



СЕРГЕЙ ГЛАЗКОВ

директор проекта «Финансы городов и регионов»,
консультант председателя Комитета государственных
заимствований города Москвы, канд. тех. наук

РЫНОК СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ РФ: ВРЕМЯ ПЕРЕМЕН

В СТАТЬЕ РАССМАТРИВАЮТСЯ ИТОГИ РАЗВИТИЯ РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ РФ ЗА 2006 г. И НАЧАЛО 2007 г. И ОСНОВНЫЕ ПРИЧИНЫ ОТСТАВАНИЯ В РАЗВИТИИ ЭТОГО СЕКТОРА РЫНКА ВНУТРЕННИХ ОБЛИГАЦИЙ, КОТОРЫЙ В ЦЕЛОМ ВЫРОС ПОЧТИ НА 30%. В СТАТЬЕ ИСПОЛЬЗОВАЛИСЬ ДАННЫЕ МОСКОМЗАЙМА МИНФИНА, А ТАКЖЕ КОМПАНИЙ RUSBONDS, CBONDS, ИГ «РЕГИОН», ФБ ММВБ, НДЦ, СПВБ.

Известно, что за время своего недолгого существования рынок **субфедеральных и муниципальных облигаций (СМО)** приобрел «детскую болезнь кривизны»: он мал по объему и у него имеется выраженный структурный дисбаланс как эмитентов, так и инвесторов, а ценообразование на этом рынке характеризуется недостаточной обоснованностью [1], [2]. За 2006 г. произошли некоторые количественные изменения параметров рынка СМО, анализ которых свидетельствует о продолжении «детской болезни» — отставании в развитии. Тем не менее в 2006 г. на рынке СМО было заметно относительное оживление по сравнению с 2005 г. Кроме того, на рынке наблюдались некоторые качественно новые явления.

ОБЪЕМ РЫНКА СМО

Рынок СМО продолжает расти. На начало 2007 г. он представлял собой 112

эмиссий 53 эмитентов общим объемом по номиналу **190 млрд руб.**, из них 57,3 млрд руб. (30%) составили московские рублевые облигации (см. таблицу и рис. 1). На 1 мая 2007 г. объем московских рублевых облигаций в обращении несколько снизился — до 56,6 млрд руб., а общий объем всего рынка СМО повысился до 206,82 млрд руб. (по данным *Cbonds*).

По итогам 2006 г. объем рынка СМО резко увеличился — на 42,4 млрд руб. (28,9%) (см. рис. 1, таблицу). Особенно важно отметить, что в приросте СМО в 2006 г. облигации Москвы не сыграли основную роль, их объем вырос всего на 7,6 млрд руб. Для сравнения: в 2005 г. рынок СМО вырос на 20 млрд руб. и на 1 января 2006 г. составлял 147,4 млрд руб.

Оценка текущего объема рынка СМО представляет собой проблему, разные компании определяют его объем по-разному, например: на 29 декабря 2006 г. оценка, по данным *Cbonds*, составляла 189,8 млрд

руб., *RusBonds* — 181,2 млрд руб., ФБ ММВБ — 172,2 млрд руб. Таким образом, точность оценки по отношению к среднему измеряется ошибкой $\pm 8,8$ млрд руб.

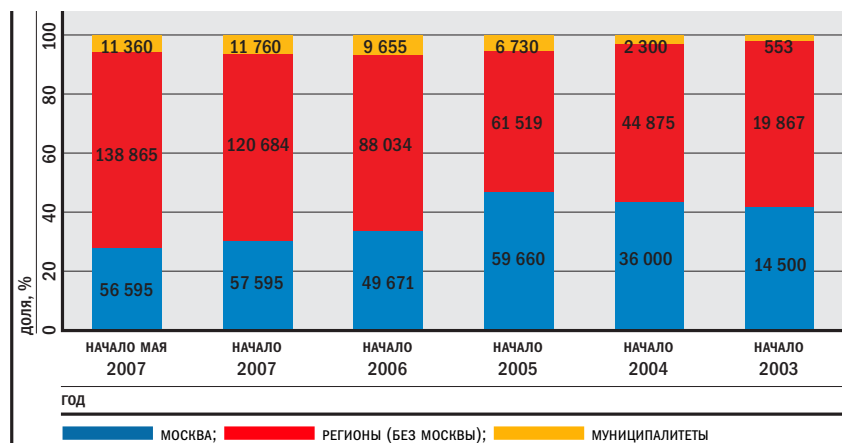
Сведения агентства *Cbonds* по объему рынка СМО обычно несколько завышены, так как агентство учитывает размещения и погашения облигаций и не всегда принимает во внимание другие причины изменения долга, например за счет откупа. Так, на конец 2005 г. в объеме долга рынка СМО доля Москвы была завышена агентством на 12 млрд руб., которые были откуплены и погашены досрочно, т. е. реально в конце 2005 г. объем был не более 147,4 млрд руб., а не 161 млрд руб., как считает агентство.

Таким образом, суммарный объем чистых заимствований на рынке СМО за 2006 г. составил 43 млрд руб. (по данным автора), 24 млрд руб. (по данным *RusBonds*), 29 млрд руб. (по данным *Cbonds*). Для сравнения: объем рынка

ОБЪЕМЫ РЫНКА СМО (ПО НОМИНАЛУ) ПО ГОДАМ

Показатель	Начало мая 2007 г.	Начало 2007 г.	Начало 2006 г.	Начало 2005 г.	Начало 2004 г.	Начало 2003 г.
Объем (оценка Cbonds), в том числе	206 820	189 817	147 360	127 909	83 175	34 920
Москва (данные Москомзайма)	56 595	57 323	49 671	59 660	36 000	14 500
регионы (без Москвы)	138 865	120 684	88 034	61 519	44 875	19 867
муниципалитеты	11 360	11 760	9 655	6 730	2 300	553

Рисунок 1. СТРУКТУРА ОБЪЕМА РЫНКА СМО, МЛН РУБ.



Источник: Cbonds, Москомзайм.

коммерческих кредитов, предоставленных органам власти, вырос с 60 млрд до 90 млрд руб. (по оценке фонда «Институт экономики города»).

Только за 2006 г. общий объем по номинальной стоимости выпущенных СМО составил 62 млрд руб. (против 63,4 млрд руб. в 2005 г., по данным Cbonds), из них на ФБ ММВБ было размещено почти 50 млрд руб. (по данным ФБ ММВБ), в том числе облигаций Москвы на 15,4 млрд руб. Откуплено облигаций Москвы на 2,64 млрд руб., погашено по номиналу — на 5,09 млрд руб. (по данным Москомзайма).

Рынок СМО, как и прежде, остается мал по объему, относительно и абсолютно.

Доля СМО по объему в доходах консолидированного регионального бюджета (КРБ) за 2006 г. (3,8 трлн руб.) увеличилась незначительно — с 4,47 до 5,0%.

На 30 декабря 2006 г. объем рынка СМО составил менее 9% рынка внутренних облигаций РФ, включающего федеральные, корпоративные, субфедеральные и муниципальные облигации (225 млрд руб.) (рис. 2). Его доля в общем объеме рублевых облигаций РФ за 2006 г. снизилась с 10,66 до 8,95% (по данным RusBonds).

СОСТАВ ЭМИТЕНТОВ

Количество **выпусков** СМО в обращении выросло на 4,7% и достигло 112

(107 — в 2006 г.) (рис. 3). В 2006 г. было размещено всего 38 выпусков СМО из 43 зарегистрированных в Минфине условий эмиссии.

На ФБ ММВБ состоялось 26 аукционов по размещению СМО (25 — в 2005 г.) 19 эмитентов (4 муниципальных образований (**МО**) и 19 субъектов РФ (**СРФ**)). На СПВБ размещений СМО не было. Внебиржевое размещение провели 13 эмитентов, из них 6 МО и 7 СРФ.

Количество **эмитентов** СМО за 2006 г. увеличилось на 7 — с 46 до 53 (на 8 — в 2005 г.) (см. рис. 3). В основном на рынок СМО выходили эмитенты, уже размещавшие свои облигации. Кроме того, на рынок вышли 9 новых эмитентов: 5 муниципальных образований (Астрахань, Липецк, Магадан, Орехово-Зуево Московской области, Ярославль) и 4 субъекта РФ (Курганская, Пензенская, Тамбовская, Тульская области).

Муниципальные эмитенты сегодня представлены на рынке двумя видами из пяти: городскими округами и муниципальными районами. В составе эмитентов медленно происходят важные изменения: растет количество муниципальных эмитентов, не являющихся административными центрами регионов. На рынке СМО сегодня присутствуют 3 муниципальных района и 3 нестолических городских округа: Орехово-Зуево, Ангарск и Новочебоксарск.

Рынок СМО, как и прежде, характеризуется дисбалансом структуры эми-

тентов, на нем доминируют СРФ, а среди них — Москва и Московская область. В последние годы доля Москвы постепенно снижается (рис. 1): по результатам 2006 г. она снизилась с 34 до 30% (на 1 апреля 2007 г. — 30%), приближаясь к величине, соответствующей доле доходов Москвы (0,758 трлн руб.) в сумме доходов КРБ (3,8 трлн руб.), которая меньше 20%. У Москвы рублевых облигаций — на 56,6 млрд руб. (11 выпусков) и внешних — на 781 млн евро (по состоянию на 1 мая 2007 г.).

После размещения 25 марта 2007 г. 7-го облигационного займа на 16 млрд руб. общий объем субфедеральных облигаций Московской области в обращении составил 53,6 млрд руб. (5 выпусков). Московская область состоит из 378 муниципальных образований, из которых 4 присутствуют на рынке муниципальных облигаций.

Структура рынка рублевых СМО по объему практически не изменилась: он на **94% субфедеральный** (178 млрд руб.) и только на **6% муниципальный** (11,8 млрд руб.), т. е. пребывает в соотношении 15:1 на начало 2007 г., хотя соотношение объемов в соответствии с доходами региональных и местных бюджетов в консолидированных бюджетах СРФ по результатам 2006 г. должно быть 3:1 (по данным Минфина).

Структура рынка рублевых СМО **по количеству выпусков** за 2006 г. несколько изменилась: доля субфедеральных выпусков увеличилась до 80%. При этом за 2006 г. и I кв. 2007 г. количество выпусков МО, обращающихся на рынке, вообще не изменилось (22), в то время как количество выпусков СРФ выросло с 83 до 90.

Для развития рынка СМО **важнее рост количества эмитентов**, а не объема — в этом заключается диверсификация и, следовательно, основа стабильности рынка. Однако дисбаланс структуры эмитентов рынка СМО сохраняется, изменился лишь состав лидеров: облигации Москвы и Московской области составляют 58% объема рынка СМО (на конец марта 2007 г.).

Основные причины дисбаланса структуры эмитентов рынка СМО остались прежними: рынок отражает особенность федеративного устройства России, которая разделена на неравные по экономическому уровню развития СРФ, с крайне неравномерным распределением по территории страны налогооблагаемой базы. Разница в доходах бюджетов различных СРФ по итогам 2006 г. увеличилась не только за счет роста максимума, но и за счет снижения минимума.

Например, сравните доходы бюджета Москвы, равные 757,9 млрд руб., с бюджетом Усть-Ордынского Бурятского АО — 2,9 млрд руб. — цифры различаются в 261 раз (в 2005 г. — в 175 раз).

К началу 2007 г. группа лидеров из 5 СРФ, составляющих 5,7% от общего числа СРФ (Москва, Санкт-Петербург, Московская и Тюменская области, ХМАО), обеспечила 38% доходов по стране в целом. Количество регионов-«доноров» практически не изменилось — около 20.

У МО различия по величине собственных доходов еще больше: от нескольких десятков тысяч рублей (у сельских поселений) до 22 млрд руб. (у городов-миллионников, например у Новосибирска) — почти в 1 млн раз!

Неравенство в доходах потенциальных эмитентов усиливается относительной неразвитостью законодательства и инфраструктуры рынка СМО [1]. В целом структура эмитентов рынка СМО, как и прежде, не только не соответствует федеративной структуре государства, но и подчеркивает неравенство в экономическом развитии регионов РФ и финансовой обеспеченности субфедерального и муниципального уровней власти.

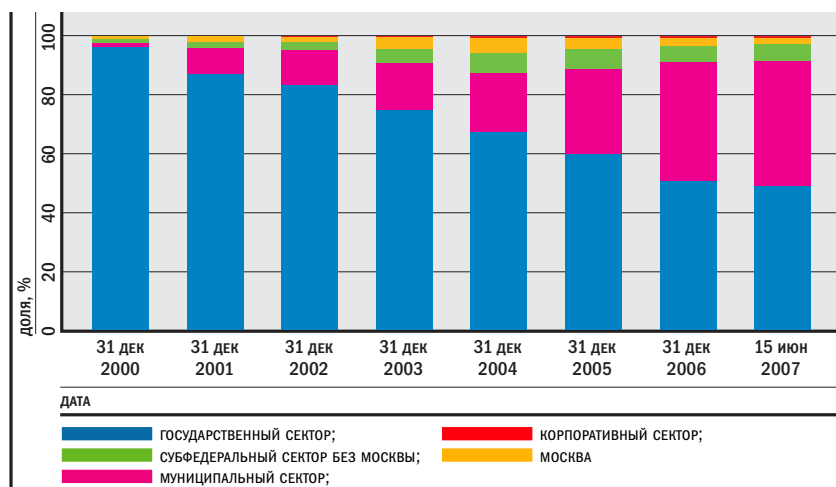
ДОХОДНОСТЬ СМО

Ценообразование на рынке СМО в 2006 г. характеризовалось недостаточной обоснованностью, связанной с относительно небольшим его объемом и наличием дисбалансов в его структуре.

За 2006 г. в ценообразовании на рынке СМО усилилась свойственная ему особенность, противоположная рынку корпоративных облигаций: спреды доходности эмитентов, обладающих разным кредитным качеством, продолжили уменьшение. При этом диапазон уровней рейтингов кредитоспособности эмитентов рынка СМО расширился. Например, у 25 эмитентов, имеющих рейтинг по международной шкале *Standard & Poor's*, с 1 января 2006 г. по 1 мая 2007 г. диапазон расширился на одну ступень и варьируется от *B-* (у Клинского района Московской области) до *BBB+* (у Москвы).

Снижение спредов СМО в 2006 г. не сопровождалось ни реальным снижением кредитного риска инвесторов (за счет повышения кредитоспособности эмитентов), ни ростом ликвидности СМО, а было вызвано преобладанием спекулятивной стратегии у инвесторов в условиях избыточной ликвидности банковской системы и отсутствия долговых инструментов высокого качества.

Рисунок 2. СТРУКТУРА ОБЪЕМА ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ РФ



Источник: RusBonds.

В итоге в условиях высокого спроса инвесторов продолжилась нивелировка кредитного качества регионов и МО — **степень влияния рейтинга на доходность СМО продолжает снижаться**. Например, у многих муниципальных эмитентов, в отличие от субфедеральных, отсутствуют рейтинги кредитоспособности. Кроме того, для них характерна закрытость бюджетов. Несмотря на это, диапазон доходностей большинства муниципальных облигаций (7–9%) перекрывается диапазоном доходностей большинства субфедеральных облигаций (6,5–8%) (рис. 4 и 5).

В этих условиях предоставление платной частичной кредитной гарантии эмитенту СМО с целью снижения доходности купона и удлинения срока обращения облигации малоэффективно. Например, в 2006 г. Муниципальный фонд, который является подразделением Международной финансовой корпорации (*IFC*), предоставил платную частичную кредитную гарантию по облигационному займу Чувашской Республики. По оценке экспертов, частичная гарантия *IFC* не принесла ожидаемой выгоды эмитенту.

В целом характер изменения ставок в 2006 г. и в начале 2007 г. позволяет говорить об определенной стабилизации ценовых уровней на рынке СМО. Индекс средневзвешенной доходности СМО *Cbonds – Muni* повысился с 6,5% в январе 2006 г. до 7% в декабре 2006 г., а потом снизился до 6,6% в апреле 2007 г.

Сравнение 3 сегментов рынка облигаций РФ и сегмента векселей (1 год) показывает, что волатильность котировок в 2006 г. снизилась по сравнению с 2005 г. во всех сегментах (рис. 6). Наибольшая волатильность в 2006 г. имела место, как и в 2005 г., в сегменте корпоративных об-

лигаций (КО), наименьшая — в сегменте ОФЗ.

Доходность большинства ликвидных выпусков СМО находится существенно ниже инфляции, которая в 2006 г. составила 9%, поэтому реальные процентные ставки по большинству региональных и некоторым муниципальным облигационным займам отрицательны и составляют 1–3%. Однако это преимущество остается практически невостребованным, так как подавляющее большинство МО и многие СРФ или не могут, или не хотят заимствовать.

В 2006 г. завершился процесс смены бэнчмарка (*benchmark*) рынка облигаций: этот статус перешел от кривой доходности облигаций Москвы к облигациям ОФЗ (Минфина) [1]. Среди эмитентов СМО сегодня на этот статус претендует Московская область.

К основным событиям рынка СМО 2006 г. и первой трети 2007 г. можно отнести следующие:

- смена бэнчмарка рынка облигаций, роль которого перешла к ОФЗ;
- реализация облигационного свопа: обмен облигаций Москвы — новое достижение в области управления долгом региона;
- операции РЕПО стали главной целью инвесторов СМО. Объем этих сделок на ММВБ за 2006 г. вырос в 3,5 раза, стал наибольшим и составил более 800 млрд руб., или 62% всего объема сделок с СМО на ММВБ;
- минимальный объем займа рынка СМО в 2006 г. составил 160 млн руб. (г. Орехово-Зуево Московской области), повысившись с 50 млн руб. в 2005 г.;
- появление подсегмента квазигосударственных облигаций (в сегменте КО) компаний, связанных с государством (ГУПы Санкт-Петербурга и Московской

области) — новая форма заимствований, осуществляемая под контролем администрации региона в дополнение к СМО;

- появление нового лидера на рынке рублевых СМО — Московской области. По суммарному объему рублевых облигаций, эмитированных администрациями одного региона и связанными с ними компаниями (субфедеральными, муниципальными и квазигосударственными), Мособласть претендует на первое место;
- появление возможности у СРФ выпускать рублевые еврозаймы. Каковы

рынке СМО, удобно ввести 2 понятия: долговая емкость бюджета и инвестиционная емкость бюджета МО и СРФ. Как показывает практика, в случае проведения активной инвестиционно-заемной политики и при профессиональном управлении долгом объем прямого долга эмитента (без учета гарантий) — МО или СРФ — связан с величиной его долговой емкости. Эта связь нелинейна и показана на рис. 7 в упрощенном виде.

Долговая емкость бюджета (ДЕ) — превышение доходов бюджета субъекта

Набор DE_i для всех периодов (например, лет) представляет собой долговую емкость бюджета на выбранном интервале времени: $DE = \{DE_i\}, i = 1, \dots, N$, где N — число периодов в интервале расчета. Для кривой на рис. 7 период i равен 1 году.

При $DE_i = 0$, когда i равен 1 году, или незначительной годовой ДЕ эмитент не может заимствовать с инвестиционными целями, не может выйти на рынок СМО, так как нечем обслуживать заем. Согласно требованию Бюджетного кодекса РФ недопустима отрицательная DE_i , когда i кратно 1 году [3].

Как показала практика рынка СМО за 2000–2007 гг., с увеличением ДЕ заемщик выходит на долговой рынок, на рынок СМО, и его долг обычно растет, но до определенных пределов. При этом ДЕ находится в диапазоне: $0 < DE \leq DE_0$ (см. рис. 7).

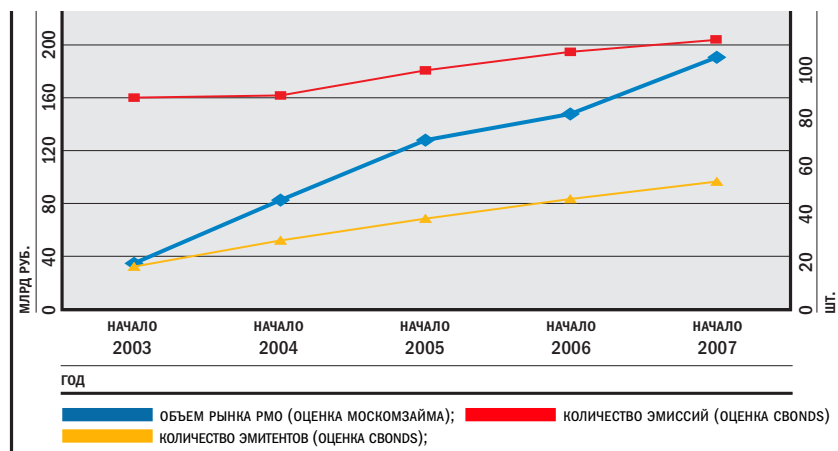
При дальнейшем увеличении ДЕ, выше DE_0 (т. е. при $DE_0 < DE$), долг начинает сокращаться, поскольку администрация переходит от заемного финансирования инвестиционных программ к финансированию за счет дополнительных доходов бюджета. Для объяснения причины существования экстремума в точке DE_0 целесообразно ввести понятие инвестиционной емкости (ИЕ).

Инвестиционная емкость бюджета МО или СРФ (ИЕ) — это законодательно утвержденный плановый объем инвестиционной программы МО или СРФ в денежном выражении, который администрация обязана и способна эффективно освоить в течение i -го выбранного интервала времени, например финансового года, за счет бюджетного финансирования.

Наличие положительной инвестиционной емкости МО и СРФ, так же как и ДЕ, является необходимым условием для развития рынка СМО, ее величина влияет на размер долга. Для формирования ИЕ необходима политическая воля главы администрации и наличие специальных подразделений администрации, которые способны разрабатывать и формировать инвестиционную программу, осуществлять долгосрочное планирование и пр. Без этого величина ИЕ случайна и, следовательно, долговая политика администрации нестабильна. Таким образом, долговая политика является следствием инвестиционной политики при наличии необходимых условий, а именно положительной ДЕ.

Тем не менее сегодня даже некоторые эмитенты рынка СМО не имеют необходимых инвестиционных подразделений в составе своей администрации. Для про-

Рисунок 3. ОБЪЕМ РЫНКА СМО, КОЛИЧЕСТВО ЭМИССИЙ И ЭМИТЕНТОВ



перспективы для органов власти — покажет время. Для Москвы конъюнктура этого сегмента пока не привлекательна;

- введение в БК РФ поправки о праве выхода СРФ на внешний долговой рынок начиная с 2011 г. Москва попытается в Конституционном суде оспорить эту поправку в части правомерности отсрочки до 2011 г. этого права;
- предоставление частичной кредитной гарантии международной организацией региону РФ;
- начало реализации программы американского фонда «Новая Евразия» по оказанию содействия муниципальным образованияам по выходу на рынок СМО.

ДОЛГОВАЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ЕМКОСТИ ЭМИТЕНТОВ

Администрации всех МО и СРФ нуждаются в инвестициях, при этом доходность СМО ниже инфляции. Почему же тогда одни МО и СРФ выходят на долговой рынок (например, Тульская область, Астрахань и др.) или увеличивают облигационный долг (Мособласть, Якутия), а другие с него уходят (Санкт-Петербург) или снижают долг (Москва, Красноярский край)?

Чтобы понять финансово-экономические причины поведения эмитентов на

РФ или муниципального образования над его текущими расходами в каждом периоде i выбранного интервала времени:

- с учетом финансовой помощи от вышестоящих бюджетов, поступлений от приватизации, переходящих остатков на счете бюджета;
- без учета расходов на обслуживание существующих долговых обязательств [3]:

$$DE_i = Dox_i + D_{pi} + D_{по i} - Тек_Расх_i$$

где Dox_i — доходы с учетом финансовой помощи из вышестоящих бюджетов, поступившие в бюджет, в i -м периоде (например, квартале); $Тек_Расх_i$ — текущие расходы бюджета без учета расходов на обслуживание существующих долговых обязательств, произведенные в i -м периоде; D_{pi} — поступления от приватизации в i -м периоде; $D_{по i}$ — переходящие остатки на счете бюджета в i -м периоде.

Интервал времени не должен быть короче длительности перспективного финансового плана, а период i — превосходить финансовый год.

Долговая емкость (ДЕ) бюджета определяет предельные объемы погашения и обслуживания долговых обязательств, которые можно осуществлять за счет собственных доходов бюджета.

ведения долгосрочной инвестиционной стратегии у администраций нет стимулов, но есть антистимулы, например интерес к увеличению социальных расходов в предвыборные годы.

При $0 < ДЕ$ и $0 < ИЕ$ администрация стремится к организации долгового финансирования и выходит на долговой рынок. Если администрация уже имеет долг объемом V_d , но сумма $(ДЕ + V_d)$ начинает превышать $ИЕ$, (т. е. $ИЕ \leq (ДЕ + V_d)$), эмитент снижает объем долга и увеличивает долю финансирования ИП из доходов бюджета и переходящих остатков на счетах. Поэтому кривая на рис. 7 имеет максимум.

По итогам 2006 г. бюджеты СРФ сведены по-разному: одни — с дефицитом, другие — с профицитом. Как показано выше, неравномерность развития СРФ усиливается, несмотря на рост доходов консолидированного регионального бюджета в целом. Разные эмитенты находятся на различных стадиях роста своих $ДЕ$ и $ИЕ$. Поэтому на рынке СМО наблюдаются противоположные тенденции: одни уменьшают свой долг, другие его увеличивают.

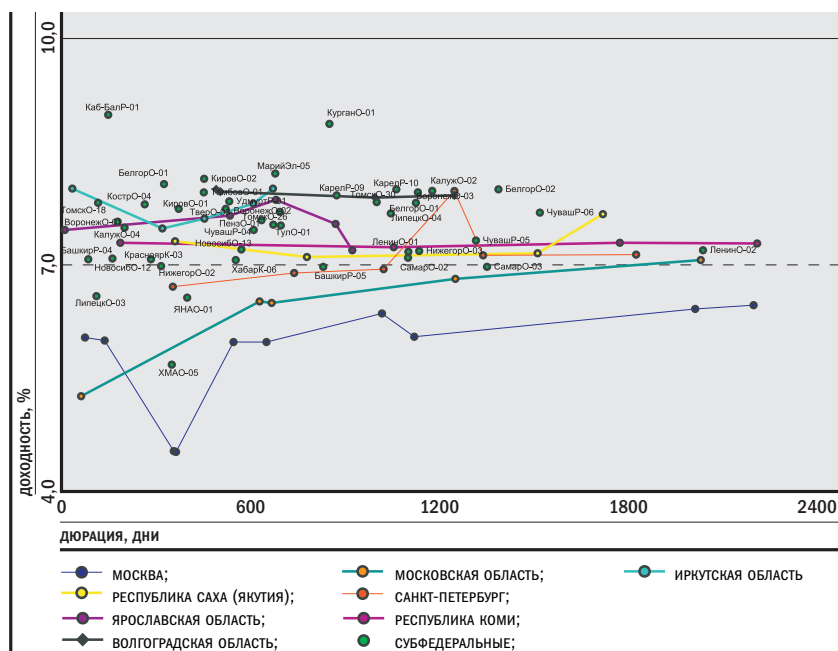
Некоторые крупные регионы и МО, такие как, например, Москва, Санкт-Петербург, Красноярский край, Новосибирск, в 2005–2007 гг. снижали объем своего долга.

Остатки на счете МО и СРФ, сопоставимые с объемами их инвестиционных программ и даже превышающие их, нарушают баланс между $ДЕ$ и $ИЕ$. При этом причины появления остатков могут быть разными: неплановые дополнительные доходы, как у Москвы в 2006 г. в объеме 130 млрд руб., или неисполнение расходных обязательств из-за вступления в силу Закона № 94-ФЗ. Регионам и МО с профицитом бюджета, большими остатками на счетах в казначействе новые заимствования не нужны, они **сворачивают свои программы заимствования на рынке СМО. Это главная тенденция 2005–2007 гг., которая определяет снижение темпов роста рынка СМО.**

Однако из-за неравномерности развития городов и регионов РФ данной тенденции противостоит **другая тенденция** — стремление администраций к выходу на рынок СМО, например Московской области, Краснодарского края. Рынок СМО сегодня складывается в результате борьбы противоположных тенденций.

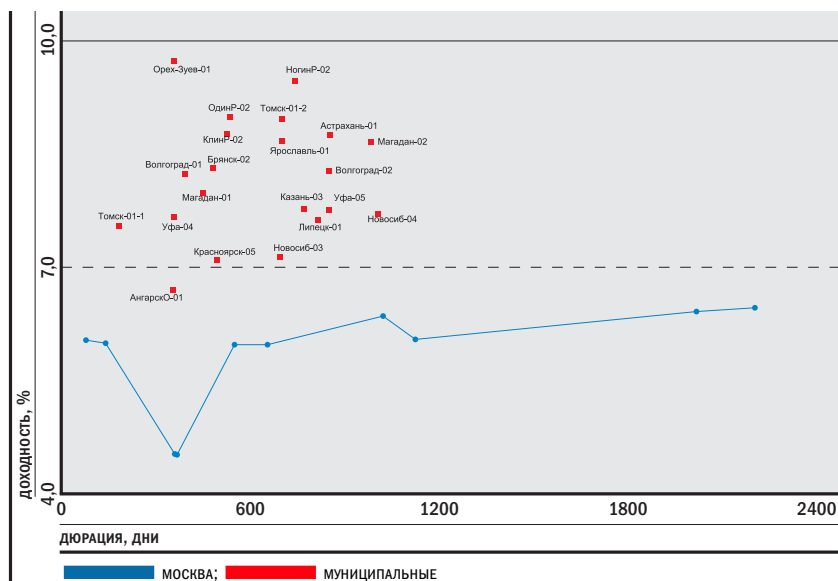
Более того, при существенном превышении $ДЕ$ над $ИЕ$ такие СРФ, как Москва и Санкт-Петербург, вместо размещения облигаций стали активно торговать бюджетными средствами, превратились из заемщиков в кредиторов. Например, объ-

Рисунок 4. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА 15 ИЮНЯ 2007 Г.



Источник: RusBonds.

Рисунок 5. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА 15 ИЮНЯ 2007 Г.



Источник: RusBonds.

ем средств, размещенных на депозитах в банках у Санкт-Петербурга только за I кв. 2007 г. составил более 264 млрд руб. и многократно превысил объем долга города. В 2006 г. эти операции принесли городу доход в 1 млрд руб.

У подавляющего большинства МО объем **собственных доходов бюджета (СДБ)** мал и $ДЕ$ равна нулю (при этом они могут иметь долг). Тем не менее примерно у 2% МО $ДЕ$ положительная и растет. Они выходят на рынок СМО: административные центры (Астрахань, Магадан), городские округа (Орехово-Зуево, Новочебоксарск) и муниципальные районы Московской области.

ЧТО ТОРМОЗИТ РАЗВИТИЕ РЫНКА СМО?

Главная причина замедления темпов роста рынка СМО — происходящее в результате реформы межбюджетных отношений перераспределение доходов и налогооблагаемой базы, ведущее к концентрации налоговых поступлений на верхних ступенях бюджетной лестницы (федеральном и субфедеральном) в условиях консервативной или пассивной инвестиционной политики администраций СРФ. Перераспределение доходов и налогооблагаемой базы МО и СРФ осуществляется такими основными спосо-

бами, как изменение бюджетного и налогового законодательства, передел территории и имущества.

Благодаря опережающему росту ДЕ по сравнению с ростом ИЕ происходит прекращение заимствований и снижение облигационного долга некоторых регионов — крупных эмитентов рынка СМО (Москвы, Санкт-Петербурга, Красноярского края) и даже некоторых МО (Новосибирска и др.).

Кроме того, вступление в силу Федерального закона от 21 июля 2004 г.

финансовых потоков многие потенциальные эмитенты (в первую очередь МО) для выхода на рынок СМО нуждаются в квалифицированной консультационной помощи, например, для расчета дефицита бюджета, оптимального объема займа и пр.

Рост рынка обеспечивается той группой СРФ и в меньшей степени МО, которые справляются с этими проблемами и проводят активную инвестиционную политику: Московская, Ярославская, Томская области и др.

а также № 198-ФЗ от 27 декабря 2005 г. «О внесении изменений в БК РФ ... и ФЗ «Об общих принципах организации МСУ в РФ», № 129-ФЗ, новых поправок в БК РФ и др., вызывает серьезные изменения в действиях администраций СРФ и МО на долговом рынке.

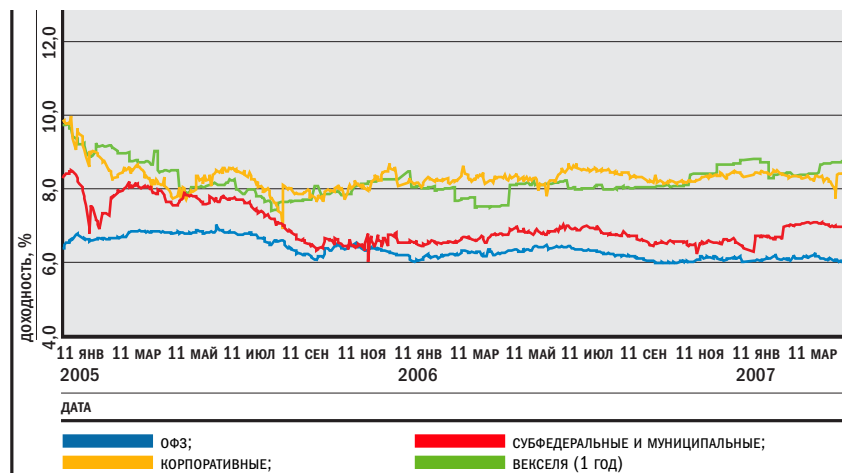
В результате реформы межбюджетных отношений произошли изменения долей региональных и местных бюджетов в федеральных налогах с общим итогом в пользу федерального. Итоговая характеристика бюджетной «лестницы» РФ: чем выше — тем профицитнее, чем ниже — тем дефицитнее. **Централизация бюджетной системы РФ заключается** не просто в увеличении доли вышестоящего бюджета, но и **создании такой системы межбюджетных отношений, при которой нижестоящие уровни бюджетной системы принципиально не способны выполнить свои бюджетные обязательства без решающей финансовой помощи вышестоящего бюджета**, так как финансовая помощь составляет примерно половину объема собственных доходов нижестоящего бюджета.

В целом объем доходов бюджетов СРФ за 2006 г. увеличился. Вместе с тем в предвыборные 2006–2007 гг. на бюджеты СРФ увеличилась нагрузка социальных выплат. Расходы по социальным статьям были самыми значимыми в консолидированных бюджетах СРФ в 2006 г. Это сокращает ДЕ бюджетов СРФ и, следовательно, возможности администраций по финансированию капитальных расходов. В зависимости от соотношения величин ДЕ и ИЕ (см. рис.7) и инвестиционной политики у разных администраций снижение ДЕ может привести как к увеличению объема заимствований для долгового финансирования капитальных расходов (при $DE_o < DE$), так и к сокращению объема заимствований (при $DE < DE_o$). Очевидно, что в 2007 г. эта тенденция будет продолжена, так как в соответствии с БК РФ администрации не имеют права сокращать объем социальных расходов. Общим итогом изменений субнационального облигационного долга в 2006 г. положительный: объем СМО вырос на 22–43 млрд руб. (по различным оценкам), а количество выпусков в обращении — на 7.

Год 2006-й стал показательным благодаря активному началу реализации **Закона 131-ФЗ «Об общих принципах организации местного самоуправления в РФ»** в полном объеме в 46 субъектах РФ (75% МО). Остальные СРФ воспользовались продлением переходного периода до 1 января 2009 г. на основании Закона № 129-ФЗ.

За счет разграничения доходных источников и расходных полномочий между уровнями бюджетной системы официаль-

Рисунок 6. СРЕДНЕВЗВЕШАННЫЕ ДОХОДНОСТИ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ РФ ЗА 2005–2007 ГГ.



Источник: ГК «Регион».

№ 94-ФЗ «О размещении заказов на поставки товаров, выполнении работ, оказании услуг для государственных и муниципальных нужд» и Федерального закона от 26 июля 2006 г. № 135-ФЗ «О защите конкуренции» затруднило своевременное проведение конкурсов по выбору исполнителей государственного или муниципального заказов. В условиях казначейской системы исполнения бюджетов это привело к росту остатков на счетах бюджетов из-за неполного исполнения расходных обязательств. Субъекты РФ и особенно муниципальные образования, которые не имеют права размещать свободные средства на депозитах в банках, используют эти остатки для погашения долга, по примеру погашения внешнего долга РФ.

Кроме того, временно затруднен выход на рынок СМО новых эмитентов. Происходящее перераспределение налогооблагаемой базы не позволяет многим из них **прогнозировать свои доходы с необходимой точностью**, рассчитывать дефицит бюджета, тем более планировать заимствования. Неопределенность усиливается отсутствием четкой инвестиционной политики администрации.

В условиях интенсивного изменения законодательства и перераспределения

БОЛЬШОЙ ПЕРЕДЕЛ

В 2006 г. на фоне общего роста доходов бюджета РФ продолжилось развитие **основного процесса**, протекающего с действующими и потенциальными эмитентами рынка СМО в соответствии с активной реформаторской политикой государства: **активное перераспределение доходов и налогооблагаемой базы (налогового потенциала) между тремя основными уровнями бюджетной системы (по вертикали), а также внутри субфедерального и муниципального уровней (по горизонтали)**.

Это существенно меняет величину и структуру доходов бюджетов администраций МО и СРФ и, следовательно, их долговую емкость и долговую политику, что, в свою очередь, определяет параметры рынка СМО. Перераспределение доходов и налогооблагаемой базы МО и СРФ осуществляется **тремя** основными способами: изменением бюджетного и налогового законодательства, путем передела территории и имущества.

Перераспределение доходов и налогооблагаемой базы законодательным путем

Введение в действие новых законов, в первую очередь № 131-ФЗ и № 94-ФЗ,

но декларировалось повысить самостоятельность органов МСУ в решении вопросов местного значения. Однако практические результаты 2006 г. показали прямо обратное.

По результатам 2006 г. стало очевидно, что негласной **целью межбюджетной реформы является ликвидация финансовой самостоятельности МСУ** при сохранении ее формальной независимости от государственной власти в соответствии со ст. 12 Конституции РФ и при ее относительно стабильном функционировании. В целом это достигнуто: по объему собственных доходов МСУ на 41% зависимо от СРФ.

В 2006 г. исполнение местных бюджетов по общей сумме доходов составило 1521,6 млрд руб., по данным Минфина. При этом доходы местных бюджетов состоят из двух частей: так называемых собственных доходов для исполнения полномочий МСУ и субвенций для исполнения делегированных государственных полномочий: 1084,2 млрд и 437,4 млрд руб. соответственно. В свою очередь, собственные доходы бюджетов МО тоже состоят из двух частей: во-первых, налоговых и неналоговых доходов и, во-вторых, межбюджетных трансфертов (финансовой помощи) из региональных бюджетов в местные бюджеты для выполнения полномочий МСУ. По результатам 2006 г. их величины составили 638,5 млрд и 445,6 млрд руб., или 59 и 41% соответственно. Термин «собственные доходы» может ввести непосвященных в заблуждение.

Таким образом, даже без учета исполнения делегированных государственных полномочий исполнение местных бюджетов возможно только с финансовой помощью СРФ, доля которой в 2006 г. составила 41%, а в 2007 г. должна возрасти. В этом заключается **суть финансовой централизации бюджетной системы**, как способа создания зависимости МСУ от государственной власти.

Например, с введением Закона №131-ФЗ у МО осталось 2 местных налога (налог на землю и недвижимость) из 15. По результатам 2006 г. местные налоги составили 46,5 млрд руб., т. е. лишь 4,3% в собственных доходах МО, а все налоговые доходы составили 466,5 млрд руб., т. е. только 43% СДБ. Ни о какой финансовой самостоятельности МСУ не может быть и речи!

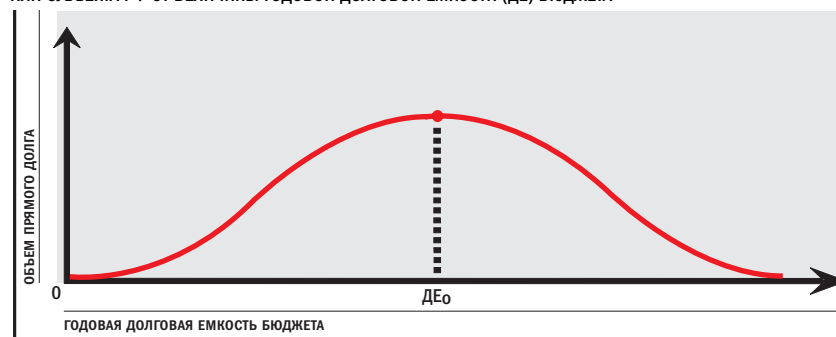
По оценке Счетной палаты РФ (см. аналитическую записку Счетной палаты РФ, представленную в ГД РФ. Письмом от 1 ноября 2006 г. № 01-1493/13-1) кредиторская задолженность МО на 1 июля 2006 г. составила 58,3 млрд руб., а муниципальный долг — 108 млрд руб. Бюд-

жетные кредиты, выданные субъектами РФ местным бюджетам, составили в 2006 г. 32,2 млрд руб. Только на выполнение полномочий, возложенных на органы МСУ Законом №131-ФЗ, по оценке Счетной палаты РФ, в 2006 г. было необходимо дополнительно порядка 360 млрд руб.

Объем расходов, который фактически осуществляется МО, в разы меньше, чем требуется. По оценке Счетной палаты РФ расходы МО РФ в 2006 г. в 2 раза превысили доходы, и только 2% МО (484 МО) не являются дотационными.

ная кредиторская задолженность МО по результатам 2006 г. составила 46,9 млрд руб. (по данным Минфина). Разумеется, цель у Закона №131-ФЗ гораздо более серьезная, чем снижение возможности заимствования органов МСУ: **главная цель** — создание эффективного рычага влияния государственной власти на независимое от нее МСУ. Что же касается ДЕ, то для тех МО, у которых она не обнулилась, проводятся поправки в законодательство, которые должны исправить этот «недостаток» Закона №131-ФЗ.

Рисунок 7. ЗАВИСИМОСТЬ ОБЪЕМА ПРЯМОГО ДОЛГА (Д) АДМИНИСТРАЦИИ МУНИЦИПАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ ИЛИ СУБЪЕКТА РФ ОТ ВЕЛИЧИНЫ ГОДОВОЙ ДОЛГОВОЙ ЕМКОСТИ (ДЕ) БЮДЖЕТА



Кроме того, гораздо более значительные средства необходимы для модернизации инженерной коммунальной инфраструктуры, потребности которой в РФ оцениваются величиной до 2 трлн руб.; содержания автомобильных дорог местного значения; строительства жилья; благоустройства населенных пунктов; а также на многие другие расходы.

В 2007 г. пропорция между двумя частями СДБ сохранится: доходная база МО, по расчетам, будет обеспечена доходами также немногим более 40%.

В результате реформы межбюджетных отношений и выравнивания бюджетной обеспеченности МО на уровне СРФ **долговая емкость консолидированного муниципального бюджета в целом снижается**. Важную роль в снижении ДЕ консолидированного муниципального бюджета играют «**отрицательные трансферты**» — субвенции из местных бюджетов в региональные бюджеты, направленные на формирование региональных фондов финансовой поддержки МО. По результатам 2006 г. только в 12 СРФ отрицательные трансферты составили 2,3 млрд руб. Согласно закону №198-ФЗ субъектам РФ предоставлено право существенно увеличивать размер отрицательных трансфертов.

Таким образом, **межбюджетная реформа призвана обнулить годовую долговую емкость муниципальных бюджетов**. Более того, у многих МО ДЕ оказалась отрицательной (ДЕ < 0), так как накоплен-

На 1 января 2006 г. общее количество МО в РФ составило 24 216, в том числе 12 685 — вновь образованных. Все МО приобрели статус в соответствии с 5 видами МО: 1 800 муниципальных районов, 524 городских округов, 2 476 городских поселений, 19 180 сельских поселений, 236 внутригородских территорий городов федерального значения. Во всех СРФ, за исключением Москвы и Санкт-Петербурга, в соответствии с требованиями Закона №131-ФЗ организована двухуровневая (муниципальные районы — поселения) система местного самоуправления. По мнению Минфина, и Министерства регионального развития, реформа не завершена, но состоялась.

В целом реформа привела к снижению величин собственных доходов бюджета у МО, получивших статус МО нижнего уровня. Примером потери доходов при снижении статуса может послужить **г. Суздаль**, который является одним из основных историко-культурных центров России, входит в группу городов Золотого кольца. Доходы бюджета города в 2003–2005 гг. характеризовались стабильным ростом, составив 112,3 млн руб. в 2005 г. Город в результате реформы МСУ получил **статус городского поселения**, в результате чего объем доходов бюджета снизился в 5 раз: на 2006 г. доходы составили лишь 21% от уровня 2005 г.

Судить о величине бюджетных доходов МО разных типов можно по структуре собственных доходов МО за 2006 г.

Собственные доходы городских округов составили 541,9 млрд руб. (50%), муниципальных районов — 466,4 млрд руб. (43%), поселений — 75,9 млрд руб. (7%). Структура доходов свидетельствует о сильной дифференциации собственных доходов по типам МО. С учетом общего количества МО каждого типа получим среднюю величину собственных доходов МО каждого типа: у городских округов — 1,03 млрд руб., у муниципальных районов — 259 млн руб., у поселений — 3,5 млн руб.

При этом надо учесть, что в понятие

№131-ФЗ привели к тому, что **небольшая часть МО, около 2%, оказались финансово самодостаточными**: часть городских округов и муниципальных районов. Долговая емкость их бюджетов оказалась положительной. Наилучшее положение с СДБ из всех МО сложилось у городских округов, а среди них — у административных центров регионов. В результате они становятся главными дебютантами рынка СМО: в 2006 г. на рынок вышло 5 городских округов, из них 4 — столицы (Астрахань, Магадан, Липецк, Ярославль). Их

доставлено право по снижению порогового коэффициента с двукратного превышения налоговых доходов до 1,3 в среднем по СРФ. В дополнение к этому в рамках Закона №131-ФЗ региональная администрация осуществляет насаждение института сити-менеджеров.

В свою очередь, **субъекты РФ** для оказания финансовой помощи местным бюджетам не располагают достаточными собственными налоговыми доходами. Принцип централизации предусматривает перечисление СРФ необходимых средств из федерального бюджета с помощью 5 федеральных фондов и дополнительных дотаций. Так, в 2007 г. межбюджетные трансферты без внебюджетных фондов составят 779,8 млрд руб. против 596,6 млрд руб. в 2006 г. Через федеральные фонды поступит почти 500 млрд руб.: фонд финансовой поддержки СРФ — 260,4 млрд руб., фонд компенсаций — 153,1 млрд руб., фонд софинансирования социальных расходов — 35,4 млрд руб., фонд регионального развития — 6,39 млрд руб., фонд реформирования региональных и муниципальных финансов — 1,97 млрд руб. Часть этих средств остается в СРФ, другая — передается МО. Однако **федерация не компенсирует субъектам РФ всех их затрат на финансовую помощь местным бюджетам**.

На растущем рынке СМО объем долга практически пропорционален ДЕ консолидированного регионального бюджета (см. рис. 7). Перераспределение доходов между СРФ и внутри СРФ между МО для выравнивания уровней бюджетной обеспеченности снижает ДЕ КРБ, тормозит рост ДЕ потенциальных эмитентов — как СРФ, так и МО — и ведет к стагнации рынка СМО. Темп роста количества выпусков МОЗ в обращении в 2006 г. упал до 0. Только в сегменте субфедеральных облигаций наблюдалось некоторое оживление после спада 2005 г.: желающих выйти на рынок СМО было больше, чем уйти с него.

Поправки Бюджетного кодекса

Поправки в Бюджетный кодекс РФ, которые вступят в силу с 2008 г., в долгосрочной перспективе тоже направлены на сокращение рынка СМО.

Во-первых, положение о том, что предельная величина долга должна сократиться вдвое, до 50% доходов без учета безвозмездных поступлений, **снижает максимально возможный объем** долга МО или СРФ, а следовательно, и **всего рынка СМО практически в 2 раза**, хотя он и так слишком мал по сравнению с допустимым по БК РФ. На 1 апреля 2007 г. он составлял 5,0% от максимально возможного объема (см. выше), а объем

Перераспределение доходов между субъектами РФ и внутри субъектов РФ между МО для выравнивания уровней бюджетной обеспеченности снижает долговую емкость консолидированного регионального бюджета... и ведет к стагнации рынка СМО.

СДБ МО включена финансовая помощь от бюджетов СРФ — межбюджетные трансферты. Значительную долю этой помощи составляют дотации: в 2006 г. они составили 255,8 млрд руб., или 57,4% межбюджетных трансфертов. Почти все МО получают дотации, но основная часть МО высокодотационна. По результатам 2006 г. дотационность выше 50% имеют 52,8% МО, утвердивших бюджеты, в том числе: городских округов — 8,8%, муниципальных районов — 30,3%, всех МО поселенческого типа — 56,3%. С учетом веса дотаций доля финансовой помощи в бюджетах МО еще выше, в среднем на 43%.

Кроме того, существует сильная дифференциация собственных доходов внутри типов МО из-за значительных различий в социально-экономическом развитии МО и в налоговом потенциале местных бюджетов. Дотационность сельских поселений достигает 90%. По результатам 2006 г. разница по среднему душевому доходу населения между территориями вопреки всем выравниваниям увеличилась до 9,8 раза (против 8,8 раза в 2005 г.). При этом минимальное значение показателя зафиксировано в Усть-Ордынском АО — 5 270 руб., а максимальное — в ЯНАО — 51 828 руб. (среднее значение по России — 14 963 руб.) (по данным Минрегионразвития).

Поправки к Закону №131-ФЗ

Огромные различия в налоговом потенциале МО и несовершенство Закона

финансовая самодостаточность позволяет им осуществлять МСУ, независимое от государственной власти, в соответствии со ст. 12 Конституции РФ.

Поэтому в ноябре 2006 г. была принята попытка уничтожить органы МСУ на уровне областных и краевых центров: законопроект депутата В. Мокрого (председателя Комитета по вопросам местного самоуправления ГД РФ) разрешает региональным властям отменять городской уровень местного самоуправления в собственных столицах. Планировалось с 1 января 2007 г. лишить административные центры СРФ всех источников бюджетных доходов, а также полномочий по исполнению расходных обязательств.

Целью законопроекта являлась ликвидация финансовой самостоятельности административных центров регионов как основы политической самостоятельности мэров. Планировалось низвести столицы до уровня множества маленьких провинциальных городских поселений **путем ликвидации самого большого доходного источника среди МО в каждой губернии**. Это очередной шаг по усилению политической и финансовой централизации государства, исправляющий недоработку Закона №131-ФЗ.

Кроме того, существуют другие способы снизить ДЕ самодостаточных МО, например с помощью отрицательных трансфертов, для чего СРФ в соответствии с Законом №198-ФЗ для повышения величины «отрицательных трансфертов» пре-

только муниципальных облигаций вообще ничтожно мал — 0,31%.

Очевидно, что это не актуальная для рынка СМО мера. В краткосрочной перспективе она может повлиять только на объем гарантий. Видимо неудачным примером для Минфина послужили ограничения объема прямого долга в законодательстве Москвы и Санкт-Петербурга, у которых гарантии составляют незначительную величину в структуре долга. Государство снижает даже потенциальную роль рынка СМО как источника средств для развития МО и СРФ в дополнение к результатам централизации бюджетно-финансовой системы.

Во-вторых, поправки усиливают проблему малых объемов займов рынка СМО.

Небольшие объемы выпусков облигаций с точки зрения требований рынка ценных бумаг к ликвидности — отличительная черта рынка СМО. Больше половины выпусков СМО, из находящихся в обращении на 1 апреля 2007 г. (58 из 112), не превышают 1 млрд руб. Поэтому облигационные выпуски большинства эмитентов рынка СМО неликвидны и, следовательно, обходятся эмитентам дороже. Сегодня минимальный объем выпуска составляет 50 млн руб. — займы г. Новочеркаска 2004 и 2005 гг. Среди эмиссий 2006 г. 21 выпуск из 38 не превысил 1 млрд руб., а минимальный объем выпуска составил 160 млн руб. — заем г. Орехово-Зуево Московской области.

Поправки в БК РФ вдвое снижают предельный уровень дефицита бюджета (с 10 до 5%) для той части МО, у которых уровень межбюджетных трансфертов превышает 60% объема доходов местного бюджета (среди 24 216 МО — таких большинство). Для регионов с уровнем федеральных дотаций, превышающим 60% доходов, — соответственно с 15 до 10% (таких десяток). Это **снижает максимально возможный объем выпуска облигаций** потенциальных эмитентов с большим уровнем дотаций, в первую очередь среди МО.

Сегодня **максимальный объем заимствования** V_3 (эмиссии) в планируемом финансовом году МО и субъектов РФ прямо пропорционален величине дефицита бюджета [3]:

$$\max V_3 = d \cdot V_{дбб} + V_{реф},$$

где $V_{дбб}$ — объем доходов бюджета без учета финансовой помощи; $V_{дбб} = (ДБ - ФП)$; ДБ — доходы бюджета, ФП — финансовая помощь; d — максимальная величина дефицита бюджета; $d = 0,1$ для МО и $d = 0,15$ для СРФ; $V_{реф}$ — объем рефинансирования.

Объем доходов бюджета без учета финансовой помощи, а поэтому и максимально возможный объем дефицита бюджета у подавляющего большинства МО и некоторых СРФ, и так мал с точки зрения требования рынка СМО. Следовательно, эта поправка увеличивает число административных — потенциальных заемщиков рынка коммерческих кредитов.

Эта мера еще больше усиливает препятствия на пути выхода на рынок СМО для тех, кто и раньше практически не мог выйти на него, главным образом для МО. Но обратите внимание, Минфин еще больше снизил вероятность выхода на рынок СМО для большинства МО, но не запретил им заимствования, следовательно, оставил им только рынок кредитов, где ресурсы дороже.

В-третьих, поправки в БК РФ снижают допустимую величину затрат на обслуживание долга, так как привязывают их к СДБ: затраты на обслуживание долга не должны будут превышать 15% расходов бюджета, при этом из суммы расходов должен быть вычтен объем субвенций из вышестоящих бюджетов.

Теоретически эта мера направлена против эмитентов с низкой кредитоспособностью и большим долгом. В сочетании со снижением максимального объема займа, ведущего к удорожанию заимствований, значение этой меры для таких эмитентов усиливается. Однако при доходности СМО в 6...10% и объеме долга меньше 50% доходов без учета безвозмездных поступлений сегодня эта мера имеет небольшое практическое значение, но также свидетельствует об ужесточении требований к заемщикам. Сегодня это может только побудить крупных заемщиков тщательнее прогнозировать доходность будущих заимствований на случай кризисов на финансовом рынке, когда доходность резко возрастает.

Таким образом, для рынка СМО поправки в БК РФ, касающиеся прямого долга МО и СРФ, с одной стороны, являются «лакировочными» и в краткосрочной перспективе не окажут влияния на рынок СМО, но, с другой стороны, **четко показывают негативное отношение государства именно к роли рынка СМО в развитии регионов и МО** сегодня и в долгосрочной перспективе.

Более того, снижение общего объема прямого долга в 2 раза — малоэффективная мера. Важен не столько общий объем долга, сколько его временная структура, т. е. распределение объема погашения по годам в соответствии с величиной ДЕ (которая позволит погасить его без рефинансирования в случае кризиса), отсутствие пиковых выплат по долгу (особенно

если объем погашения превышает ДЕ соответствующего финансового года).

Общий долг в 50% доходов бюджета, равномерно распределенный на интервале в 5 лет, означает, что ежегодно необходимо гасить только 10%. Величина ежегодного объема погашения важнее общего объема долга. Однако БК РФ никак не ограничивает годовой объем долга МО и СРФ. Ограничение размера дефицита бюджета сдерживает скорость ежегодного увеличения долга, но практически не регулирует ежегодный объем погашения из-за возможности свободной эмиссии займов различной длины. Таким образом, планирование ежегодного объема погашения находится всецело в руках самих эмитентов. И поправки в БК РФ не смогут предотвратить ситуацию, когда нерадивому заемщику в течение 1 финансового года придется гасить долг объемом 50% собственных доходов.

Законодательство Санкт-Петербурга ограничивает общий объем долга города более жестко, чем это делает норматив БК РФ (100% объема годовых доходов без учета финансовой помощи). У Москвы эта цифра равна 30% и установлена устным распоряжением мэра города. Это были меры, принятые под влиянием дефолта 1998 г., когда длина СМО практически не превышала 1 года. Сейчас, когда длина достигает 15 лет, очевидно, что гораздо эффективнее ограничить не общую величину долга, а величину годового объема погашаемого долга. При этом величина ограничения должна быть не политической и одинаковой на все годы, а привязана к величине $ДЕ_i$, $i = 1$ год, с учетом его изменения в благоприятных и неблагоприятных условиях.

Новые поправки в БК РФ также свидетельствуют о дальнейшем развитии **процесса централизации государственных финансов**, который проявляется в снижении потенциальных возможностей самостоятельного бюджетного финансирования инвестиционных программ (ИП) на региональном и особенно муниципальном уровнях. Политическую централизацию (вертикаль) власти до уровня СРФ, обеспеченную отменой выборов губернаторов и пр., государство подкрепляет финансовой централизацией до муниципального уровня. Самостоятельность МСУ государством допускается исключительно в рамках разграничения предметов ведения и полномочий между федеральным, региональным и муниципальным уровнями власти, при последовательном усилении финансовой зависимости МСУ от государства. Местное самоуправление, не обеспеченное необходимыми финансовыми ресурсами, перестает быть самоуправлением и превращается в исполнение воли государства.

Таким образом, централизация государственных финансов снижает потенциальную роль рынка СМО в развитии МО и СРФ и способствует его стагнации сегодня.

Закон №94-ФЗ

Другой причиной, затрудняющей выход МО и СРФ на долговой рынок, явилось вступление в действие Закона №94-ФЗ от 21 июля 2004 г. «**О размещении заказов на поставки товаров, выполнении работ, оказании услуг для государственных**

при закупке мусорных контейнеров, но не подходят для финансового рынка. Практически **Закон №94-ФЗ вытесняет МО и СРФ с рынка коммерческих кредитов**, получение которых уложилось, **на рынок СМО** за отсутствием другой альтернативы. Но подавляющее большинство МО и некоторые СРФ объективно не способны выйти на рынок СМО по причине слабости бюджетов и нулевой ДЕ. Тем не менее, зная об этом, Минфин с помощью новых поправок в БК РФ эту неспособность усиливает

4 касаются дорог в Москве и Санкт-Петербурге, не помогут развитию инфраструктуры 25 тыс. МО.

В то же время темпы роста рынка СМО и рынка кредитов для органов власти по объемам все больше отстают от роста потребностей в капитальных вложениях в регионах и МО. Субсидии из региональных фондов муниципального развития для софинансирования инвестиционных проектов развития общественной инфраструктуры (т. е. на капитальные расходы МО) составили в 2006 г. незначительную величину — 6,8 млрд руб.

Государство снижает возможность бюджетного инвестиционно-заемного развития МО и СРФ, следовательно, это должно быть компенсировано созданием государственной системы поддержки инвестиционной деятельности администраций МО и СРФ. Такую функцию могло бы взять на себя Федеральное агентство муниципального развития, основанное на принципе коллективных займов на финансовом рынке [4].

Возможно также создание банка развития МО. Его основной задачей должно стать долгосрочное кредитование большого количества (около 25 тыс.) некрупных инвестиционных проектов (объемом менее 50 млн руб.) с общим объемом кредитов примерно 1 трлн руб. (38 млрд долл.), с длительным сроком окупаемости, финансирование которых не выгодно обычным коммерческим банкам. Сегодня такую задачу никто даже не ставит, в том числе и разработчики российского банка развития на базе ВЭБ, РосБР, Росэксимбанка, Россельхозбанка, Всероссийского банка развития регионов и др.

Неспособность развивать регионы и муниципалитеты — главная черта момента!

Отстранение МО от рынка СМО — источника дешевых ресурсов — осуществляется государством непоследовательно, остаются лазейки, благодаря которым этот рынок существует. Не лучше ли сделать развитие рынка СМО частью региональной политики государства, так как он может стать весомым источником ресурсов для инвестиционного развития МО и СРФ? Это развитие должно сочетаться с разработкой приоритетных направлений развития СРФ и МО, воплощенных в их стратегических и программных документах, а также в 3-летних планах.

Перераспределение налогооблагаемой базы путем передела территории

В 2006 г. продолжились процессы изменения административно-территориального деления РФ: укрупнения СРФ в результате их объединения и дробления муни-

Централизация государственных финансов снижает потенциальную роль рынка СМО в развитии МО и субъектов РФ и способствует его стагнации сегодня.

ных и муниципальных нужд», который разрушает многие сложившиеся эффективные конкурсные процедуры на кредитном рынке и фактически лишает коммерческие кредиты их основного преимущества для МО и СРФ: оформления и скорости получения.

Например, требование закона о выборе одного победителя по итогам конкурса разрушает систему отбора группы банков при размещении свободных средств бюджета Санкт-Петербурга на депозитах. Группа необходима городу для диверсификации рисков и стабильности проведения еженедельных аукционов по размещению средств.

Требование Закона №94-ФЗ об обязательном указании начальной цены контракта в извещении о проведении открытого конкурса (в нашем случае — процентов за кредит) ставит администрации в затруднительное положение, так как они не имеют службы аналитиков, способных оценивать эту начальную цену (т. е. проценты) с необходимой точностью. Банки этим сразу воспользуются.

В дополнение к этому администрации стало невыгодным заключать контракт на получение коммерческого кредита с отсрочкой его получения на длительный период (например, до одного года), так как цену контракта (процентную ставку) приходится указывать заранее, задолго до его получения. Это неэффективно, поскольку приходится платить премию за риск изменения процентной ставки в течение этого периода. Прежние конкурсные схемы делали это эффективнее.

По мнению экспертов финансового рынка, положения Закона №94-ФЗ хо-

ет, еще более увеличив препятствия для выхода на рынок СМО именно для таких администраций. «Куды крестьянину податься?», — удивлялся в таких случаях бессмертный комдив Чапаев!

В итоге заимствования МО и СРФ на финансовом рынке заметно усложняются, а следовательно, и возможности по бюджетному финансированию инфраструктурных ИП. Закон №131-ФЗ и поправки в БК РФ делают рынок СМО недоступным для подавляющего большинства МО и некоторых СРФ, первый — в ближайшей, а вторые — в долгосрочной перспективе, а Закон №94-ФЗ усложнил процедуру получения коммерческих кредитов (для всех и сразу). **Кто же будет обустраивать Россию на уровне каждого муниципалитета?**

Инвестиционная политика государства

В федеральном бюджете на 2007 г. заложены новые формы и инструменты инвестиционной политики, основанные на частно-государственном партнерстве: национальные проекты, инвестиционный фонд, банк развития, особые экономические зоны, концессионные соглашения, венчурные фонды. Кроме того, в бюджете РФ заложены федеральные адресные инвестиционные программы (ФАИП), имеющие конкретные области применения.

Однако это не затрагивает инфраструктурных проблем подавляющего большинства МО. Государственная система финансирования капитальных расходов регионов с помощью Инвестфонда рассчитана только на очень крупные проекты: 7 проектов, принятых в 2006 г., из которых

ципальных образований вследствие создания 12 685 новых МО. Кроме того, появился план по созданию в РФ мегаполисов.

Объединение регионов

Как правило, происходит объединение регионов с существенно разной кредитоспособностью, например, Пермской области — одной из наиболее развитых в РФ и Коми-Пермяцкого округа — высокодотационного СРФ; Красноярского края и Эвенкийского и Таймырского АО, Иркутской области и Усть-Ордынского Бурятского АО и т. п. В среднесрочной перспективе это ослабляет кредитоспособность более сильного региона, так как он присоединяет дотационный регион с более низкой кредитоспособностью.

В результате объединения из 19 регионов получится 8. Таким образом, некоторые неперспективные с точки зрения выхода на рынок СМО регионы исчезают. Некоторые объединяющиеся регионы уже являются эмитентами рынка СМО: Красноярский и Краснодарский края, Иркутская область, Республика Коми.

Более того, сама процедура объединения является затратной и требует финансовой поддержки государства. Когда эта поддержка закончится, у объединенного региона появится проблема с обеспеченностью собственными бюджетными доходами. Экономия от сокращения государственного аппарата СРФ за счет объединения и надежда на синергетический эффект неочевидны и не превышают уровня статистической погрешности проекта бюджета. Остается надежда, что в долгосрочной перспективе объединение приведет к более эффективному использованию экономического и природно-ресурсного потенциала объединившихся регионов.

Дробление муниципальных образований

В результате вступления в действие Закона 131-ФЗ происходит дробление МО (и их бюджетов), рост количества МО с СДБ, недостаточными для выхода на рынок СМО. На 1 января 2006 г. общее количество МО в РФ составляло 24 216, в том числе 12 685 вновь образованных.

На сегодняшний день у МО не завершено описание границ МО в соответствии с требованиями градостроительного и земельного законодательства из-за отсутствия средств. Это затрудняет налоговое администрирование. Проблема усиливается еще и незавершенностью работ по составлению земельного кадастра. Земельный налог в 2006 г. составил 41,7 млрд руб., т. е. 90% местных налогов. Кадастровая оценка земли, влияющая на величину зе-

мельного налога, требует пересмотра. Сегодня оценка земли значительно ниже ее реальной стоимости.

Происходит снижение ДЕ бюджетов МО на первом муниципальном уровне и практически полная ликвидация возможностей заимствования для финансирования ИП у МО нижнего, второго уровня, так как их ДЕ равна нулю.

В итоге потребности МО в займах возрастают, но возможности для этого (по обслуживанию займов) снижаются. Например, за 2006 г. количество выпусков облигаций МО в обращении не увеличилось. Заимствования могут позволить себе только МО, бюджеты которых характеризуются положительной ДЕ. В среднем регионе, состоящем из 300 МО, таких МО не больше 2—3. В долгосрочной перспективе вероятными эмитентами рынка СМО являются наиболее обеспеченные МО верхнего уровня: городские округа и муниципальные районы. Остальные виды МО не смогут самостоятельно выйти на рынок СМО.

Например, в РФ всего 168 городов с населением более 100 тысяч жителей, из них сегодня вышли на рынок СМО 12. В том числе из 13 миллионников на рынке СМО представлены 6, а из 20 городов с населением от 500 тыс. до 1 млн жителей — 5.

Создание мегаполисов

Объединение городов для искусственного создания 8 мегаполисов — встречная инициатива мэров крупных МО, порожденная успехами губернаторов в получении от государства миллиардных дотаций на объединение регионов. В РФ появятся Большие Владивосток, Иркутск, Новосибирск, Н. Новгород, Ростов-Дон, Сочи и др. Не все из них сегодня являются даже миллионниками. Уменьшение количества регионов (на 11) планируется компенсировать ускоренной урбанизацией, созданием новых городов — регионов, подобно Москве и Санкт-Петербурга. Это ответ мэров региональных столиц на законопроект В. Мокрого.

Например, вокруг Ростова-на-Дону с населением 1070 тыс. человек (по данным 2002 г.) — столицы ЮФО, центра юга России, «ворот Кавказа» — сложилась мощная агломерация, в которую входят города Ростов, Аксай, Батайск, Азов, Новочеркасск, Таганрог. Она обладает большим градоэкономическим потенциалом. Среди всех городов-миллионников Ростов имеет сегодня самую маленькую территорию, что сдерживает приток инвестиций в город.

Идея ускоренного развития агломераций позаимствована у Китая, который по-

ставил задачу создать 100 мегаполисов. В СССР Центр проводил политику сдерживания роста крупных городов и не разрешал им перейти за 1 млн. Ожидается, что мегаполисы станут центрами развития, мегастолицами федеральных округов, как Москва (население 10 357 тыс. чел.) в ЦФО и Санкт-Петербург (население 4 669 тыс. чел.) в СЗФО. Сегодня разница между административными центрами 7 ФО слишком велика: сравните доходы бюджетов Москвы (758 млрд руб.) и СПб (218 млрд руб.) с самым крупным городским бюджетом, которым является бюджет Новосибирска (22 млрд руб., население 1 425 тыс. чел.).

Однако в кратко- и среднесрочной перспективе эти затратные проекты могут снизить кредитоспособность участников объединения, потребуется длительный переходный период и огромные финансовые вливания. В перспективе их ожидает усиление проблем, характерных для существующих перенаселенных мегаполисов как центров притяжения рабочей силы: экологической, транспортной, жилищной и др.

В долгосрочной перспективе количество эмитентов может вырасти, если объединяемые города не будут уже являться участниками рынка СМО, как, например, Ангарск, который должен объединиться с Иркутском.

Перераспределение налогооблагаемой базы путем передела имущества

В результате разделения полномочий в соответствии с Законом № 131-ФЗ происходит передел имущества (без изменения территории) между МО разных уровней, между МО и СРФ, между МО и РФ, который вносит свой вклад в нестабильность ДЕ бюджетов многих администраций.

Неналоговые доходы в 2006 г. составили 137 млрд руб., или 12,6% собственных доходов местных бюджетов. Основная их доля получена от использования муниципального имущества, а остальная часть — от продажи материальных и нематериальных активов. Таков на сегодня доходный потенциал только муниципального имущества, резервы для роста которого еще далеко не исчерпаны. Налог на имущество физических лиц составил 4,8 млрд руб., т. е. 10% местных налогов.

Местные власти должны до 2009 г. реперофилить или приватизировать имущество, находящееся у них на балансе. Непрофильные активы, которые не приносят дохода местной казне, должны быть проданы. Если местные власти не успеют разобраться с имуществом до 2009 г., то оно автоматически перейдет в

собственность СРФ. Например, в Архангельске предполагается продать более 100 объектов, в Москве — более 3 тыс. В результате изъятия собственности МО лишаются значительной части доходов. Проблема усиливается незавершенностью работы по составлению реестра недвижимого имущества с учетом его реальной рыночной стоимости в масштабах страны, на которую у МО нет средств. Разграничение имущества требует его учета и технической инвентаризации. Не решен вопрос о передаче жилищного фонда и объектов ЖКХ и их разграничении между МО. Все это затрудняет налоговое администрирование. Завершение процессов оценки земли и имущества на местах зависит от того, будут ли выделены соответствующие средства финансовой помощи МО в федеральном бюджете на 2008 г.

Кроме того, происходит передел имущества между СРФ, переход налогоплательщиков из одного региона в другой путем **изменения места регистрации**. Например, 13 мая 2006 г. перенос юридического адреса «Газпромнефти» из Омской области и Чукотки в Санкт-Петербург лишил омский бюджет 8,5 млрд руб. в год, чукотский — 6,5 млрд прежде всего из-за потери этими регионами налога на прибыль, которая в соответствии с Налоговым кодексом уплачивается по месту регистрации организации. Руководство Омской области было вынуждено в мае 2006 г. провести секвестр регионального бюджета на 2,4 млрд руб. (областная дума сэкономила на финансировании ИП в стадии «минимальной готовности»). Минфин в течение 3 лет с помощью кредитов вынужден компенсировать двум регионам половину их потерь, составивших в Омской области 30%, а Чукотке — 60% всех доходов. Очевидно, что Минфин не закрывает всех проблем регионов.

Происходящее перераспределение налогооблагаемой базы не позволяет многим потенциальным эмитентам рынка СМО **прогнозировать** свои доходы с необходимой точностью, рассчитывать дефицит бюджета, тем более планировать заимствования. Проблема усиливается из-за плохого состояния статистического учета, осуществляемого органами МСУ, необходимого для прогноза социально-экономического развития МО и формирования их бюджетов, так как отсутствует финансовое обеспечение Постановления Правительства РФ от 11 ноября 2006 г. № 670 «О порядке предоставления органами МСУ органам государственной власти статистических показателей, характеризующих состояние экономики и социальной сферы МО».

КАК ПОДДЕРЖАТЬ РАЗВИТИЕ РЫНКА СМО?

Не дожидаясь завершения основных процессов перераспределения доходной и налоговой базы, введения в действие Закона № 131-ФЗ во всех регионах в полном объеме, завершения объединения регионов и т. д., для дальнейшего развития рынка СМО необходимо решить следующие основные вопросы:

- создать стимулы и устранить антистимулы в законодательстве для повышения долговой емкости бюджетов СРФ и МО за счет роста собственных налоговых и неналоговых доходов;

- создать стимулы и устранить антистимулы в законодательстве для повышения инвестиционной емкости бюджетов СРФ и МО: активизировать разработку стратегий развития, инвестиционных программ; содействовать развитию инвестиционного сектора администраций МО и СРФ, созданию региональных и муниципальных инвестиционно-заемных систем; стимулировать проведение администрациями активной политики долгового финансирования инвестиционных программ;

- доработать Закон № 94-ФЗ, сделав его более эффективным для администраций при их взаимодействии с кредитным рынком;

- приступить к эффективному развитию, а не только «лакировке» законодательной базы рынка СМО в комплексе. Одной из актуальных потребностей является необходимость в разнообразии финансовых инструментов рынка СМО. Для МО важную роль могли бы сыграть проектные облигации, иначе нулевая долговая емкость муниципальных бюджетов еще очень долго не позволит им заимствовать в рамках единственного имеющегося сегодня у них инструмента — облигаций общего покрытия. Их отсутствие вынуждает администрации использовать компании, связанные с ней или принадлежащие ей (ГУПы, МУПы, ОАО), для выхода на рынок корпоративных облигаций, где займы дороже;

- создать специальные консалтинговые компании для оказания консультационной помощи эмитентам, особенно МО, для выхода на рынок СМО;

- приступить к созданию специальных агентств коллективного заемного финансирования муниципальных образований — посредников между МО и рынком СМО, без которых радикальных изменений на рынке муниципальных облигаций ждать не приходится. В долгосрочной перспективе не смогут выйти на рынок СМО более 24 тыс. МО: все МО — 2-го уровня и большая часть МО — 1-го

уровня. Для финансирования их инфраструктурных ИП потребуются создание многих долговых агентств различной юридической формы. Например, ускорить создание Федерального агентства муниципального развития, концепция и законопроект по созданию которого разработан в Комитете государственных заимствований г. Москвы под руководством его председателя С. Пахомова [4];

- создать специальную биржевую площадку для небольших по объему выпусков СМО. В 2007 г. на российском рынке ценных бумаг на базе отечественных бирж ММВБ и РТС началось развитие площадок альтернативных инвестиций, наподобие Лондонской AIM. Например, площадка *RTS start* на ФБ РСТ предназначена для выхода на рынок компаний с капитализацией до 3 млрд руб. для проведения IPO и размещения выпуска КО объемом до 500 млн руб. Эмитенты СМО с собственными годовыми доходами бюджетов от 1 до 3 млрд руб. являются своеобразным аналогом таких компаний. Их немало среди СРФ и МО. Средний объем их облигационных выпусков составляет 200–300 млн руб. Актуален также объем в 50–200 млн руб. Им может понадобиться упрощенный режим доступа на биржу — за ними, в отличие от корпоративных эмитентов, стоит Минфин. Им нужны инвесторы, готовые работать с небольшими займами;

- развивать многие другие направления, содействующие развитию рынка СМО, например ускорить вступление в силу права СРФ на внешние займы, стимулировать организацию рублевых еврозаймов СРФ и пр.;

- и главное — **государству следует изменить свое отношение к рынку СМО**, свою политику ограничения возможности самостоятельного заемно-инвестиционного развития МО и СРФ.

Автор выражает благодарность Сергею Кошелеву (проект «*RusBonds* — облигации в России») за предоставленные данные и помощь в построении графиков. ■

Список литературы

1. Глазков С. Новая «детская болезнь» рынка субфедеральных и муниципальных облигаций РФ: отставание в развитии // РЦБ. 2006. № 9.
2. Он же. «Детская болезнь» кривизны рынка субфедеральных и муниципальных облигаций РФ // РЦБ. 2005. № 9.
3. Он же. Планирование объема заимствований муниципальных образований // РЦБ. 2007. № 1.
4. Пахомов С. Как создать в России муниципальное долговое агентство? // РЦБ. 2006. № 13.