аффилированных лиц (вместе — S&P Global) запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P Global и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (далее — «Стороны S&P Global») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P Global не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения (по неосторожности и других обстоятельствах) независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и хранение данных, введенных пользователем. Контент предоставляется на условии «как есть». СТОРОНЫ S&P GLOBAL НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ЧАСТНОСТИ (НО НЕ ТОЛЬКО) ГАРАНТИЙ СООТВЕТСТВИЯ НАЗНАЧЕНИЮ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В КАКИХ-ЛИБО ИНЫХ ЦЕЛЯХ, ГАРАНТИЙ ОТСУТСТВИЯ ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК И ДЕФЕКТОВ, ГАРАНТИЙ БЕСПЕРЕБОЙНОЙ РАБОТЫ КОНТЕНТА И ЕГО СОВМЕСТИМОСТИ С ЛЮБЫМИ НАБОРАМИ АППАРАТНЫХ ИЛИ ПРОГРАММНЫХ УСТАНОВОК. Стороны S&P Global ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, присуждаемые в порядке наказания, компенсаторные, штрафные, определяемые особыми обстоятельствами дела убытки и издержки, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущенный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием Контента, — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа и других видов анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой мнения, причем мнения на дату их выражения, и не являются констатацией факта. Мнения S&P Global Market Intelligence, исследования, и подтверждения рейтинга (описанные ниже) не являются рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не касаются вопроса пригодности той или иной ценной бумаги. S&P Global Market Intelligence не обязуется обновлять Контент после публикации в той или иной форме (том или ином формате). Полагаться на Контент не следует, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. S&P Global Market Intelligence не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта, за исключением случаев регистрации в качестве такового. S&P Global Market Intelligence получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, но не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации.

Некоторые виды деятельности бизнес-подразделений S&P Global осуществляются отдельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P Global могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P Global действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса.

S&P Global Ratings не принимает какого-либо участия в подготовке и создании кредитных оценок S&P Global Market Intelligence. Для различения моделей кредитных оценок вероятности дефолта S&P Global Market Intelligence от кредитных рейтингов, присваиваемых S&P Global Ratings, используется буквенное обозначение в нижнем регистре.

S&P Global может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P Global оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P Global публикуются на веб-сайтах — [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (доступ — бесплатный), а также [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) и [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (доступ по подписке), но могут распространяться и другими способами, в том числе через публикации S&P Global и независимых дистрибьюторов. Дополнительную информацию, касающуюся стоимости рейтинговых услуг, можно получить по адресу: [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).