

росте дефицита бюджета из-за увеличения неденежной составляющей бюджетных доходов. Некоторое время дефицит денежных доходов финансировался за счет наращивания государственного внутреннего и внешнего долга и адекватного им роста реальных процентных ставок. Однако накопление дисфункций на финансовых рынках на определенном этапе развития кризиса в экономике взорвало процесс воспроизводства в ее нефинансовом секторе. Данный пример проведения финансовой стабилизации ярко свидетельствует о том, что причины инфляции не могут быть адекватно исследованы, если анализ проводится исключительно в рамках системы монетарных отношений. Очевидно, что практические неудачи "стабилизационного" эксперимента лежат в теоретически неадекватной интерпретации природы отношений транзитивной экономики.

В основе реальных, а не имитационных рыночных реформ лежит процесс уничтожения бюджетных ограничений, что по своему содержанию тождественно уничтожению системы неплатежей и разветвленной системы субсидий. Позитивное решение этих проблем способно создать условия для расширенного воспроизводства, а значит для экономического роста. Кроме того, создание в экономике системы жестких бюджетных ограничений будет способствовать трансформации примитивного продукто-товарного хозяйства в денежно-кредитное. Без данного ключевого звена рыночной экономической системы не удастся создать систему расширенного воспроизводства и долговременного роста ВВП.

Альтернативой низкой или высокой инфляции в условиях неплатежей являются цены спроса и предложения, складывающиеся на конкурентных рынках при оплате всех сделок, совершаемых в экономике только деньгами. Переход к конкурентным формам ценностных отношений возможен в транзитивной экономике лишь при условии проведения в ней глубоких системных рыночных преобразований в соответствии с ее внутренней природой, для чего необходима сильная политическая воля.

Литература

1. *Mises Ludwig von*. The theory of money and credit. Liberty Classics, Indianapolis, 1984.
2. *Фридмен М.* Если бы деньги заговорили... М., 1999.
3. Разрушение системы неплатежей в России: создание условий для устойчивого экономического роста (доклад Всемирного банка) // *Вопр. экономики*. 2000. № 3.

А.Л. ГРИШКЕВИЧ

МУНИЦИПАЛЬНОЕ ЗАИМСТВОВАНИЕ: МОСКОВСКИЙ ОПЫТ

Еще не до конца оправившаяся от кризиса 1998 г. федеральная бюджетная система Российской Федерации сегодня не оставляет иллюзий у региональных и местных органов власти: такие понятия, как дотации, дешевые бюджетные ссуды постепенно уходят в прошлое. Для того чтобы жить и эффективно развиваться, регионы должны искать новые источники финансирования. Поэтому проблема привлечения инвестиций в экономику города, региона, является на сегодня одной из самых актуальных.

Краткий исторический экскурс. Проводимая в рамках экономической реформы региональная политика значительно повысила экономическую самостоятельность регионов, что дает новые возможности в осуществлении экономической политики на местах. При дефицитности большинства региональных бюджетов и отсутствии средств на реализацию инвестиционных программ выпуск муниципальных ценных бумаг является основным механизмом нефискального привлечения средств.

В начале 90-х гг. были сделаны первые попытки привлечь финансовые ресурсы путем выпуска собственных облигаций. В 1992 г. Министерство финансов Рос-

сийской Федерации зарегистрировало лишь 5 проспектов эмиссий займов местных органов власти, в 1993 г. — 8, а в 1994 г. — 28.

Фактическое отсутствие нормативной и понятийной базы, четкой технологии регистрации и инструкций по регулированию эмиссий способствовало затягиванию процесса выпуска субфедеральных и муниципальных облигаций (СМО).

В 1995 г. Министерство финансов Российской Федерации зарегистрировало уже 73 субфедеральных и муниципальных эмиссии, в 1996 г. — 39, в 1997 г. — 313 (почти в 2 раза больше, чем за предыдущие годы вместе взятые). Кризис августа 1998 г. серьезно подорвал развитие муниципальных заимствований, достаточно отметить, что с августа 1998 г. по 1 января 2000 г. Министерство финансов Российской Федерации зарегистрировало лишь 26 условий эмиссии долговых ценных бумаг, 10 субъектов Российской Федерации и 8 муниципальных образований.

Резкий всплеск активности в 1997 г. был связан с изменением макроэкономических условий, прежде всего — со снижением уровня инфляции и реальных процентных ставок, также с улучшившимся восприятием уровня надежности государственных ценных бумаг как среди российских, так и зарубежных инвесторов (в частности, с присвоением России кредитных рейтингов ведущими международными рейтинговыми агентствами), ростом профессионального уровня российских торговых площадок и надежности торговых систем в целом, быстрым развитием рынка страховых инструментов (дериватов) и рядом других факторов. После событий августа 1998 г. рынок СМО, равно как и весь рынок ценных бумаг Российской Федерации, оказался в глубокой “коме”.

Инвестиционно-заемная система Москвы. Москва благодаря своему особому политическому и экономическому положению в Российской Федерации в 1995–1998 гг. стала крупнейшим заемщиком как на внутреннем, так и на внешнем кредитном и финансовом рынках. Высокая концентрация финансовых ресурсов, стабильность политической власти, сбалансированность городского бюджета и столичный статус позволили городу иметь репутацию одного из наиболее надежных заемщиков в Российской Федерации. Для инвесторов это означало отсутствие дополнительных рисков по сравнению с сувереном, а для Москвы — получение наиболее выгодных условий размещения займа.

К плюсам, с точки зрения инвестора, можно отнести также сбалансированность бюджета города в течение нескольких лет. Наблюдалось даже превышение бюджетных доходов над общей суммой расходов, что является большой редкостью для большинства заемщиков — субъектов федерации. Отдельно следует отметить факт создания в Москве инвестиционно-заемной системы (ИЗО) с целью мобилизации дополнительного капитала для развития экономики города и инвестиционное направление заемных средств. Как известно, большинство регионов подрывают доверие инвесторов нецелевым “латанием дыр” в бюджете вырученными от продажи облигаций средствами.

Разный уровень развития регионов предопределил и разные подходы к организации муниципальных заимствований, каждому из которых соответствует свой уровень эффективности. Чаще всего муниципальные займы выпускались фактически для покрытия кассовых разрывов бюджета либо под конкретные инвестиционные программы: жилищные сертификаты, телефонные займы. И только в Москве была создана постоянно действующая инвестиционно-заемная система в целях эффективного использования возможностей финансового и фондового рынков для интенсивного развития города.

Отметим, что ИЗО Москвы уже на практике доказала свою состоятельность. Попробуем кратко охарактеризовать основные принципы функционирования этой системы.

В основе инвестиционно-заемной системы Москвы лежит единый механизм, который, с одной стороны, обеспечивает постоянное привлечение денег путем выпуска обязательств эмитентом — правительством Москвы, а с другой, обеспечивает постоянную подготовку, отбор и реализацию все новых и новых инвестиционных проектов. Функционирование инвестиционно-заемной системы предполагает взаимодействие всех городских органов власти, каждый из которых работает с учетом своей специализации.

В организации работы системы участвуют Московская городская Дума, правительство Москвы и его исполнительные органы.

Правительство Москвы определяет основные направления инвестиционно-заемного процесса в столице, принимает решения о выпуске городских займов, осу-

ществляет общее руководство и контроль за поступлением и расходованием средств финансовых фондов займов.

Московская городская Дума утверждает решения по функционированию инвестиционно-заемной системы в городе, годовые отчеты о поступлении и расходовании средств финансовых фондов займов.

Стратегическое управление московской инвестиционно-заемной системой осуществляет Инвестиционно-экономический совет Москвы, возглавляемый ее мэром. Совет вырабатывает необходимые требования к содержанию проектов, устанавливает критерии их отбора, исходя из параметров займа и рыночной конъюнктуры, а также формулирует требования, предъявляемые к участникам процесса инвестирования контроля. Совет принимает решения по финансированию проектов, обеспечивает возвратность инвестированных средств городских займов.

Комитет муниципальных займов и развития фондового рынка (Москомзайм) осуществляет подготовку материалов и проектов документов, обеспечивающих эту деятельность, а также выполнение решений Инвестиционно-экономического совета по финансированию и управлению реализацией проектов. Формирование нормативной базы инвестиционно-заемного процесса в городе готовится Москомзаймом, Департаментом внешних связей, Департаментом экономической политики и развития города Москвы, Департаментом финансов и Правовым управлением мэрии.

Типы займов и формы выпуска облигаций. Система московских облигационных займов представляет собой сбалансированный комплекс 3-х типов облигационных займов, выпускаемых и размещаемых отдельными эмиссиями, на основе различных по своим характеристикам и свойствам ценных бумаг с учетом интересов города и групп инвесторов: городской облигационный (внутренний) заем, городской облигационный сберегательный заем и облигационный заем Москвы в иностранной валюте.

Общий объем выпуска городских облигационных займов ограничен и не должен превышать предельного размера по всем видам городских заимствований, который определяется ежегодно Законом "О бюджете города Москвы".

Облигации имеют статус государственных ценных бумаг. Внутренний облигационный заем ориентирован на юридических лиц, а сберегательный — на физических лиц.

Облигации внутреннего займа выпускаются со сроком обращения от шести месяцев до пяти лет, номинальной стоимостью, кратной 1000 р., в форме именных бездокументарных ценных бумаг или именных документарных ценных бумаг с обязательным централизованным хранением (учетом). Надо отметить, что облигации были полностью размещены среди инвесторов, основу которых создали крупные российские коммерческие банки и инвестиционные компании. В настоящее время в связи с чередой банкротств многих региональных администраций во многих крупнейших банках введен запрет на работу с муниципальными долговыми инструментами, что не дает возможности правительству Москвы возродить внутренние облигационные займы.

Основные характеристики облигационного сберегательного займа приведены в табл. 1. Доходом по облигациям сберегательного займа являлась разница между ценой продажи и ценой покупки, а также купонный доход. Величина купонного дохода рассчитывалась отдельно для каждого из четырех купонных периодов следующим образом:

$$D = \sum_{j=1}^n K_j D_j / \sum_{j=1}^n K_j,$$

где D — величина купонного дохода, в % годовых; D_j — депозитная трехмесячная ставка крупнейших банков, являющихся ведущими по работе с физическими лицами; K_j — весовой коэффициент банка, определяющий его долю участия на рынке привлечения денежных ресурсов у физических лиц.

Таблица 1. Основные характеристики облигационных сберегательных займов

Эмитент	Дата начала обращения	Форма выпуска	Объем выпуска, млн р.	Номинал, р.	Число купонных выплат в год	Дата погашения	Средняя доходность купонного дохода
Москва	15 апреля 1997 г.	Документарная	100	500	4	15 апреля 1998 г.	19,2675
Москва	15 сентября 1997 г.	На предъявителя	500	500	4	15 сентября 1998 г.	18,875

Общие итоги выпуска и размещения займов можно считать вполне удовлетворительными, так как весь объем займа был реализован полностью. Однако, если учитывать, что перед эмитентом при выпуске облигаций сберегательного займа стояли еще как минимум 2 важные задачи, то вывод об успехе займа становится не столь очевидным.

Во-первых, была поставлена задача привлечь с помощью продажи облигаций средства физических лиц. Однако известно, что около 63 % от всего объема реализованных облигаций первого выпуска были выкуплены самими уполномоченными банками. Так что скорее всего участие населения в размещении займа было минимальным. Кроме того, доходность по облигациям была идентична доходности по вкладам Сбербанка. В коммерческих банках она была еще выше. Таким образом, облигации не стали популярными у населения.

Во-вторых, еще одной задачей эмиссии была реализация за счет привлеченных средств важных для города инвестиционных проектов. Но сроки заимствований не соотносятся со сроками окупаемости проектов. Видимо, вырученные средства использовались для ликвидации кассовых разрывов и не сыграли принципиально важной роли в финансировании этих проектов.

Правительство Москвы активно осуществляет заимствования на внешних рынках путем выпуска еврооблигаций, что обусловлено потребностью привлечения дешевых и долгосрочных финансовых ресурсов.

Займы ориентируются на зарубежных инвесторов и выпускаются в документарной форме. Среди российских физических и юридических лиц облигации не распространяются. До кризиса 1998 г. было размещено 3 выпуска облигационных займов г. Москвы в иностранной валюте: в долларах США (500 млн дол. США), в немецких марках (500 млн марок) и в итальянских лирах (400 млрд итальянских лир) (табл. 2.).

Таблица 2. Фактический объем еврооблигационных займов г. Москвы

Эмитент	Дата начала обращения	Валюта выпуска	Объем выпуска, млн	Купонная ставка	Число купонных выплат в год	Цена размещения, %	Дата погашения	Менеджер займа
Москва	31 мая 1997 г.	дол. США	500	9,5	2	99,8	31 мая 2000 г.	CSFB
Москва	9 апреля 1998 г.	нем. марки	500	9,125	1	99,83	9 апреля 2001 г.	CSFB
Москва	18 мая 1998 г.	итал. лиры	400 000	9,875	1	99,64	18 мая 2001 г.	Chase Manhattan

Несомненным плюсом является то, что стоимость обслуживания московских еврооблигаций сопоставима с условиями, предложенными инвесторами федеральному правительству. Однако срок обращения московских евробондов всех выпусков, составляющий 3 года, ощутимо короче не только выпускавшихся в 1996–1998 гг. еврооблигаций Правительства Российской Федерации, но и 5-летних еврооблигаций Санкт-Петербурга и Нижегородской области.

Ухудшение внешних условий и макроэкономической ситуации в стране в 1998–1999 гг. резко осложнило положение московского правительства. Наиболее серьезной проблемой стало погашение весной – летом 2000 г. большого объема долга и процентных платежей. Рынок невысоко оценивал шансы Москвы погасить долг, что отразилось в цене еврооблигаций. Этим не преминул воспользоваться Москомзайм. Выкупив значительную часть долга до погашения, он с уверенностью погасил первый займ в срок. Этим был создан серьезный прецедент погашения большей части внешнего долга в условиях кризиса, что улучшило имидж Москвы как заемщика. В то же время оставшийся долг остается высоким и правительство Москвы разрабатывает схемы оптимизации долговой нагрузки на бюджет города.

Использование заемных средств эмитентом. Фактически городской инвестиционный портфель, управление которым осуществляется Москомзаймом, включает 3 крупных раздела. Первый – проекты Инвестиционной программы города, выделенные в рамки так называемого “бюджета развития”. Финансирование таких проектов идет через инвестиционные Управления городских комплексов с пообъектным учетом направления средств, при контроле эффективности и целевого их использования. С целью компенсации недостаточной доходности части таких проектов в среднесрочной перспективе обслуживание обязательств Москомзайма по цене привлечения средств займов учтено строкой городского бюджета.

Второй — проекты городской коммерческой программы, относящиеся к категории средне- и высокодоходных (строительство доходного коммерческого жилья, нежилых доходных и торговых помещений, коммерческое гаражное строительство и т. д.).

Третий — коммерческие доходные проекты, включаемые в инвестиционный портфель путем отбора наиболее эффективных инвестиционных предложений городских организаций, комплексов, преимущественно из тех, которые являются составной частью городских программ развития, по финансирование которых предусмотрено за счет средств сторонних инвесторов, а также внебюджетных фондов.

Проекты второй и третьей группы обеспечивают доходность и сроки возвратности, достаточные для устойчивости инвестиционного портфеля в целом. В совокупности инвестиционный портфель является бездоходным и обеспечивает только обслуживание инвестиционно-заемной системы и обязательств перед кредиторами города. Он включает 25 городских инвестиционных проектов, финансируемых на возвратной и платной основе. Общий объем финансирования составил более 13 млрд р.

Управление инвестиционно-заемным процессом. Система управления инвестиционно-заемным процессом базируется на следующих принципах:

1. Создание системы фондов, которые представляют собой сумму средств, находящихся в собственности Москвы и аккумулируемых на счетах, открываемых Москомзаймом в одном из банков Москвы по согласованию с Департаментом финансов. Причем источники формирования фондов и направления их расходования четко регламентированы.

2. Опора при проведении займа на органы управления правительства Москвы совместно с профессиональными участниками фондового рынка и кредитно-финансовыми учреждениями для выполнения функций, связанных с размещением, депозитарным обслуживанием и т. д. Наличие единого координационного органа в лице Москомзайма, который отвечает за комплекс организационных работ при проведении займа.

3. Возможность выпуска целевых займов по инициативе городских органов управления, учитывающих специфику их деятельности. Раздельное ведение учетных операций по каждому из выпущенных долговых обязательств обеспечивает безусловное целевое использование средств на нужды программ, реализуемых органом управления, выступившим инициатором выпуска ценных бумаг. По инициативе органа управления те или иные функции, связанные с вопросами продвижения и обслуживания займа, могут решаться им самостоятельно.

4. Система займов носит целостный характер, который обеспечивает единые подходы к вопросам управления рисками, возникающими при выпуске займов, системам гарантий по отношению к инвесторам и обеспечения займов. В обязательном порядке обеспечиваются единые подходы к принципам заимствования, учитывающие интеграцию экономики города и займов между собой, а также соотношение массы заемных ресурсов с различными показателями городского бюджета и внебюджетных фондов.

5. Наличие единой инфраструктуры, включающей такие системы, как торговая, депозитарного учета, уполномоченных банков и дилеров и т. д., целью которых является продвижение и обслуживание займов, а также финансовых услуг инвесторам, удовлетворяющих единым стандартам качества.

Данный подход обеспечивает минимально возможную административную нагрузку на займы и продвижение на рынок новых типов городских обязательств в сжатые сроки.

В случае срыва графика выплат по инвестиционным проектам или отказа от финансирования отдельных программ недостающая для погашения и обслуживания облигаций сумма предусмотрена специальной статьей бюджета г. Москвы.

Опыт создания и управления московской инвестиционно-заемной системой первый и единственный в России. Разработчики системы считают, что даже за рубежом, где практика муниципальных заимствований имеет весьма долгую историю, не существует прецедентов прямой и явной координации инвестиционного и заемного процессов, обеспечивающих очевидные выгоды и преимущества.

Оценка опыта муниципального заимствования Москвы. Особый статус Москвы как столицы и субъекта федерации, хорошо развитая инфраструктура и высокая концентрация финансовых ресурсов позволили привлечь не только от-

посительно недорогие финансовые ресурсы на внешнем рынке, но получить международный кредитный рейтинг на уровне России. Факт создания и функционирования единственной в Российской Федерации городской инвестиционно-заемной системы с целью мобилизации финансовых ресурсов для развития экономики города только подчеркивают уникальность московского опыта муниципального заимствования. Однако нельзя не отметить ряд негативных моментов в политике заимствования московского правительства.

К основным недостаткам Москвы как заемщика следует отнести погашение и обслуживание ее долга путем рефинансирования. Долгосрочные проекты планировалось поддерживать за счет периодически рефинансируемых краткосрочных заимствований. Этот подход оправдывает себя при ожидаемом снижении процентных ставок, т.е. возможности удешевить кредиты в будущем, как это было в первой половине 1997 г., но при кризисе эти методы опасны. Нельзя не отметить, что сама структура долга Москвы является недостаточно эффективной. Это связано с тем, что срок возмещения половины долгов короче трех лет, поэтому на 1999–2000 гг. пришлось 1780 млн дол. платежей, что несомненно сказалось на финансовом положении города. Кроме того, муниципальный долг оказался очень дорогим, так как средняя ставка обслуживания примерно в 1,5 раза выше, чем по долгу Российской Федерации. Конечно, доходность долга суверенного эмитента всегда ниже, чем доходность эмитентов из этой страны, однако разница очень существенна. Большой объем долга московского правительства сформировался буквально накануне кризиса и произошедшая девальвация многократно увеличила рублевую нагрузку на обслуживание и выплату долга. Естественно, правительство Москвы не могло повлиять на решения августа 1998 г., однако если бы проводилась более осторожная политика заимствований, то долговое бремя было бы намного меньше, тем более, что сложившееся положение в экономике Российской Федерации в 1998 г. ясно указывало на неизбежность краха финансового рынка. Заметим также, что серьезные проблемы с московскими облигациями были и на вторичном рынке. Ликвидность облигаций была низка не только по сравнению с рынком ГКО, но и на фоне других муниципальных бумаг. Например, в первом квартале 1998 г. объем сделок на вторичном рынке ОГВЗ Москвы составлял 15 % от объема сделок облигаций Санкт-Петербурга и 1–1,5% в первом квартале 1999 г., что говорит о нахождении значительных объемах облигаций у финансовых институтов, имеющих связи с московским правительством. Сравнительно невысокая ликвидность облигаций на вторичном рынке вынудила эмитента уменьшать дюрацию в целях поддержания низкой стоимости заимствования. В результате в 1998 г. Москва была на предпоследнем месте по уровню дюрации среди субъектов Российской Федерации. На сегодняшний день нет четкой позиции в отношении внутреннего и внешнего рынка займов, фактически приоритетными стали кредиты банков. Из 8 млрд р. внутреннего долга в начале 2000 г. только 1 млрд приходился на облигации, а остальное — на банковские кредиты. Кроме того, у ряда специалистов вызывает сомнение экономическая целесообразность некоторых дорогих инвестиционных проектов правительства Москвы, например таких, как "Гостинный двор", ТК "Охотный ряд".

Таким образом, если не проводить эффективной долговой политики, направленной на увеличение дюрации долгов, рефинансирования внутренних заимствований, более взвешенной инвестиционной политики, то может произойти резкое снижение расходов, определяющих объем и качество услуг, предоставляемых городом своим жителям.

Несмотря на все проблемы, с которыми сталкивается формирующийся рынок СМО как в Москве, так и в других регионах Российской Федерации, неизбежность его дальнейшего и ускоренного формирования очевидна. Уже в ближайшее время СМО станут одним из наиболее надежных и развитых инструментов финансового рынка, которые не только предоставят потенциальным инвесторам возможность эффективного размещения свободных денежных средств, но и помогут ускорить решение проблем экономического развития регионов.

При всей сложности финансово-экономического положения Республики Беларусь есть еще возможности для развития инвестиционного процесса. Очевидно, что эти возможности существенно ограничены размерами инвестиций и требуют новых концептуальных решений по организации привлечения необходи-

мых средств. В сложившейся ситуации постепенный выход из кризиса на базе структурной перестройки экономики исполнительная власть должна видеть в использовании всех возможностей отечественного финансового рынка, концентрируя свое внимание на инвестиционных возможностях регионов, средств населения, проживающих в них, а также на использовании материальных ресурсов для этих целей, которые находятся в распоряжении местных администраций. Привлечение средств населения посредством выпуска муниципальных займов в качестве инвестиций — очень трудная и хлопотная работа, требующая высокого профессионализма менеджеров эмитента. Но на сегодня это по сути последний резерв, который могут использовать местные органы власти для подъема своей производственной базы и развития региона.