

Авторский коллектив:

Григорьев Л. М., Зубаревич Н. В., Иванов Д. С., Кондратьев С. В., Салихов М. Р., Салмина А. А., Табах А. В., Урожаева Ю. В., Хасаев Г. Р., Цыбатов В. А.

Редакционная коллегия:

Григорьев Л. М., Зубаревич Н. В., Хасаев Г. Р.

Ученый секретарь:

Иванов Д. С.

Рецензенты:

Изотова Г. С., кандидат экономических наук, первый заместитель председателя Комитета Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации по делам Федерации и региональной политике

Артоболевский С. С., доктор географических наук, заведующий отделом социально-экономической географии Института географии Российской Академии наук

Шастинко А. Е., доктор экономических наук, генеральный директор Фонда «Бюро экономического анализа», профессор экономического факультета Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова

Российские регионы: экономический кризис и проблемы модернизации / Под ред. Л. М. Григорьева, Н. В. Зубаревич, Г. Р. Хасаева. – М.: ТЕИС, 2011. – 347 с. + 7 с.

ISBN 978-5-7218-1187-6

В книге рассмотрены вопросы развития субъектов РФ в условиях мирового экономического кризиса, проанализированы базовые проблемы модернизации российских регионов, а также антикризисные меры. Предложена классификация регионов по показателям социально-экономического и институционального развития, использующаяся в качестве основного инструмента анализа статистических данных. Рассмотрены основные аспекты регионального развития: производство, инвестиции, личное потребление, рынок труда, субфедеральные финансы. Сделаны рекомендации по совершенствованию региональной политики.

Для сотрудников федеральных и региональных министерств и ведомств, экспертов и научных работников, аспирантов и студентов по специальностям, связанным с макроэкономикой, региональной экономикой, государственным и муниципальным управлением.

ISBN 978-5-7218-1187-6

© Фонд «Институт энергетики и финансов»
© ТЕИС, 2011

Григорьев Леонид Маркович, кандидат экономических наук, декан факультета менеджмента Международного университета в Москве, профессор Государственного университета – Высшей школы экономики.

Зубаревич Наталья Васильевна, доктор географических наук, директор региональной программы Независимого института социальной политики, профессор географического факультета Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова.

Хасаев Габидулла Рабаданович, доктор экономических наук, профессор, заместитель председателя Правительства Самарской области – министр экономического развития, инвестиций и торговли Самарской области, директор Института национальной экономики Самарского государственного экономического университета.

Иванов Денис Сергеевич, эксперт Фонда «Институт энергетики и финансов».

Кондратьев Сергей Вадимович, заведующий сектором Фонда «Институт энергетики и финансов».

Салихов Марсель Робертович, кандидат экономических наук, руководитель экономического департамента Фонда «Институт энергетики и финансов».

Салмина Алла Александровна, эксперт Фонда «Институт энергетики и финансов».

Табах Антон Валерьевич, CFA, независимый финансовый аналитик. **Урожаева Юлия Валерьевна**, начальник отдела экономического анализа департамента стратегического анализа и разработок Внешэкономбанка.

Цыбатов Владимир Андреевич, доктор экономических наук, профессор Самарского государственного экономического университета.

послекризисного развития. Получившие крайне негативные уроки во время кризиса инвесторы скорее всего будут обращать дополнительное внимание на кредитное качество субъектов Федерации. Видимо, они в особенности будут избегать выпусков, гарантированных субъектами Федерации, – исторически региональные гарантии «гарантировали» инвесторам исключительно головную боль и судебные издержки. Предпочтительно, для регионов интересными могут стать проекты по выпуску инфраструктурных облигаций – однако пока практически отсутствует опыт реализации такого рода проектов.

Исторический экскурс

Рынок субфедерального долга в его «диком» состоянии закончился во время финансового кризиса летом и осенью 1998 г. – когда параллельно с федеральным дефолтом прошли массовые дефолты долгов большинства субъектов Федерации, успешных занять средства. В плохо структурированной и страдающей от неплатежей и инфляции системе межбюджетных отношений, при отсутствии ограничений в федеральном законодательстве региональные власти стали тогда достаточно быстро раздувать задолженность. До 1997 г. основным инструментом заимствования были кредиты как от федеральных, так и от местных «карманных» коммерческих банков. В 1997 – начале 1998 г., после некоторой финансовой стабилизации, наиболее продвинутые в финансовом отношении регионы – Москва, Санкт-Петербург, Нижегородская область – вышли на международные рынки капитала, выпустив еврооблигации. Несколькими регионами – в частности, Москва и Свердловская область – запущены региональные программы краткосрочных облигаций, по аналогии с федеральными ГКО. На рынке присутствовали и более экологические инструменты – переоформленные обязательства по сельскохозайственным кредитам – так называемые агрооблигации.

В 1998–1999 гг., в условиях финансово-экономического кризиса, дефолта по федеральному внутреннему долгу, резкого падения доходов региональных бюджетов, все субъекты Федерации, кроме городов Москвы и Санкт-Петербурга, объявили дефолт по своим обязательствам, как публичным, так и банковским кредитам. Еврозаем Нижегородской области не обслуживался на протяжении полутора лет и был реструктурирован в 2001 г., после достаточно сложных переговоров. Калининградская область до сих пор участвует в судебных процессах, связанных с непогашением займов, сделанных у «Дойче Банка» в 1996–1997 гг., тогдашней администрацией региона.

Бюджетный кодекс и другие законы, принятые на федеральном уровне в 1999–2001 гг., ввели долговую политику в довольно строгие

А. В. Табах

Долговая политика регионов: проверка кризисом

Долговые заимствования регионов, обеспечиваемые местными органами, являются традиционным средством обеспечения финансирования капитальных расходов местных органов. Во всем мире (в зависимости от налогового законодательства) этот финансовый ресурс является решением проблемы концентрации средств для сооружения инфраструктурных объектов. Разумеется, всякое заимствование является сложной проблемой, особенно при нестабильности налоговых поступлений, а накопление долгов может вести к банкротствам, что иногда случается (графство Оранж в Калифорнии). В России важным вопросом остается цель заимствования – есть серьезные основания считать, что многие заимствования в России делаются для покрытия выпадающих доходов для финансирования текущих расходов. Естественно, в условиях экономического кризиса цель заимствований меняется – антикризисные социальные меры вытесняют обычно инвестиции. Главный вопрос в условиях постепенного восстановления роста – это насколько долгое время повлияет по экономической рациональности поведения российских регионов, насколько быстро от финансирования социальных расходов регионы вернуться к инвестициям и кредитам под инвестиции.

Структура и динамика развития региональных заимствований в России заметно изменились в период финансово-экономического кризиса в 2008–2010 гг. Помимо рыночных инструментов (банковские кредиты и облигации) большинство регионов, не исключая и экономически развитые, стало опираться на льготные бюджетные кредиты от федерального правительства. В ближайшее время мы ожидаем изменения ситуации, а именно уменьшения возможностей по получению федеральных средств на нерыночных условиях. Соответственно, можно ожидать и регулярного появления на рынке облигаций не только регионов, но и крупнейших городов страны, а также активного использования рублевых заимствований на глобальном рынке. Не стоит ожидать выхода регионов на рынок внешнего долга – запрет на выпуск нового внешнего долга, истекающий в 2011 г., вероятнее всего, будет продлен.

Структурные изъяны российской налоговой системы, не позволяющие регионам наращивать доходы, потребуют практически от всех развитых и среднеразвитых регионов России активной долговой политики. Этот процесс в целом может занять два-три года

рамки. Если банковские кредиты и гарантии остались на облегченных условиях, то выпуск облигаций существенно усложнился. Для публичных заимствований дефицит должен быть не более 10% собственных доходов бюджета, а расходы на обслуживание долга – не превышать 15% совокупных расходов. Суммарный объем долга (в который включаются и государственные гарантии) не может превышать 100% от доходов – иначе новые заимствования запрещены. В результате на рынке облигаций присутствуют более развитые регионы, нуждающиеся в долгосрочных заимствованиях. Более слабые субъекты используют кредиты для покрытия кассовых разрывов и более долгосрочного кредитования. Практически все займы являются объектом применения ФЗ-94 в части проведения публичных тендеров и подпадают под жесткие правила внесения в долговые книги.

Выход регионов на внешние рынки прекратился после введения запрета на заимствования, за исключением случаев рефинансирования уже существующего долга (так называемая «дедушкина оговорка»). В результате внешний долг остался только у Москвы (выпущен в 2006 г. для рефинансирования истекших еврооблигаций) и Башкирии и Татарстана (незначительные объемы гостарангий, выданных в иностранной валюте). Санкт-Петербург погасил еврооблигации из средств бюджета, а Нижегородская область использовала для рефинансирования рублевые займы.

Регионы как заемщики сильно пострадали от финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. Основной причиной был тот простой факт, что их бюджеты в отличие от федеральных в основном зависят от поступлений от налогов на доходы физических лиц и прибыли компаний, а оба эти источника средств несут циклический характер и сильно оскудели в 2008–2009 гг. Кризис обусловил более высокий, чем ожидалось, рост социальных расходов на региональном уровне. При вынужден в последние годы к высоким доходам, уверенному экономическому росту и низкому дефициту средств, многие регионы не сумели предотвратить возникновение огромных прорех в своих бюджетах при почти полном отсутствии возможностей их покрыть. Более того, те субъекты федерации, которые жили в основном за счет доходов от экспорта или опирались на потребительский сектор, пострадали намного больше отстающих субъектов Федерации, обеспеченных в основном государственными дотациями.

На пике кризиса федеральные власти вначале пытались ограничить расходы и заимствования регионов безотностительно к негативным эффектам для экономики. Однако под угрозой социальной дестабилизации быстро пришло понимание серьезности сложившейся ситуации, и федеральный Минфин фактически гарантировал (серией заявлений высших чинов министерства весной 2009 г. и выделением

стабилизационных бюджетных кредитов наиболее проблемной Московской области с апреля 2009 г.) обязательства субъектов федеральных эмитентов. Несмотря на масштабные продажи осенью 2008 г., инвесторы начали понимать значение осторожной политики управления долгом, проводимой субъектами Федерации в последние семь, а в случае с московской администрацией – десять лет, а также роль жестких ограничений, налагаемых Бюджетным кодексом страны на эмиссию региональных долговых обязательств и управление ими.

Второй плод бюджетного федерализма

Принятие региональных бюджетов регулируется местным законодательством, однако основные их параметры определяются федеральными документами – Бюджетным и Налоговым кодексами, а также нормативными актами Минфина. Кодексы постоянно эволюционируют, но в целом за 2000-е гг. сдвинули налогооблагаемую базу и бюджетную ответственность между федеральным, региональным и местным уровнями в пользу федералов. Большая часть расходов на ЖКХ, социальное обеспечение и образование (кроме пенсий и медицинских льгот, которые выплачиваются из федерального бюджета) покрывается региональными и местными бюджетами, хотя всевозможная балансировка между доходами и расходами бюджетов нижнего уровня не проведена. Таким образом, уровень социальных расходов муниципалитетов больше зависит от экономического положения региона, чем от собственного финансового положения. В рамках действующей системы регионы (даже доноры) весьма ограничены в плане определения размера своих расходов. С 2006 г. ситуация несколько улучшилась: большую часть забот принял на себя федеральный бюджет. Регионы по-прежнему предпочитают полагаться на помощь из федерального Центра, вместо того чтобы развивать собственную налоговую базу, поскольку нет встроенных стимулов для эффективного управления. Соответственно, управление государственным долгом не может быть четко интегрировано в долгосрочное бюджетное планирование.

Доходы групп относительно слабых регионов состоят преимущественно не из налоговых поступлений, а из федеральных субсидий. Налоговые поступления, причитающиеся местным бюджетам, переводятся местным казначействам, доходы от налогов регионального уровня поступают в казну соответствующих субъектов Федерации, а средства, собираемые за счет налогов федерального уровня, по закону делятся между региональными и федеральным бюджетами. Подоходный налог, ставка которого зафиксирована на уровне 13%, региональная часть налога на прибыль компаний (13,5–17,5% в зависимости от решения местных властей) и акцизы дают львиную

долю доходов большинства субфедеральных бюджетов. Федеральному же бюджету достаются все поступления от НДС и НДСПИ. В 2010 г. предусмотрена компенсация из федерального бюджета тем регионам, которые раньше участвовали в разделении поступлений от НДСПИ. Большинство налогоплательщиков платят подоходный налог в виде отчислений из заработной платы, что служит источником недостачи и проволочек с поступлением доходов от данного налога в бюджеты тех субъектов Федерации, значительная часть населения которых работает в другом регионе. Самыми яркими примерами тому могут служить Московская и Ленинградская области, многие жители которых получают заработную плату соответственно в Москве и Санкт-Петербурге. Налог на прибыль компаний взимается в основном по месту их официальной регистрации, т.е. больше всего поступлений от этого налога получает Москва. Впрочем, в последние годы ряд крупнейших компаний разместил свой штаб-квартиры в Санкт-Петербурге, что сыграло на руку городскому бюджету (в нашей классификации регионов – это все равно «столицы»).

В результате регионы, особенно те, которые опираются преимущественно на собственную налогооблагаемую базу, понесли существенные потери от ухудшения экономической ситуации с середины 2008 г. Налоги на личные доходы и прибыли компаний уменьшились значительно и быстрее, чем налоги на потребление или таможенные пошлины. В большинстве промышленных регионов как доходы, так и расходы сократились на 15–20% с «печальными» рекордами в крупных промышленных и сырьевых регионах. Со второй половины 2009 г. и тем более в 2010 г. положение стало выправляться, но рост зарплат пока невелик, а прибыль предприятий далека от предкризисных уровней. Это разительно отличается от положения федерального бюджета, восстановившего свои доходы (за счет нефтяной ренты), дефицит которого превосходит от роста государственных расходов. В результате регионам необходимо (чаще одновременно) оптимизировать расходы и занимать для покрытия дефицита по текущим расходам.

Российские регионы варьируют использование имеющихся в их распоряжении следующих источников заемного капитала: облигаций, банковских кредитов, гарантий, льготных бюджетных средств. На сегодняшний день около 40% обязательств субъектов Федерации приходится на облигации. Как правило, субфедеральные долговые обязательства выдают рублевыми. На сегодняшний день на рынке обращается только две валютные облигации, и обе они выпущены правительством Москвы. В 2011 г. российские регионы должны вновь получить возможность привлекать заимствования в иностранной валюте, однако не исключено, что срок действия запрета будет продлен.

Для обхода запретов некоторые регионы применяли весьма изощренные схемы. Главным уроком для инвесторов, в особенности иностранных, должно стать осознание простого факта, что гарантии по российскому праву нечто иное, чем по английскому. Де-факто федеральные власти не допускают дефолтов по прямому долгу регионов и муниципалитетов «не мытьем, так катаньем», но совершенно безразличны к обязательствам структур, гарантированным властями регионов. Более того, выданная гарантия вполне может оказаться недействительной после внесения в региональный бюджет изменений и дополнений, не предусматривающих выплаты по тому или иному эмитенту. Имена МОИТК и МОИА, облигации которых ушли в дефолт и rescue gate вряд ли составят двузначное число процентов, должны надолго впечататься в мозг портфельных менеджеров и аналитиков.

Другой ложной теорией во время кризиса оказалась уверенность, что Федерация будет всегда платить по долгам регионов или в крайнем случае предоставит льготный бюджетный кредит под четверть (25%) ставки рефинансирования ЦБ по первому требованию. В этот кризис с учетом сложного социального положения во многих регионах решения о выделении средств принимались достаточно либерально. Федеральные власти сделали большие финансовые запасы в рамках подготовки к «черному дню». Однако в следующий раз проблемы регионов могут быть изолированными, а положение федеральных финансов более шатким – и выбор Минфина становится далеко не очевидным. Никто не отменял положений Бюджетного кодекса о разделении ответственности за долги бюджетов разных уровней. Поэтому вновь нужно обращать повышенное внимание на кредитное качество и качество собственных доходов региональных бюджетов – в противном случае уроки 2008–2009 гг. останутся невыученными.

Предположения о развитии ситуации

К концу 2010 г. ключевым для развития рынка облигаций является сочетание нескольких факторов:

- резкое снижение уровня процентных ставок для эталонных заемщиков в секторе государственного и корпоративного долга;
- постепенное снижение уровня федеральной поддержки региональных бюджетов;
- расширение потребности региональных и особенно муниципальных бюджетов в долгом финансировании для рефинансирования резко выросшей задолженности и существующих текущих дефицитов бюджетов.

С марта 2009 г. по апрель 2010 г. доходность на аукционах по первичному размещению облигаций Москвы, являющихся эталонными для рынка субфедерального долга, упала с 17,1% по полуголлетным облигациям до 7,59% по 12-летнему инструменту. Доходность на вторичном рынке по обязательствам Московской области, выросшая на пике кризиса до 38% снизилась до 10,5% по облигациям 9-го выпуска с дюрацией 2,5 года. По доходностям рынок упал до предкризисных уровней, однако объемы выпуска (за исключением города Москва) еще далеки от восстановления.

В будущем льготные бюджетные кредиты от федерального Минфина перестанут вытеснять рыночные инструменты. Важнейшим фактором, препятствующим развитию рынка облигаций, является опора региональных бюджетов на краткосрочное банковское финансирование. Это логично в кризис, но странно после стабилизации финансовых рынков. Ориентирование на получение льготных федеральных бюджетных кредитов, выдаваемых по решению правительства, будет продолжаться до последней возможности федерального бюджета и лоббизма. Предположительно, основными причинами для выдачи таких трехлетних кредитов под 25% от ставки рефинансирования ЦБ РФ – абсолютно привилегированный по сравнению с любыми рыночными ставками – является уровень социальной напряженности и риск дефолта региона, т.е. специфические, а не общие факторы. Для получения выгоды от этого источника долгового финансирования нужно быть «сырыми и убогими» или же успешно притворяться таковыми (в этом отношении есть повтор ситуации 90-х гг.). В 2010 г. возможности для выделения таких кредитов снизились, так что начиная с 2011 г., начнется погашение данных кредитов и замещение их рыночными займами или полноценными банковскими кредитами. Ситуация эта после кризиса (с поправками на субсуверенность) широко распространена в мире и в Европе особенно. Данный процесс потребует от регионов активного использования как краткосрочных, так и долгосрочных инструментов финансирования и механизмов выкупа (как публичного, так и непубличного через номинальных держателей) своих облигаций с рынка.

В посткризисный период мы, по всей видимости, увидим рост числа муниципальных займов от городов, не являющихся субъектами Федерации. Федеральные бюджетные кредиты недоступны муниципальным образованияам более низких уровней – создавая спрос на банковское или облигационное финансирование. Участие крупнейших городов России, не являющихся субъектами Федерации, скорее всего, станет массовым в этом и последующих годах. Размеры больших городов (и их налоговая база) позволяют размещать ликвидные займы на конкурентных условиях. Города выпускали обли-

гации и раньше, но их значимость для рынка была небольшой. В новых условиях ситуация меняется – более того, некоторые регионы, избегающие долгового рынка сами, начали планировать использование рыночных заимствований более низких бюджетных уровней. Первыми ласточками стали выпуски облигаций Казанью в ноябре 2009 г., Краснодаром в июле 2010 г. В ближайшие месяцы и годы возможны несколько крупных выпусков облигаций российских городов. Очевидные кандидаты – нуждающиеся в рефинансировании города Нижний Новгород и Новосибирск, а также эмитенты из регионов, до сих пор ограниченно использовавших долговой рынок.

Мы также можем ожидать выпуски рублевых еврооблигаций и CLN крупными регионами. Иностранные инвесторы пока не слишком активно участвовали в рынке субфедерального долга, а льготное налогообложение не играло для них существенной роли. Но на фоне других стран Россия и российские регионы выглядят довольно устойчиво на выходе из кризиса, особенно с учетом предотвращенных дефолтов коммерческих банков в 2008 г. Весной 2010 г. рублевые облигации опять стали привлекательны – хотя желающих брать на себя не только потенциал укрепляющейся валюты, но и правовые риски не так много. Поэтому для привлечения иностранных инвесторов вполне реальны выпуски рублевых еврооблигаций – по примеру РСХБ в корпоративном секторе или же докризисного эксперимента Московской области в 2007 г. Выпуск валютных еврооблигаций, видимо, будет ограничен Москвой, которой предстоит рефинансировать свой займ в 374 млн евро. Положения БК РФ, закупающие регионам внешние заимствования иначе как для рефинансирования имеющихся, должно утратить силу с 1 января, хотя крайне высока вероятность его продления.

Долговая политика Москвы и Московской области

Город Москва является одним из самых активных заемщиков страны, уступаая по объемам облигаций в обращении только федеральному правительству, «Газпрому» и РЖД. Объем рублевых и евровых облигаций в обращении составляет около 38% от годовых объемов бюджета города, а ежегодная эмиссия (включая рефинансирование погашаемых выпусков) в 2009 г. составила 128,5 млрд руб., а на этот год запланирован выпуск в 114 млрд.

Москва имеет собственную инфраструктуру для выпуска облигаций (Комитет государственных заимствований города Москвы, далее Москомзайм и его специализированные дочерние АО), а также проведения разнообразных операций с городским долгом на вторичном рынке (включая РЕПО). Инвестиционные банки привлекаются исключительно в случае операций с внешним долгом,

операции на рублевом рынке руководство Москомзайма проводит самостоятельно в рамках полномочий, предоставленных законодательством и параметрами городского бюджета.

Кредитный рейтинг города уже много лет находится на уровне федерального. Кредитная история Москвы даже несколько лучше, чем у суверена, поскольку даже в кризис 1998 г. обслуживание долга города не прекращалось. Смена мэра Москвы в конце 2010 г. дает городу большее взаимопонимание с федеральными властями. Это должно помочь в решении инфраструктурных проблем, но соблазн новых заимствований всегда остается.

В силу избыточной обеспеченности текущих расходов городского бюджета налоговыми поступлениями заимствования преимущественно использовались для финансирования капитальных расходов, которые составляли до 40% городского бюджета в «хорошем» 2008 г. В более дефицитном 2009 г., необходимость поддерживать текущие социальные расходы привела к снижению инвестиционной программы на 2009–2010 гг. Более половины капитальных расходов было профинансировано за счет новых заимствований.

В бездефицитные 2005–2008 гг. Москомзайм проводил политику улучшения структуры долга, удлинения сроков заимствований, концентрации нагрузки в нескольких крупных выпусках (к середине 2007 г. 90% долга было сконцентрировано в четырех выпусках облигаций). Средний срок займов был удлиннен с 3,7 до 5,4 года. В частности, город полностью отказался от банковских кредитов, используя (88% долговой нагрузки).

В период финансового кризиса, с августа 2008 по март 2009 г., Москомзайм не участвовал в первичных размещениях. Начиная с марта 2009 г., когда Москва стала первым несuverенным эмитентом, вышедшим на рынок, выпуски облигаций города обозначали новые этапы нормализации положения на рынке. Снижение инфляции и уровня ставок в стране также помогли ускорить данный процесс. К апрелю 2010 г., с 16–18% доходность по рублевым облигациям упала до 6–8%.

Финансовое положение Москвы остается устойчивым, в том числе и благодаря сравнительно разумной долговой политике. Даже после удвоения объемов госдолга в 2009–2010 гг., задолженность города составит около 38% доходов, а расходы на обслуживание и погашение долга около 7,5%.

Долговая политика города Москвы пример консервативного использования долговых инструментов для финансирования проектов развития, использования всех возможностей внутреннего и внешнего финансовых рынков, выстраивания многолетней безупречной репутации заемщика. Московская область – наиболее вопиющий

пример постепенного перехода от использования вполне легальных и разумных долговых инструментов для развития региона и отдельных муниципальных районов к полузаконным и, наконец, спорным с точки зрения уголовного права методам. В итоге бывшие руководители областного финансового блока и его дочерних структур находятся в бегах, под арестом или подпиской о невыезде, а компании-посредники проходят процедуру банкротства. Бюджет области фактически находится под внешним управлением федерального Минфина.

Московская область начиная с 2003 г. была одним из крупнейших эмитентов прямого долга и в данный момент по объему облигаций в обращении уступает только городу Москве. Для обхода требований законодательства по объемам долга к ВВП с 2000 по 2007 г. область активно использовала дочерние структуры для увеличения долга. В этом сказалась и сложность использования финансовых инструментов в стране в целом, тем более на региональном уровне, и низкий уровень контроля и транспарентности операций с государственными средствами.

Московская Областная Инвестиционно-Трастовая Компания (МОИТК) была основана правительством Московской области в 2000 г. Главной уставной задачей компании была организация бюджетного и внебюджетного финансирования производимых областной администрацией капиталовложений, главным образом в строительстве. От имени властей области МОИТК также управляла рядом непрофильных активов, в частности телеканалом и несколькими предприятиями, связанными с электроэнергетикой. МОИТК принадлежала Министерству имущества Московской области. В ее составе директоров присутствовали представители областного Минфина (в том числе первый заместитель министра, на момент написания отчета находящийся в СИЗО), областного Министерства имущества и Министерства строительства.

В 2004 г. МОИТК стала холдингом. В начале 2007 г. у нее было 17 дочерних и зависимых предприятий, в 14 из которых она владела пакетом акций не менее контрольного. МОИТК инвестировала главным образом в строительство общественных зданий коммерческого и социального назначения, а доля жилья в общем объеме строительства мала. В ряде подмосковных городов осуществлялись проекты строительства коммерческой недвижимости, в частности деловых, торговых и развлекательных комплексов.

К началу финансового кризиса у компании было три основных источника финансирования. Во-первых, взносы из бюджета в капитал МОИТК, что в несколько раз увеличивало акционерный капитал компании. Во-вторых, частичные гарантии Московской области по заимствованиям МОИТК и некоторых ее «дочек» (многочисленные агент-

ства МОИА). Третья форма – прямые заимствования, к моменту краха составившие около 20 млрд руб. по всем структурам холдинга.

Облигации МОИТК и «дочек» продавались инвесторам как имеющие прямую или косвенную гарантию от области. Однако после прекращения платежей выяснилось, что активы компании катастрофически неликвидны, а областное правительство, оказавшееся в сложном финансовом положении (долг к доходам более 100% в нарушение БК РФ), отказалось исполнять обязательства. Судебные процессы не привели к положительным результатам.

В 2008 г. структура долга МО претерпела существенные изменения: область столкнулась с проблемами в обслуживании текущего долга и была вынуждена произвести крупные заимствования в крайне неблагоприятных условиях. В 2008 г. облигационный долг области вырос на 52 млрд руб. за счет предусмотренного бюджетом 19-миллиардного 8-го выпуска и «технического» 9-го выпуска на 33 млрд руб. При этом долг области кредитным организациям несколько сократился.

Большинство дочерних структур, принадлежащих Московской области, оказались в дефолте. В частности, МОИТК, МОИА, «Энергоцентр» не смогли обслуживать обязательства и (или) исполнить по ним оферты. В результате в октябре–декабре 2008 г. кредитный рейтинг области был существенно понижен, до SD от S&P и В3 от Moody's. На негативном внешнем фоне и при высоких оценках возможного дефолта резко выросла доходность по обязательствам региона, обращающимся на вторичном рынке.

В течение 2009 г. ситуация для самой области начала улучшаться за счет федерального вмешательства (как попытки избежать любых заметных дефолтов в стране). Область получила несколько бюджетных кредитов от федерального Минфина, оставив финансовый ресурс на погашение кредитов ряду банков. У региона остались возможности для проведения «технических» выпусков – по примеру 9-го выпуска, проведенного в конце 2008 г. под высокую доходность, позволившего области избежать дефолта. Кредитные риски Московской области остаются высокими, но поддержка федерального правительства резко уменьшила доходность по долгу Московской области.

К настоящему моменту в состоянии дефолта находятся обязательства структур, так или иначе связанных с Правительством Московской области, на сумму 16,8 млрд руб. Этот уровень (400 млн евро) в условиях долгового кризиса в Греции или на фоне долга Украины, города Киева или Латвии выглядит просто незаметным. Их статус в основном сведен к обязательствам компаний, проходящих через банкротство. Многие крупные инвесторы получили предложения о выкупе этих обязательств с большим дисконтом – и в боль-

шинстве случаев согласились на реструктуризацию, хотя в последнем случае их ожидания были обмануты. Вероятность получить сколько-нибудь значимую долю инвестиций крайне сомнительна.

Долговая политика и развитие регионов

Анализ структуры и динамики долговой политики регионов России не позволяет выявить явной связи между уровнем развития региона и типом долговой политики: уровнем задолженности, использованием облигаций, банковского кредитования либо государственных гарантий. Масштабы долговых заимствований сдерживались Минфином РФ, что, безусловно, способствовало стабильности финансового сектора в условиях кризиса. За исключением Московской области и Москвы, можно отметить, что развитые и средне-развитые регионы, имеющие существенный государственный долг склонны опираться на облигационные заимствования как более совершенный инструмент долговой политики (ХМАО, Самарская, Нижегородская, Новосибирская области, Якутия, Башкортостан). Татарстан активно использует государственные гарантии либо облигационные займы на уровне муниципалитетов. В будущем можно ожидать некоторой унификации финансовой политики различных регионов и активного выхода крупных регионов с низким уровнем долга (Свердловская, Челябинская, Ростовская области) на рынок облигационных займов.

Предусмотренные новациями в законодательстве «инфраструктурные облигации» под гарантии регионов скорее займут место дискредитировавших себя обычных облигаций структур, выпущенных под гарантии правительств регионов. Прежние гарантии показали себя крайне ненадежными для защиты интересов инвесторов. И соответственно потенциальные участники рынка заинтересованы в более адекватных механизмах защиты своих прав в суде или при внесудебных разбирательствах. В мировой практике регионы и муниципалитеты развитых стран (США, страны ЕС) и развивающихся государств (Мексика, ЮАР, Бразилия) активно используют заимствования от международных институтов развития и рыночные займы для модернизации инфраструктуры и финансирования государственно-частных партнерств.

Российская практика финансирования инфраструктурных проектов через долговое финансирование ограничена и скорее негативная (памятные участникам рынка облигации РАО «Высококоростные Магистраль»). Однако потенциал для использования как гарантий так и прямого субфедерального долга в программах развития весьма велик, а мировая практика достаточно распространена. В случае упущения законодательства (подобного недавним измене-

ниям порядка инвестирования обязательных пенсионных накоплений) формирование активного рынка инфраструктурных займов, привлечательных для негосударственных институциональных инвесторов, может занять два-три года.

Отдельного рассмотрения заслуживает проект создания межрегионального долгового агентства по образцам существующих в некоторых европейских странах. Теоретически такое агентство сможет помочь снижению стоимости займствований и предоставить менее крупным и развитым регионам техническую поддержку при привлечении облигационных займов. Но такой проект будет противоречить бюджетному федерализму, разделению бюджетной ответственности субъектов Федерации. Регионы с кредитным качеством, интересным для инвесторов, способны самостоятельно привлекать средства на рынке. Они не испытывают необходимости в ухудшении своего кредитного качества за счет участия в совместном привлечении средств более слабых заемщиков, а «продажа соучастия» будет стоить дорого. Скорее всего межрегиональное долговое агентство не будет создано в обозримом будущем по причине трудностей законодательного и административного характера. В целом развитие регионов предполагает использование долговых инструментов, но важно повышение транспарентности целей привлечения долгосрочных облигационных займов именно под развитие, привлечение прямых инвестиций (любого происхождения) в регион. Опыт развитых стран и глобального кризиса 2008–2010 гг. указывает на необходимость предотвращения образования опасных «долговых ловушек» для страны на всех уровнях. И, разумеется, важно доведение субфедеральных бюджетных преобразований до естественной полноты и укрепление прав регионов и муниципалитетов и их ответственности за использование своих доходов.

Воздействие кризиса на рынок труда регионов

Удар кризиса неравномерно распределился по различным отраслям и регионам¹. Реакция работодателей на необходимость сокращать издержки на персонал также была разнообразной: одни шли на массовые сокращения, в то время как другие старались как можно дольше удерживать докризисный уровень занятости, отправляли работников в неоплачиваемые и частично оплачиваемые отпуска, переводили на неполную рабочую неделю, принимали участие в программах общественных работ, организуемых региональными и местными органами власти. Региональные администрации, стремясь минимизировать социальный эффект кризиса, воздействовали на крупные предприятия, в особенности имеющие градообразующее значение, с тем, чтобы они избрали вторую стратегию реакции на кризис.

Снижение зарплат также является альтернативой сокращению занятости при возникшей необходимости уменьшения издержек на персонал. Базовая реакция на кризис путем увольнения работников считается либеральной, в то время как сокращение их компенсации при стабильной численности рассматривается как следствие наложения на работодателя социальных обязательств².

Наибольшее внимание аналитиков привлекает вопрос динамики безработицы и ее региональные вариации. Общий взгляд на данную проблему с использованием синтетической классификации регионов (график 31) подтверждает вывод о том, что кризис наиболее остро проявился в группе развитых регионов, где сконцентрированы наиболее пострадавшие отрасли: черная металлургия, автомобилестроение, другие отрасли, зависящие от инвестиционного цикла. Практически не почувствовали кризиса менее развитые регионы, зависящие в первую очередь от АПК, а также от федеральных дотаций.

Однако сама по себе динамика безработицы, рассматриваемая без учета различной структуры занятости в регионах и вне связи с показателями экономической активности, не может помочь найти ответ на ключевой вопрос о реакции работодателей на кризис.

¹ См. главы «Российские регионы: вызовы кризиса и модернизации», «Капиталовложения – региональные аспекты».

² См., например: Какой рынок труда нужен российской экономике (перспективы реформирования системы трудовых отношений) / Под ред. Р. И. Капелюшников. – М.: ОГИ, 2002.