

**РЕЙТИНГОВОЕ  
 ЗАКЛЮЧЕНИЕ**
**Рейтинговое заключение:**

КРАТКОЕ ОБОСНОВАНИЕ РЕЙТИНГА	2
ПОДРОБНЫЙ ОБЗОР РЕЙТИНГОВЫХ ФАКТОРОВ	3
О СУБНАЦИОНАЛЬНЫХ РЕЙТИНГАХ MOODY'S	10
РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ	12
ДРУГИЕ МАТЕРИАЛЫ АГЕНТСТВА MOODY'S ПО ДАННОЙ ТЕМЕ:	13

**Контактные лица:**

МОСКВА	7.495.228.6060
Александр Проклов	7.495.228.6072
<i>Ведущий аналитик</i>	
Alexander.Proklov@moodys.com	
ЛОНДОН	44.20.7772.5454
Дэвид Рубинофф	44.20.7772.139
	8
<i>Управляющий директор</i>	
David.Rubinoff@moodys.com	
МИЛАН	39.02.9148.1100
Массимо Висконти	39.02.9148.1124
<i>Дублирующий аналитик</i>	
Massimo.Visconti@moodys.com	

# Чувашская Республика

(Россия)

**Рейтинги  
 Категория**

ПРОГНОЗ

СТАБИЛЬНЫЙ

**Рейтинг эмитента**

по национальной шкале в национальной валюте Aa2.ru

Рейтинг эмитента Ba2

**Ключевые показатели**
**ЧУВАШСКАЯ РЕСПУБЛИКА  
 (НА 31 ДЕКАБРЯ)**

	2006	2007	2008	2009	2010
Межбюджетные трансферты / текущие доходы (%)	37.09	42.17	42.06	52.23	45.40
Валовой текущий баланс / текущие доходы (%)	17.70	27.85	21.07	9.62	3.36
Профицит (дефицит) бюджета / общие доходы (%)	-3.34	-3.20	-4.70	-1.12	-7.21
Чистый прямой и гарантированный долг / текущие доходы (%)	21.03	24.12	31.48	31.91	38.27
Процентные расходы / текущие доходы (%)	1.22	1.04	1.18	1.72	1.27
Коэффициент самофинансирования (%)	0.89	0.92	0.83	0.90	0.50
ВРП на душу населения по отношению к среднероссийскому уровню	44.84	48.01	49.71	45.80	-

## КРАТКОЕ ОБОСНОВАНИЕ РЕЙТИНГА

Рейтинг эмитента по глобальной шкале в иностранной и местной валюте на уровне Ba2 и рейтинг по национальной шкале на уровне Aa2.ru Чувашской Республики отражают ее умеренную долговую нагрузку, которая, как ожидается, останется на текущем уровне в среднесрочной перспективе, достаточно благоприятный график погашения долга, а также рост налоговых доходов. Однако, эти факторы нивелируются ограниченностью собственной налоговой базы бюджета, нестабильностью региональной экономики и низкой позицией республики по ликвидности.

---

### Сравнение с аналогичными эмитентами

Рейтинг Чувашской Республики находится в среднем диапазоне рейтингов российских регионов, которые варьируются в диапазоне от Baa1 до B1. Большинство рейтингуемых российских регионов имеет рейтинги в категории Ba. Положение Чувашской Республики по сравнению с другими субъектами РФ, имеющими рейтинг Ba, отражает недостаточность собственных доходов бюджета, что компенсируется более равномерным графиком погашения долговых обязательств.

---

### Факторы, оказывающие положительное влияние на рейтинг

Положительное влияние на уровень кредитоспособности Чувашской Республики оказывают следующие факторы:

- Умеренный уровень долга и низкие процентные расходы;
- Политика правительства республики по достижению низкого уровня дефицита бюджета в среднесрочной перспективе.

---

### Факторы, оказывающие сдерживающее влияние на рейтинг

Сдерживающее влияние на уровень кредитоспособности Чувашской Республики оказывают следующие факторы:

- Недавнее ухудшение текущего баланса бюджета;
- Ограниченность собственной налоговой базы;
- Низкая гибкость доходов бюджета.

---

### Прогноз рейтинга

Прогноз рейтинга – «стабильный».

---

### Возможные предпосылки повышения рейтинга

Рост показателей исполнения текущего бюджета до уровней, зафиксированных в 2006-08 годах, в сочетании со стабильностью долговой нагрузки и улучшением показателей ликвидности сможет оказать положительное влияние на рейтинг Чувашской Республики.

---

### Возможные предпосылки понижения рейтинга

Ослабление показателей исполнения текущего бюджета до отрицательного уровня в сочетании с увеличивающейся долговой нагрузкой и сохраняющимся финансовым дефицитом способны оказать негативное влияние на уровень рейтинга республики.

## ПОДРОБНЫЙ ОБЗОР РЕЙТИНГОВЫХ ФАКТОРОВ

Рейтинги, присвоенные Чувашской Республике, являются результатом применения методологии анализа вероятности совместного дефолта (АВСД), разработанной агентством Moody's, к региональным и местным администрациям (РМА). В соответствии с этой методологией, агентство Moody's сначала определяет базовую оценку кредитного риска для рассматриваемого региона, а затем оценивает вероятность того, что вышестоящее правительство окажет региону поддержку с целью предотвращения дефолта в случае, если данное событие когда-либо произойдет.

---

### Базовая оценка кредитного риска

Базовая оценка кредитного риска Чувашской Республики на уровне 12 (по шкале от 1 до 21, где 1 соответствует самому низкому риску) отражает следующие факторы:

#### **Финансовое положение и результаты деятельности**

На протяжении пяти последних лет Чувашская Республика демонстрировала неустойчивые показатели текущего баланса бюджета, которые находились на высоком двузначном уровне в 2006-08 годах благодаря благоприятным экономическим условиям, однако затем существенно снизились в период рецессии в 2009-2010 годах. Так, в 2009 году снижение показателя валового текущего баланса бюджета по отношению к текущим доходам до 9,6% в основном было обусловлено национальным и глобальным экономическим кризисом, и соответствующим резким падением двух крупнейших собственных налоговых источников доходов - налога на прибыль (который сократился на 37% по сравнению с предыдущим годом) и налога на доходы физических лиц (НДФЛ, который сократился на 12% за тот же период). Затем, в 2010 году увеличение налоговых доходов составило 23,9% по сравнению с предыдущим годом, что сопровождалось, однако, опережающим ростом текущих расходов, прежде всего, расходов социального характера и привело к сокращению показателя валового текущего баланса бюджета до 3,4% в 2010 году. В дальнейшем мы ожидаем, что показатель текущего баланса бюджета восстановится до низких двузначных показателей к текущим доходам в 2011 году, в основном благодаря продолжающемуся росту налоговых доходов.

В 2012 году, текущий баланс бюджета республики, вероятно, останется, в пределах 10-15% по отношению к текущим доходам. Однако, коррекция расходов на оплату труда и социальные обязательства с учетом инфляции могут повлиять на финансовые результаты в 2011 и, вероятно, в 2012 годах. Если увеличение этих расходов не будет профинансировано за счет роста налоговых поступлений, республике придется сократить расходы на содержание и капитальный ремонт, чтобы не допустить ухудшения текущего баланса бюджета. В связи с этим способность правительства Чувашской Республики придерживаться текущей консервативной политики расходов остается важным фактором при определении

кредитоспособности Чувашии, в особенности с учетом существующей неопределенности в национальной и глобальной экономиках.

В 20102 году, дополнительное давление на результаты исполнения республиканского бюджета может также оказать ожидаемое перераспределение некоторых статей доходов и расходов между федеральным и региональными правительствами (см. раздел "Институциональная среда"). Moody's полагает, что в случае Чувашской Республики такие изменения не окажут заметного негативного влияния на структуру бюджета. Однако мы продолжим изучать предполагаемые изменения с тем, чтобы подтвердить соответствие рейтинга республики текущему уровню.

Moody's отмечает, что налоговая база бюджета достаточно диверсифицирована и характеризуется отсутствием концентрации на каком-либо ключевом налогоплательщике. Однако на сегодняшний день этот фактор не рассматривается в нашем кредитном анализе как оказывающий положительное воздействие на кредитный рейтинг. Диверсификация налоговой базы не смягчила существенного ухудшения финансовых показателей местных налогоплательщиков в 2009 году, поскольку рецессия оказала негативное воздействие практически на все сферы экономики региона.

Ключевыми статьями капитальных затрат Чувашской Республики являются строительство дорог и ремонт, развитие региональной системы водоснабжения, жилищное строительство. Расходы региона на капитальные вложения в недавнем прошлом являлись весьма существенными и составляли 33,8% в 2007 году и 29,8% в 2008 году. Однако, вслед за падением собственных доходов в 2009 году, Чувашия осуществила значительные сокращения в части капиталовложений – до 16,4% от всех расходов в 2009 году и до 14,1% в 2010 году. В дальнейшем предполагается стабилизация капитальных расходов бюджета республики на уровне 15% в 2011 году и некоторый рост в среднесрочной перспективе. Необходимо отметить, что рост может быть достигнут, вероятно, только за счет существенного увеличения собственных доходов, так как республика не намерена привлекать значительные заимствования для финансирования расходов бюджета.

Несмотря на кризис, республика удерживала финансовый дефицит на умеренном уровне на протяжении последних пяти лет (в том числе, -4,7% в 2008 году, -1,3% в 2009 году и -7,2% в 2010 году). В 2009 году Чувашия смогла сохранить общий дефицит бюджета на минимальном уровне, главным образом, благодаря собственной взвешенной и осторожной бюджетной политике и федеральной поддержке в форме целевых субсидий и разовых трансфертов для покрытия дефицита бюджета. Несмотря на то, что принятый бюджет республики на 2011 год предусматривает дефицит на уровне около 11% от прогнозируемой суммы общих доходов, агентство Moody's ожидает, что этот показатель останется в диапазоне ниже 10%, даже несмотря на посткризисное сокращение федеральных субсидий. Согласно бюджету на 2012 год, Чувашия намерена добиться профицита в размере 5%, что позволит сохранить долговую нагрузку на текущем умеренном уровне.

Позиция Чувашской Республики по ликвидности относительно слаба и ее размер значительно колеблется в течение финансового года в зависимости от динамики бюджетных поступлений и заимствований. Наряду с другими российскими регионами с сопоставимым уровнем рейтинга, Чувашская Республика не имеет значительных свободных денежных средств по причине ограниченности собственных доходов бюджета. Кроме того, так как республика получает федеральные дотации на выравнивание бюджетной обеспеченности, ей не разрешается размещать свои

резервы денежных средств на банковских депозитах или инвестировать их иным образом, в связи с чем республика обязана хранить денежные средства на своих счетах в федеральном казначействе. Тем не менее, позиция по ликвидности достаточна для покрытия всех процентных расходов до конца года. Общая сумма денежных средств на счетах республики составляла около 1,4 млрд. рублей на конец 2010 года, что составляло 5% от текущих доходов в 2010 году.

### **Долговые показатели**

Чистый прямой и непрямой долг Чувашской Республики составлял 10,0 млрд. рублей или 38,3% по отношению к текущим доходам на конец 2010 года, в то время как отношение прямого долга к текущим доходам бюджета составляло 28,2%. В структуре прямого долга доминировали рублевые облигации со сроками погашения в 2012-14 годах. Среди прочих видов прямого долга большую часть составляют кредиты с низкой процентной ставкой, предоставленные федеральным правительством на покрытие дефицита бюджета в 2009 году и в 2010 году, а также целевые бюджетные кредиты на развитие дорожной инфраструктуры. В 2009 году республика также получила кредит от Международной финансовой корпорации на развитие здравоохранения. Чувашия благополучно рефинансировала свои рублевые облигации со сроком погашения в 2011 году новым выпуском трехлетних облигаций в размере 1 млрд. рублей со сроком погашения в 2014 году.

Гарантированный долг в размере 2,6 млрд. рублей представлен несколькими рублевыми гарантиями, в основном выданными местным предприятиям, принадлежащим республике. Весь гарантированный долг является средне- и долгосрочным по своей природе (с погашением в 2011-15 годах). Самая крупная гарантия (1,2 млрд. рублей) предоставлена республикой принадлежащему ей ГУП «Чувашавтодор» под кредитную программу Всемирного банка, направленную на строительство дорог. Данная гарантия предоставлена без права регрессного требования, так как выплаты по гарантированному долгу финансируются республиканским бюджетом путем выкупа построенных дорог у «Чувашавтодора» в счет капитальных расходов.

Среднесрочный финансовый план республики не предусматривает каких-либо значительных новых займов, при этом ожидается сокращение гарантированного долга. В ближайшем будущем республика может полагаться на внутренний финансовый рынок, условия доступа на который для субъектов РФ в настоящее время благоприятны, а процентные ставки находятся на низком (по российским меркам) уровне. Агентство Moody's ожидает, что чистый прямой и непрямой долг Чувашской Республики в 2011 году сохранится на уровне 2010 года или будет немного ниже, в то время как среднесрочная долговая политика республики не предусматривает какого-либо существенного роста чистых новых заимствований.

Республике принадлежит сеть государственных унитарных предприятий (ГУП) и принадлежащих ей акционерных обществ, которые в основном являются самофинансируемыми компаниями небольшого размера и не несут в себе потенциального забалансового риска для бюджета Чувашии.

### **Факторы руководства и управления**

Как и ряд других субъектов РФ, правительство Чувашской Республики демонстрировало хорошее управление бюджетом и долгом в последние годы, осуществляло адекватное бюджетное планирование и проводило сдержанную политику в отношении расходов. В 2008 году республика перешла на трехлетний

бюджет, который призван обеспечить более качественное управление бюджетом и долгосрочную долговую политику. Однако волатильность налоговых доходов, свойственная региональному бюджету, может негативно сказаться на способности правительства Чувашии достичь плановых бюджетных показателей в среднесрочной перспективе. Институциональные отношения находятся в целом на высоком уровне, существует конструктивное взаимодействие между региональным правительством и парламентом, улучшаются механизмы контроля за деятельностью муниципальных органов власти и государственных компаний.

Агентство Moody's отмечает, что недавние изменения в правительстве Чувашской Республики не являются поводом для каких-либо изменений в отношении кредитоспособности республики, однако в средне- и долгосрочной перспективе они способны оказать положительное влияние на уровень рейтинга. В 2010 году Михаил Игнатьев вступил в должность нового Президента республики, после чего в финансовом блоке правительства также произошли изменения. В качестве президента господин Игнатьев будет, как ожидается, поддерживать существующие хорошие отношения с федеральным правительством с целью финансирования потребностей в развитии инфраструктуры.

В соответствии с действующим российским законодательством, бюджетная отчетность формируется на основе кассового метода бухгалтерского учета. Ожидается, что она будет заменена на метод начислений в долгосрочной перспективе. Бюджетная отчетность Чувашской Республики подлежит проверке со стороны Минфина РФ и других государственных контролирующих органов.

### **Основные экономические показатели**

Экономика Чувашской Республики является относительно небольшой: валовой региональный продукт (ВРП) Чувашии насчитывает около 0,4% валового внутреннего продукта (ВВП) России, в то время как объемы промышленного производства составляют примерно 0,5% промышленного производства страны. ВРП Чувашии на душу населения находится на низком уровне и составляет около 46% от ВВП России на душу населения. В то же время экономика республики сравнительно диверсифицирована: торговля и услуги составляют приблизительно 47% ВРП, промышленность - 35%, строительство - 10% и сельское хозяйство - 8%. При этом основная часть налоговых доходов генерируется в перерабатывающей промышленности, а доля налогов, поступающих от предприятий сферы услуг, остается низкой.

В докризисный период Чувашская Республика демонстрировала быстрый экономический рост - 10,7% в 2006 году и 11,4% в 2007 году, однако в 2008 году темпы роста упали до 5,4%. Экономический кризис привел к снижению ВРП региона более чем на 17,7% в 2009 году, так как все сектора экономики столкнулись с рецессионным снижением спроса, особенно в машиностроении и строительстве. С конца 2009 года экономика Чувашии начала восстанавливаться, темп роста ВРП составил 3,4% в 2010 году (согласно предварительным данным).

В дальнейшем ожидается рост ВРП на 5-7% в 2011 году, причем темпы роста экономики республики будут обусловлены состоянием экономики страны в целом. В 2010 году экономический рост в России составил 4%, и, согласно официальным российским прогнозам и прогнозам международных финансовых организаций, такие же темпы роста ожидаются в 2011-2012 гг. Росту региональной экономики будет способствовать реализация новых инвестиционных проектов в машиностроении и пищевой промышленности, тогда как развитию сектора строительства может

способствовать расширению инвестиций предприятий и облегчение условий кредитования. Новые крупные проекты ожидаются в инновационных производствах, в том числе в сфере нанотехнологий и высокотехнологичном производстве. Экономическому росту также будет способствовать восстановление сектора личного потребления. Благодаря увеличению прибыльности местных предприятий и более быстрому повышению реальных доходов населения, темпы роста налоговых доходов могут превысить темпы роста экономики республики.

Уровень занятости в республике останется стабильным и в течение следующих нескольких лет будет составлять около 62% от общей численности населения. Однако население республики продолжит сокращаться примерно такими же темпами, как и в среднем по России. В недавнем прошлом глубокий экономический спад привел к возникновению достаточно высокой безработицы, которая, согласно методике расчета МОТ, в 2009 году достигла 11,5%, но затем быстро снизилась в 2010 году до 7,6% вследствие восстановления экономической конъюнктуры. Тем не менее, в долгосрочной перспективе сокращение численности населения может оказывать постоянное сдерживающее воздействие на экономический рост Чувашской Республики.

### **Страновые характеристики**

Страновые характеристики являются общими для всех субъектов РФ и характерны для стран с развивающимися рынками: средний ВВП на душу населения, высокая волатильность ВВП и низкий уровень индекса эффективности правительства, рассчитываемого Всемирным банком. Комбинация этих характеристик предполагает умеренный уровень системного риска. Суверенный рейтинг находится в настоящее время на уровне Ваа1 со стабильным прогнозом.

### **Институциональная среда**

После периода неустойчивости, вызванной реализацией налоговой и муниципальной реформ в 2000-06 годах, российские регионы живут в условиях более стабильной и предсказуемой институциональной среды. Разграничение ключевых полномочий между федеральным центром и регионами, завершённое в 2005 году, заложило основы для более предсказуемой среды для администраций регионов, особенно в сфере нефинансируемых социальных пособий и льгот. Хотя возможность эволюционных преобразований исключать нельзя, по мнению агентства Moody's, маловероятно, чтобы любые такие реформы привели к радикальным потрясениям сложившихся устоев. Кроме того, согласно Бюджетному кодексу РФ передаваемые на другой уровень бюджета обязательства должны сопровождаться соответствующим финансированием.

Распределение с федеральным бюджетом налоговых доходов, играющих существенную роль в доходах бюджетов субъектов РФ, закреплёно на долгосрочной основе в Бюджетном и Налоговом кодексах, изменения в которые могут быть внесены только Государственной думой РФ и положения которых имеют преимущественную силу по отношению к любым другим законодательным актам. Эти кодексы ограничивают возможности федеральных властей вносить изменения в распределение налогов между уровнями бюджетов и тем самым налагают на них долгосрочные обязательства. Ещё одна важная часть доходов региональных бюджетов – федеральные дотации на бюджетное выравнивание – была в основном сформирована ещё в 2000-01 годах и функционирует с тех пор. Существенным моментом является тот факт, что в Бюджетном кодексе заложены показатели для расчета этих дотаций. Они составляют налоговый потенциал региона по сравнению с расходами бюджета на душу населения в соответствии с полномочиями, относящимися к ведению субъектов РФ и с поправкой на коэффициенты,

характеризующие возрастную структуру населения, климатические условия и другие параметры.

Гибкость доходов субъектов РФ ограничена, ибо региональные налоговые доходы (налог на имущество предприятий, транспортный налог, налог на игорный бизнес) составляют лишь малую часть их доходов и ограничены общероссийским законодательством. Как правило, ставки региональных налогов находятся на максимальном уровне. В результате налоговых реформ доля региональных налогов снизилась. В то же время два крупнейших региональных налога – налог на прибыль и подоходный налог с физических лиц делятся с федеральным и муниципальным уровнями соответственно и не могут быть увеличены для поднятия бюджетных доходов. Обычно на налог на прибыль и подоходный налог приходится около 40% и 30% налоговых поступлений региона, соответственно. Агентство Moody's отмечает, что в российском контексте налог на прибыль более волатилен и зависит от фазы экономического цикла; в период экономического спада в 2009 году общая сумма поступлений регионов от налога на прибыль снизилась приблизительно на 40%, а поступления от подоходного налога с физических лиц упали всего лишь на 5%.

Бюджеты субъектов РФ характеризуются некоторой гибкостью в части состава и размера их расходов, однако на деле здесь также существуют некоторые ограничения. Субъекты РФ могут самостоятельно устанавливать объем средств, которые должны быть израсходованы на их обязательства, в частности, на зарплаты в бюджетной сфере и на социальные пособия и льготы, при том условии, что их размер не будет превышать соответствующие зарплаты в федеральных учреждениях данного региона, особенно в тех регионах, которые являются получателями дотаций на выравнивание. При этом расходы на социальные пособия и трансферты муниципалитетам, доля которых в расходах бюджетов значительно выросла в результате реформ, могут быть сокращены с большим трудом по политическим соображениям, особенно в предвыборные годы. То же самое относится и к расходам регионов на заработные платы в бюджетной сфере, которые росли до экономического кризиса, следуя федеральной политике повышения зарплат в данной сфере; индексация заработной платы бюджетников была, в основном, заморожена в период экономического кризиса.

Равновесие межбюджетной системы было нарушено в период глубокого экономического спада в 2009 году, когда федеральные и региональные бюджеты оказались перед лицом падения объемов налоговых поступлений, особенно по налогу на прибыль, который делится между федеральным и региональными бюджетами. Федеральный центр старался по мере сил поддержать регионы; федеральные власти выделяли регионам значительные средства на покрытие выпадающих налоговых поступлений и для поддержания расходов на инфраструктуру на региональном уровне. В разгар кризиса федеральное правительство также оказывало содействие регионам в привлечении заимствований в банках, принадлежащих государству. Эта оперативная реакция была своевременной и помогла сдержать бюджетный дефицит на региональном уровне. Однако, по мере постепенной нормализации экономики, федеральная поддержка, по всей вероятности, будет уменьшаться. Поскольку в настоящее время федеральная политика направлена на бюджетно-налоговую консолидацию, в недалеком будущем регионам также придется идти по пути низкодефицитных бюджетов или полагаться на привлечение заемных средств на рынках капитала, а не на федеральные трансферты и кредиты.

Агентство Moody's также отмечает, что некоторые ожидаемые изменения в межбюджетных отношениях могут привести к увеличению дисбаланса бюджета и

дополнительным нуждам финансирования на региональном уровне в среднесрочной перспективе. Начиная с 2012 года, расходы на содержание местной полиции будут переданы с регионального на федеральный уровень, тогда как служба занятости будет передана на региональный уровень. Чтобы сбалансировать эти полномочия, федеральное правительство перераспределит доходы от транспортного налога и сборов, а также часть акцизов на алкоголь с регионального уровня на федеральный. Кроме того, все региональные администрации должны будут создать целевые дорожные фонды, предназначенные для строительства и ремонта дорог. Транспортный налог и акциз на бензин будут зафиксированы как доходы дорожного фонда, что также может снизить гибкость доходов региональных бюджетов.

---

### Оценка вероятности чрезвычайной поддержки

Присвоенная Moody's низкая вероятность чрезвычайной поддержки со стороны федерального правительства учитывает случаи дефолта среди региональных и местных органов власти России в недавнем прошлом, а также позицию федерального правительства, не предполагающую осуществления финансовых интервенций для своевременного предотвращения дефолтов нижестоящих администраций.

Присвоенная рейтинговым комитетом Moody's высокая оценка взаимозависимости дефолтов учитывает низкий уровень федеральных трансфертов в доходах республиканского бюджета, близость базы налоговых доходов регионального и федерального бюджетов, а также высокую интеграцию экономики республики в экономику России в целом.

---

### Скоринговая карта базовой оценки кредитного риска

Согласно скоринговой карте, представленной ниже, уровень базовой оценки кредитного риска Чувашской Республики составляет 10, в то время как решением рейтингового комитета агентства региону присвоена базовая оценка на уровне 12. Разница в две ступени объясняется неопределенностью в отношении исполнения бюджета республики в среднесрочной перспективе, обусловленной волатильностью налоговых доходов и зависимостью республики от федеральных трансфертов.

Скоринговая карта базовой оценки кредитного риска (baseline credit assessment, BSA), с помощью которой на основании ряда количественных и качественных показателей осуществляется оценка уровня BSA, является инструментом, используемым рейтинговым комитетом для оценки кредитного качества региональных и местных администраций. Показатели кредитоспособности, применяемые в скоринговой карте, предоставляют хороший статистический инструмент для оценки базового уровня кредитоспособности; однако полученная с помощью карты предполагаемая BSA не заменяет собой суждения рейтингового комитета относительно базовой оценки кредитного риска, а сама скоринговая карта не является матрицей, предназначенной для автоматического присвоения такой оценки. Результаты, генерируемые с помощью скоринговой карты, имеют ограничения, связанные с использованием ретроспективных данных, в то время как оценки кредитного риска являются прогностическим мнением относительно кредитоспособности. Кроме того, ограниченный набор показателей, используемых в скоринговой карте, не может в полной мере соответствовать объему и полноте проводимого нами анализа.

## О СУБНАЦИОНАЛЬНЫХ РЕЙТИНГАХ MOODY'S

### Национальная и глобальная рейтинговые шкалы

Рейтинги Moody's по национальной шкале являются относительными показателями кредитоспособности заемщиков и заимствований внутри страны и предоставляют возможность для лучшей дифференциации соответствующих рисков участниками рынка. Национальные рейтинговые шкалы отличаются от глобальной рейтинговой шкалы Moody's в том, что они не позволяют осуществить сопоставление с рейтингами эмитентов в глобальном масштабе, а только с рейтингами по национальной шкале других рейтингуемых эмитентов и эмиссий в той же самой стране. Рейтинги по национальной шкале обозначаются в виде суффикса ".nn" для каждой соответствующей страны, например ".ru" для России. Для дальнейшей информации о подходе Moody's к национальным рейтинговым шкалам вы можете обратиться к Moody's Rating Implementation Guidance (Руководство по присвоению рейтингов Moody's), опубликованному в августе 2010 года и озаглавленному «Соотношение между рейтингами по национальной и глобальной шкале» («Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings»).

Глобальная рейтинговая шкала Moody's для эмитентов и эмиссий позволяет инвесторам сравнивать кредитоспособность эмитентов и эмиссий по всему миру, в большей степени, чем внутри конкретной страны. Эта шкала включает в себя оценку всех рисков, относящихся к данной стране, включая возможную экономическую нестабильность.

### Страновой потолок для обязательств, номинированных в иностранной валюте

Агентство Moody's присваивает так называемый страновой потолок по облигациям и нотам, номинированным в иностранной валюте, каждой стране (или отдельной денежной системе), в которой есть эмитенты облигаций. Потолок в основном указывает наивысший рейтинг, который может быть присвоен обязательствам, номинированным в иностранной валюте и выпущенным эмитентом, находящимся в финансовой юрисдикции данной страны или зоны. В большинстве случаев потолок является эквивалентом рейтинга, который присвоен (или мог бы быть присвоен) облигациям национального правительства, номинированным в иностранной валюте. Однако рейтинги, которые превышают страновой потолок, могут быть присвоены номинированным в иностранной валюте ценным бумагам, имеющим преимущества благодаря особым характеристикам, которые способны обусловить меньший риск, чем тот, который соответствует страновому потолку. Такие характеристики могут быть изначально присущи эмитенту и/или связаны с оценкой Moody's вероятных действий правительства страны в период валютного кризиса.

### Базовая оценка кредитного риска

Базовая оценка кредитного риска агентства Moody's представляет собой оценку собственной кредитоспособности данной администрации и учитывает текущие субсидии и трансферты от правительства, оказывающего поддержку. Фактически, базовая оценка кредитного риска отражает вероятность того, что местная администрация может испытать потребность в чрезвычайной поддержке.

### Чрезвычайная поддержка

Чрезвычайная поддержка определяется как действия, осуществляемые правительством, оказывающим поддержку, для предотвращения дефолта региональной или местной администрации (РМА). Такие действия могут принимать

различную форму – от предоставления гарантий и выделения денежных средств до участия в переговорах с кредиторами с целью расширения доступа на финансовый рынок для РМА. Вероятность чрезвычайной поддержки может быть оценена как низкая (0% - 30%), умеренная (31% - 50%), высокая (51% - 70%), очень высокая (71% - 95%) или полная поддержка (96% - 100%).

---

### Взаимозависимость дефолтов

Оценка взаимозависимости дефолтов отражает вероятность того, что кредитные профили двух заемщиков могут не полностью коррелировать. Такая неполная корреляция оказывает существенное диверсифицирующее влияние, которое может изменить результаты анализа вероятности совместного дефолта. В частности, если риски дефолтов двух связанных заемщиков коррелируют не полностью, риск того, что они одновременно окажутся в дефолте, будет ниже, чем риск дефолта каждого из них по отдельности.

Применительно к анализу вероятности совместного дефолта для региональных и местных администраций (РМА), взаимозависимость дефолтов отражает тенденцию РМА и оказывающего поддержку правительства быть одновременно подверженными неблагоприятным обстоятельствам, ведущим к дефолту. Хотя способность вышестоящего правительства обеспечить чрезвычайную поддержку и предотвратить дефолт РМА обусловлена платежеспособностью обоих заемщиков, чем выше зависимость (или связанность) собственных рисков дефолта этих заемщиков, тем ниже поступления от взаимной поддержки. В большинстве случаев тесные экономические связи и/или пересекающаяся налоговая база различных уровней власти обуславливают взаимозависимость их дефолтов на уровне от умеренной до очень высокой.

Оценка взаимозависимости дефолтов описывается как низкая (0% - 30%), умеренная (31% - 50%), высокая (51% - 70%) или очень высокая (71% - 100%).

## Рейтинговые факторы

### Чувашская Республика

БАЗОВАЯ ОЦЕНКА КРЕДИТНОГО РИСКА СКОРИНГОВАЯ КАРТА – 2009	ЗНАЧЕНИ Е	ОЦЕНКА	СУБФАКТОР ВЕС	СУБФАКТОР ВСЕГО	ФАКТОР ВЕС	ФАКТОР ВСЕГО
<b>Фактор 1: Операционная среда</b>						
Национальный ВВП (по ППС) на душу населения	15,230	9	50.0%			
Волатильность ВВП (%)	193.0	15	25.0%	12.00	60.0%	7.20
Индекс эффективности правительства (индекс Всемирного Банка)	-0.28	15	25.0%			
<b>Фактор 2: Институциональная среда</b>						
Предсказуемость, стабильность, соответствие потребностям	7.5	7.5	50.0%			
Бюджетная гибкость - собственные источники доходов	15	15	16.7%	8.75	10.0%	0.88
Бюджетная гибкость – расходы	7.5	7.5	16.7%			
Бюджетная гибкость - масштабы заимствований	7.5	7.5	16.6%			
<b>Фактор 3: Финансовое положение и бюджетные показатели</b>						
Процентные платежи / Текущие доходы (%)	1.5	1	33.3%			
Дефицит (профицит) / Совокупные доходы (%)	-2.4	9	33.3%	4.33	7.5%	0.33
Валовой текущий баланс / Текущие доходы (%)	15.5	3	33.3%			
Чистый оборотный капитал / Совокупные расходы (%)						
<b>Фактор 4: Долговые показатели</b>						
Чистый прямой и непрямой долг / текущие доходы (%)	31.9	1	50.0%			
Краткосрочный прямой долг / совокупный прямой долг	22.5	6	25.0%	5.75	7.5%	0.43
Чистый долг / текущие доходы (изменение, %)	18.6	15	25.0%			
<b>Фактор 5: Руководство и управление</b>						
Управление финансами	1	1	40.0%			
Управление инвестициями и долгом	7.5	7.5	20.0%			
Информационная прозрачность и раскрытие информации (А)	7.5	7.5	15.0%	6.03	7.5%	0.45
Информационная прозрачность и раскрытие информации (В)	15	15	15.0%			
Институциональный потенциал	7.5	7.5	10.0%			
<b>Фактор 6: Основные экономические показатели</b>						
Валовой региональный продукт (по ППС) на душу населения, \$US	7,202	15	100.0%	15.00	7.5%	1.13
Общая оценка (1)						<b>10</b>

[1] Оценка, меньшая или равная 1.49, соответствует значению ВСА на уровне 1; оценка, большая 1.49, но равная или меньшая 2.49, соответствует ВСА на уровне 2; оценка, большая 2.49, но равная или меньшая 3.49, соответствует ВСА на уровне 3; и т.д.

## Другие материалы агентства Moody's по данной теме:

### Специальные комментарии:

- » [Negative Outlook for Russian Regional and Local Governments, May 2009 \(117013\)](#)  
(«Прогноз развития сектора российских региональных и местных администраций – «негативный», Май 2009 года (117066));

### Статистический справочник:

- » [Moody's Statistical Handbook Non-U.S. Regional and Local Governments, June 2011 \(133522\)](#)

### Рейтинговая методология:

- » [Regional and Local Governments Outside the US, May 2008 \(107844\)](#)  
(«Региональные и местные администрации за пределами США», Май 2008 года (109304));
- » [The Application of Joint Default Analysis to Regional and Local Governments, December 2008 \(99025\)](#)  
(«Применение анализа вероятности совместного дефолта к региональным и местным администрациям», Декабрь 2008 года 100811)

Для доступа к любому из вышеназванных докладов щелкните на его наименование. Просьба учесть, что указанные ссылки действительны на дату публикации настоящего доклада и могут существовать более свежие доклады. Не все аналитические материалы могут предоставляться всем клиентам.



