



## Впереди дефолт?

**Магомет Яндиев**  
канд. экон. наук, доцент кафедры «Финансы и кредит» экономического факультета МГУ

**С 2003 г. ожидается активный рост рынка субфедеральных ценных бумаг. Но закончится он, как и прежде, бесславно — дефолтом. Налоговые доходы региональных бюджетов в последние годы все более и более отстают от роста расходов. Нет никаких оснований полагать, что эта тенденция в будущем изменится. Образующийся при этом дефицит будет лишь частично покрываться приростом трансфертов, а основная нагрузка придется на нивелирование с помощью заемных средств. Из всего многообразия заемных средств регионы скорее всего отдадут предпочтение выпуску ценных бумаг. Профучастники благосклонно отнесутся к желанию регионов заимствовать, в результате рынок субфедеральных облигаций начнет активно расти. Однако, вероятнее всего, рост рынка окончится новым дефолтом...**

### ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА

Можно выделить три этапа в жизни рынка субфедеральных ценных бумаг<sup>1</sup>.

*Первый* — рождение и рост. Он начался в 1992—1993 гг. и продолжался вплоть до 1997 г. (рис. 1), когда даже самый наивный профучастник сумел перебороть в себе известный стереотип, что «орган власти — наиболее надежный заемщик». Данный этап характеризовался большими объемами заимствований.

*Второй этап* — стагнация (1998—2002 гг.), заключался в том, что ежегодные объемы заимствований путем эмиссии облигаций существенно сократились (см. рис. 1 и 2), а с учетом фактора инфляции и вовсе не

росли. Этот этап характеризовался большими объемами погашения ценных бумаг.

*Третий этап* — опять рост, начинается в настоящее время. В 2002 г. впервые с 1998 г. объем средств, привлеченных региональными органами власти с рынка субфедеральных облигаций, ненамного превысил сумму, направленную на погашение региональных облигаций.

### ЧТО ПРОИСХОДИТ С ДОХОДАМИ

Налоговая база в регионах растет из года в год все медленнее и медленнее. Мы не будем разбирать причины этого явления, просто рассмотрим факты.

*Во-первых*, падает темп прироста доходов в абсолютных цифрах. Если в 2000 г. доходы выросли на 50% по сравнению с 1999 г., то в 2002 г. только на 30% по сравнению с 2001 г.

*Во-вторых*, из года в год доля налоговых доходов в общей сумме расходов снижается — с 70% в 1999 г. до 60% в настоящее время (см. рис. 2). Примечательно, что этот параметр имеет обратную корреляцию с динамикой привлечения средств от эмиссии облигаций — чем меньше доля налоговых доходов в расходах, тем больше объем заимствований путем эмиссии.

*В-третьих*, размер трансфертов из федерального бюджета в региональные в 2003 г. (с учетом инфляции) будет меньше, чем в 2002 г.

И *в-четвертых*. Поскольку доходы федерального бюджета традиционно коррелируют с доходами региональных бюджетов, отметим, что **на 2003 г. запланировано лишь формальное увеличение доходов федерального бюджета**. Формальное, потому что прогнозируемая инфляция сведет на нет это увеличение.

### РАСХОДЫ РАСТУТ ВСЕГДА

Отметим факт существования задолженности по заработной плате, которую необходимо как-то погасить, если органы власти хотят успешно пройти наступающие думские выборы. Также вспомним о наличии у органов власти более обширной «хронической болезни» —

<sup>1</sup> Все расчеты в статье выполнены на основе данных официального сайта Министерства финансов РФ ([www.minfin.ru](http://www.minfin.ru)).



Рис. 1. Размеры рынка субфедеральных ценных бумаг

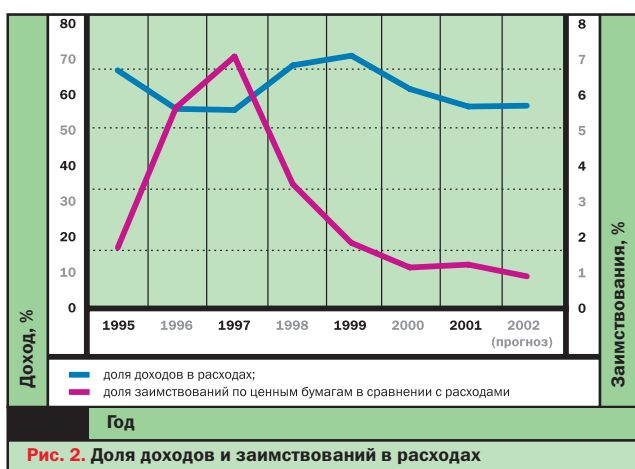


Рис. 2. Доля доходов и заимствований в расходах

неспособности остановить образование кредиторской задолженности.

Еще одним аргументом является наличие у регионов просроченных долгов по заемным средствам (по расчетам автора, до 40 млрд руб.), а также приближение сроков возврата основной массы коммерческих кредитов, полученных органами власти в 2000—2001 гг. (рис. 3) и направленных на погашение наиболее проблемных долгов по региональным облигациям.

Наконец, рассмотрим рис. 4. На нем хорошо видно, как темпы роста расходов (в среднем 30% годовых) опережают темпы роста доходов (в среднем 20% годовых).

### ОСТАЕТСЯ РАЗМЕЩАТЬ ОБЛИГАЦИИ

В ситуации, когда расходы растут, а доходы — не очень, у органов власти на выбор есть **три варианта действий**: сокращать расходы (фактически политическое самоубийство), наращивать кредиторскую задолженность (откровенное нарушение закона о бюджете, за которое может последовать наказание) или привлекать заемные средства. Не стоит долго говорить, что **основным вариантом будет последний**.

Заемные средства могут быть получены путем привлечения коммерческих кредитов, бюджетных ссуд или эмиссии ценных бумаг.

Коммерческие кредиты не будут основным источником заемных средств по двум причинам. Во-первых, в 2000—2001 гг. они были привлечены на достаточно большую сумму. Во-вторых, банкиры, пользуясь непубличностью процедуры заключения кредитных договоров, зачастую выставляют регионам вместе с кредитованием **разнообразные нефинансовые требования**, выполнение которых в настоящее время будет особенно заметным.

Что касается бюджетных ссуд, то в 2003 г. их, наоборот, придется погашать в значительно большем объеме, чем будет получено. Это связано с желанием Минфина России вернуть около 20 млрд руб. бюджетных ссуд, выданных ранее и неоднократно пролонгировавшихся.

Таким образом, единственным весомым источником покрытия дефицита останется эмиссия ценных бумаг. Со стороны кредиторов появление новых региональных бумаг может быть встречено с оптимизмом, поскольку характерная для отечественных финансовых рынков избыточная денежная ликвидность (иначе говоря, **мало достойных объектов инвестирования**) лишь усугубляется ростом активности пенсионных и страховых компаний. Один только Пенсионный фонд РФ ежегодно будет инвестировать средства в объеме, эквивалентном нескольким десяткам миллиардов долларов.

Здесь надо сделать одно существенное уточнение: при анализе рынка региональных заимствований у нас всегда будет некоторая неточность расчетов. Дело в том, что крайне сложно выявить такие используемые иногда на практике приемы, как предоставление органам власти коммерческих кредитов, замаскированных под приобретение у них облигаций, и, наоборот, размещение облигаций под видом получения синдицированного кредита.

### ПОСЛЕДСТВИЯ НОВОГО РОСТА РЫНКА

Основных последствий роста рынка, скорее всего, будет только три.

Во-первых, произойдет еще больший, чем в настоящее время, рост остатков на бюджетных счетах, так как, только имея реальный резерв «под рукой», первые лица органов власти могут гарантированно обеспечить выполнение обязательств региона перед кредиторами. **К сожалению, системы автоматического обслуживания госдолга, т.е. без волевого вмешательства, в большинстве регионов не существует.**

Во-вторых, несмотря на рост объемов заимствований, количество регионов-заемщиков вырастет незначительно. Такое предположение основано на том, что к настоящему времени ярко проявилась тенденция сбора большей части «облигационных денег» двумя заемщиками — Москвой и Санкт-Петербургом. Так, если в 2000 г. на эти два города пришлось в сумме около 20% всех ресурсов, направленных профучастниками на рынок субфедеральных ценных бумаг, то в 2002 г. — почти 85%. **Не исключено, что у этих двух городов появится соблазн перекредитовать другие регионы,**

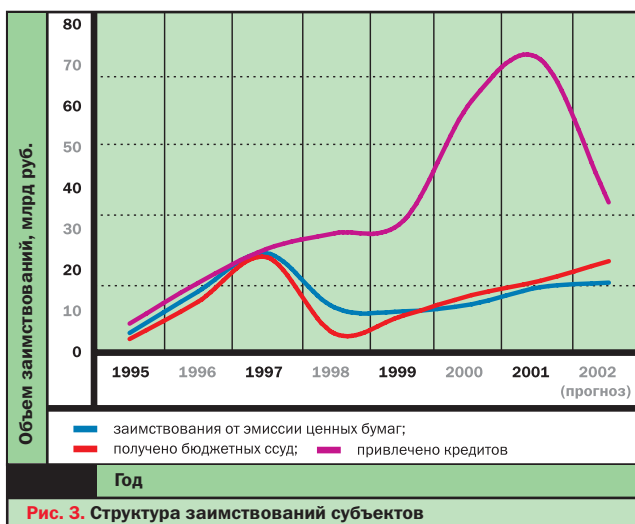


Рис. 3. Структура заимствований субъектов



Рис. 4. Динамика доходов и расходов бюджетов регионов

как это уже было на первом этапе развития рынка субфедеральных облигаций.

Наконец, *в-третьих*. После увеличения объема заимствований вновь возродится как птица Феникс из небытия **любимый тезис всех лоббистов**, что привлеченные деньги надо обязательно инвестировать и что только таким образом можно вернуть заем и проценты по нему.

### ПОЧЕМУ ОПЯТЬ ДЕФОЛТ

Дефолт будет. Его не может не быть потому, что с 1998 г. в устройстве органов власти не произошло практически никаких существенных изменений. БК РФ, вступивший в силу с 2000 г., несомненно, ликвидировал определенный хаос в финансах властных структур, но не более того (например, какая разница профучастнику, есть у органа власти внебюджетный фонд или нет, ему важно наличие денег на момент платежа, а откуда они будут взяты, не играет никакой роли).

Назовем несколько наиболее острых проблем:

*Во-первых*, это вопросы администрирования. Орган власти по-прежнему не имеет закрытого перечня выполняемых им функций, поэтому он занимается всем, что представляется ему интересным и на что хватает

финансовых ресурсов. При этом порядок набора персонала, а также методики работы органов власти остались во многом неизменными с советских времен. Такая практика, по мнению автора, недопустима.

Помимо непосредственно управленческой деятельности, власть может заниматься созданием прибавочной стоимости некоммерческого характера, например строительство бесплатных автодорог, организация перевозки пассажиров по коммерчески невыгодным маршрутам и пр. Но **отечественные органы власти, не ограничиваясь этим, ведут еще и коммерческую деятельность**, например, создавая унитарные предприятия исключительно с целью извлечения прибыли (обращаю внимание, что речь идет не о чиновнике-предпринимателе, а об органе власти в целом).

*Во-вторых*, регулирование заемной деятельности базируется в БК РФ буквально на нескольких ограничениях, обойти которые не составляет никакого труда. При этом **в обществе отсутствует единое понимание того, что такое гласность в бюджетной сфере**. Вместо того чтобы требовать раскрытия первичной информации, профучастники принимают от регионов-заемщиков для анализа уже обобщенные данные (закон о бюджете и отчет об исполнении бюджета), которые, честно говоря, мало о чем свидетельствуют.

*В-третьих*, не создана законодательная система привлечения к ответственности глав территорий, нарушающих свои обязательства перед инвесторами. (Еще раз напомним о существовании у регионов просроченной задолженности.)

\* \* \*

Таким образом, **до полного порядка в региональных финансах очень и очень далеко**. Поэтому, работая с органами власти (совсем игнорировать их как заемщиков, конечно же, нецелесообразно), следует принимать меры предосторожности, в частности, проводить детальный анализ всех сторон финансово-хозяйственной деятельности, осуществлять проверку достоверности отчетных сведений, а также требовать от органов власти выполнения комплекса мероприятий, способствующих повышению качества региональных финансов. ■