

## РЕГИОНАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА

А. Табах, Д. Андреева

### Долговые стратегии российских регионов

В статье рассматриваются основные инструменты управления долгом, которые используют российские регионы в рамках ограничений, заданных бюджетным законодательством, и политики государственных банков. Проанализированы основные факторы, влияющие на политику заимствования, составлена типология регионов в зависимости от реализуемой долговой стратегии. Отмечено, что снижение экономической активности в перспективе приведет к увеличению долговой нагрузки на региональные бюджеты, а проводимая антикризисная политика позволит скорректировать существующую типологию, снизить зависимость от банковского кредитования.

*Ключевые слова:* регионы России, бюджетная сбалансированность, долговая нагрузка, бюджетные кредиты, региональные облигации, кредитный рейтинг.

*JEL:* H74, R12.

После 2013 г., рекордного по числу дефицитных регионов и совокупному объему бюджетного дефицита<sup>1</sup>, темпам роста регионального и муниципального долга (26,9%), в 2014 г. регионы столкнулись с новыми вызовами макроэкономической среды – снижением доступности кредитных ресурсов, ухудшением кредитных рейтингов, сокращением экономической активности, влекущей за собой снижение объема налоговых поступлений. На фоне роста социальных обязательств (частично компенсированных из федерального бюджета) и расходов на обслуживание долга регионы должны самостоятельно разработать антикризисные меры в рамках бюджетной и долговой политики, привлечь дополнительные источники финансирования. Несмотря на то что в течение 2014 г. бюджетный профицит фиксировался практически в трети российских регионов (в основном экспортноориентирован-

*Tabach Anton Valeryevich* (atabah@ise.ru), к. э. н., доцент НИУ ВШЭ (Москва);  
*Andreeva Darya Aleksееvna*, аспирант географического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова (Москва).

<sup>1</sup> Структурный дефицит региональных бюджетов и бюджетов муниципалитетов достиг 642 млрд руб. (1,1% ВВП), что в 2 раза выше, чем в 2009 г. Только шесть регионов смогли бюджет с профицитом, из них четыре – высокопотенциальные (Челябинская и Краснодарско-Черкесская республики, Республика Алтай и Камчатский край).

ных), итоги года оказались менее оптимистичными: объем бюджетного дефицита регионов и муниципалитетов достиг 448 млрд руб., 11 регионов свели бюджет с профицитом – экспортноориентированные (Ленинградская, Калининградская и Липецкая области), нефтедобывающие (Сахалинская и Тюменская области, включая ХМАО и ЯНАО) и высокопотенциальные (республики Ингушетия и Алтай, субъекты Крымского федерального округа). Региональные власти в период кризиса рассчитывают на масштабную поддержку со стороны федерального бюджета, однако его ресурсы практически исчерпаны. Как будет влиять внешнеэкономическая конъюнктура и как отразится политика федерального центра на кредитовании регионов, каким стратегиями они следовали и какой может быть структура быстрорастущего регионального долга в ближайшие годы?

### Бюджетная сбалансированность и экономический рост: теоретические и практические аспекты

Обеспечение сбалансированности бюджетной системы рассматривается с точки зрения теории бюджетного федерализма, которая определяет децентрализацию как обязательное условие экономического роста. Несмотря на то что классики теории определяли базовые принципы разграничения доходных источников и расходных полномочий между уровнями бюджетной системы (Musgrave, Musgrave, 1984; Oates, 1972), применимость теоретической модели на практике оказалась весьма ограниченной, поскольку она не учитывала фактора, часто противоречащего принципам экономической эффективности и целесообразности: политическую составляющую межбюджетных отношений (Weingast, 1995. P. 4). С конца 1990-х годов исследователи активно изучают роль политических факторов в функционировании бюджетных систем, исследуют причины вертикальных и горизонтальных фискальных дисбалансов, недостатки мягких и жестких бюджетных ограничений, долговые проблемы регионов. Своеобразие таких исследований в научной литературе называют теорией бюджетного федерализма «второго поколения» (Oates, 2005. P. 356; Weingast, 2009. P. 284).

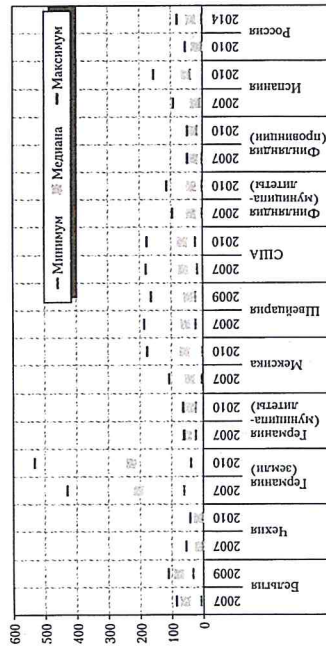
Изначально долговая политика в региональном развитии рассматривалась исключительно как компонент инвестиционной политики (Добсон, 2000. С. 66). Поскольку бюджетные условия на региональном уровне фактически не оставляли никаких излишков для проведения инвестиционной политики, заемный капитал рассматривался как ее основной финансовый ресурс, который окупался за счет доходов будущих периодов. Кроме того, использование регионами свободных рыночных финансовых ресурсов способно в значительной степени снизить нагрузку на федеральном уровне. Однако, давая регионам возможность выйти в «рыночное пространство», необходимо вводить условия, ограничивающие накопление плохих долгов. Данная проблема стала особенно актуальной в развивающихся странах, где накопившиеся долговые проблемы субъектов препятствовали достижению макроэкономической стабильности государства. Это обусловило необходимость внедрения механизмов правового характера,



накладывающих ограничения и санкции для региональных органов власти в случае несоблюдения финансовой дисциплины (ОЕСД, 2012; 2013). Проблемы обеспечения операционных расходов и отсуствие ресурсов на покрытие текущих задач и рефинансирование взятых ранее обязательств, что привело в росту бюджетного дефицита и долга во многих развитых странах. За 2007–2012 гг. уровень бюджетного долга региональных бюджетов стран ОЭСР вырос с 10 до 22% ВВП. При этом территориальное распределение было неравномерным как на уровне стран, так и на уровне субъектов: в Германии совокупный долг земель достиг 27% (при этом долг 3 из 16 земель составил половину долга всех), в автономных общинах Испании — 21% (долг 4 из 17 общин составлял 3/4 совокупного долга), в провинциях Канады — 52% (долг 2 из 10 провинций составлял 3/4 совокупного долга) (рис. 1).

Для снижения бюджетного дефицита и долга центральные правительства большинства стран приняли жесткие фискальные ограничения (утвержденные в Европейской стабилизационной программе-2012): установлены предельные значения бюджетного дефицита и расходов на обслуживание долга, а также отношение долга к ВВП на разных региональных уровнях. В некоторых странах местным законодательством введены дополнительные меры контроля за соблюдением бюджетных ограничений. Например, в Италии с 2011 г. за превышение установленных ограничений применяются дополнительные санкции в виде «замораживания» всех видов расходов на уровне предшествующих трех лет (за исключением расходов на здравоохранение), запрещается выпуск долговых обязательств на инвестиционные цели и ограничивается привлечение банковских кредитов, устанавливаются дополнительные квоты на найм нового персонала. В Германии в 2010 г. для контроля за соблюдением бюджетных ограничений создан Стабилизационный совет.

Отношение долга к доходам региональных бюджетов в странах ОЭСР и России (в %)



Источники: OECD-Hibrary.org, Минфин России, Федеральное казначейство РФ.

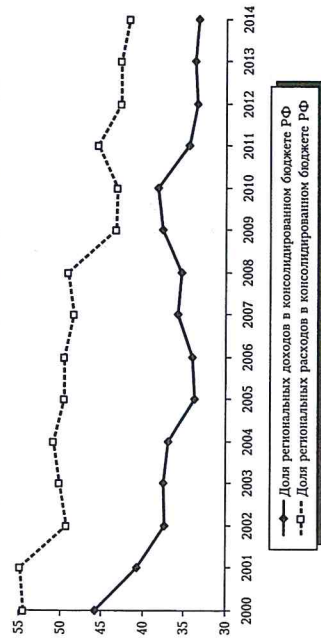
Рис. 1

В некоторых странах бюджетные инвестиции стали ключевым стабилизирующим элементом антикризисной политики. Например, в Скандинавских странах доля бюджетных инвестиций в общем объеме инвестиций увеличилась в среднем на 6 п.п., в странах Восточной Европы — на 13 п.п., в Австралии — на 5 п.п. В других странах бюджетные инвестиции сократились: в Эстонии — на 12 п.п., Ирландии — 7 п.п., Португалии — на 6 п.п. В среднем по странам ОЭСР сокращение составило 1,3 п.п. Страны, в которых доля бюджетных инвестиций в период кризиса выросла, наиболее быстро восстановились после кризиса (Мексика, Австралия, Польша).

Одним из инструментов финансирования инвестиционных программ стало размещение региональных облигаций. Поскольку финансовый кризис серьезно сказался на рейтинге кредитоспособности субъектов, данный финансовый инструмент не использовался в ряде стран, например в Испании и Италии, ввиду стремительного роста доходности облигаций. Но в Германии — вследствие сохранения высокого уровня кредитного рейтинга (AA и выше), а в ряде случаев его повышения (что было исключительным случаем в период финансового кризиса: Баден-Вюртемберг с AA+ до AAA, Саксония-Анхальт с AA- до AA+) — размещение облигаций стало ключевым финансовым инструментом региональной политики.

Бюджетная система Российской Федерации отличается концентрацией финансовых и бюджетных ресурсов на федеральном уровне, превышением доходов федерального бюджета над его расходами и перевышением расходов федерального уровня над их доходами. Избыточную централизацию доходов в условиях децентрализации расходов подтверждает динамика доли субнациональных доходов (до передачи трансфертов) и расходов в консолидированном бюджете Российской Федерации (рис. 2) (De Silva et al., 2009).

Децентрализация доходов и расходов субъектов РФ (в %)



Источники: Федеральное казначейство РФ, информация об исполнении консолидированного бюджета РФ; построено на основании расчетов в: De Silva et al., 2009 (период 2007–2014 гг. — расчеты авторов).

Рис. 2



Поскольку собственных инвестиционных ресурсов в региональных бюджетах было недостаточно, а инвестиции из федерального бюджета концентрировались в определенных субъектах и направлялись на финансирование стратегических проектов, регионы и муниципалитеты для привлечения инвестиций выходили на рынок ценных бумаг. До финансового кризиса 2009 г. размещение облигационных займов было основным инструментом долговой политики субъектов РФ: они составляли 45% совокупного объема долга субъектов и муниципалитетов.

### От финансового кризиса к экономическому: разбалансировка региональных бюджетов

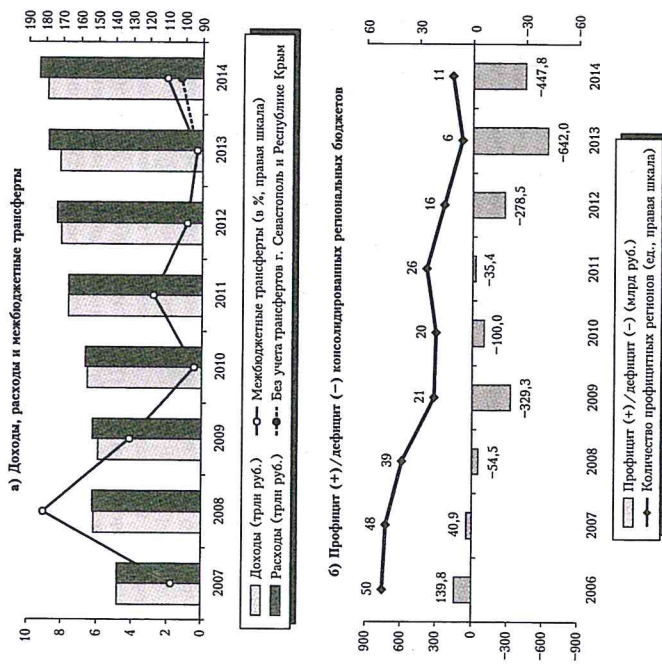
Едва оправившись от финансового кризиса 2008–2009 гг., разбалансированного бюджетную систему регионов и повлекшего за собой форсированное наращивание долговой нагрузки, субъекты столкнулись с новыми проблемами, ограничивающими возможности обеспечить положительный бюджетный баланс. С 2012 г. бюджетные расходы стали расти опережающими темпами по сравнению с доходной частью — в среднем на 3 п. п. — в связи с увеличением расходных обязательств при одновременном сокращении бюджетной поддержки из федерального центра, стагнацией экономики и снижением экономической активности в 2013 г., а также обострением политических отношений и ухудшением экономической конъюнктуры в 2014 г. (рис. 3).

Следует отметить, что первоначально бюджетные планы субъектов<sup>2</sup> на 2014 г. предусматривали менее оптимистичную картину: в абсолютном выражении объем планируемого дефицита регионов на начало 2014 г. составлял 685,8 млрд руб., на конец года — 949,4 млрд руб. (+38%), фактическое исполнение по итогам 2014 г. — 393,2 млрд руб. Все регионы (за исключением высокодоходных — Ингушетии, Северной Осетии и Калмыкии) запланировали бюджет 2014 г. с дефицитом, но после бюджетных корректировок и формирования итоговой версии заголовков о бюджетах число профицитных регионов снизилось до двух — Сахалинской области и Ингушетии. По фактическому исполнению бюджетов число бездефицитных регионов увеличилось до 10 (с учетом консолидации — до 11). Сократить планируемый бюджетный дефицит удалось 63 регионам, в 10 регионах дефицит увеличился (Ивановская, Калужская, Курганская, Магаданская, Томская области, Еврейская АО, Республика Коми, Мордовия, Северная Осетия и Удмуртия).

Увеличение объема принимаемых бюджетных обязательств обусловлено разными факторами, но в первую очередь — необходимостью увеличить социальные расходы в связи с принятыми на федеральном уровне решениями. Несмотря на выделение дополнительных трансфертов из федерального бюджета на эти цели — 2,1 млрд руб. в 2013 и 1,4 млрд в 2014 г., во многих регионах уровень зарплат работников социального сектора остается ниже среднего, что означает

<sup>2</sup> Законы о бюджете субъектов Российской Федерации, выборы — 83 региона (без г. Севастополя и Республики Крым, так как отсутствует база для сопоставления).

### Исполнение консолидированных региональных бюджетов



Источник: Федеральное казначейство, информация об исполнении бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов.

Рис. 3

дальнейший рост расходов по этому направлению. Кроме того, в 2014 г. на 33% выросли платежи по обслуживанию долга. Доля капитальных расходов, осущестляемых за счет региональных бюджетов, сократилась с 22% в 2008 г. до 11% в 2014 г. Экономия на инвестиционных затратах минимизирует возможность расширить доходный потенциал регионов — сфера, наиболее уязвимая в кризисный период.

Несмотря на незначительное увеличение доходов консолидированных бюджетов регионов в 2014 г., ожидать их дальнейшего роста не следует, поскольку его причины имели искусственную природу и единовременный эффект: он вызван добавлением двух новых субъектов в состав страны (+150 млрд руб.), увеличением сборов по налогу на прибыль за счет курсовой разницы в сырьевых экспортноориентированных регионах — последние обеспечили практически 60% роста поступлений по налогу на прибыль, или 139 млрд руб., а также ростом



Поскольку собственных инвестиционных ресурсов в региональных бюджетах было недостаточно, а инвестиции из федеральных бюджета концентрировались в определенных субъектах и направлялись на финансирование стратегических проектов, регионы и муниципалитеты для привлечения инвестиций выходили на рынок ценных бумаг. До финансового кризиса 2009 г. размещение облигационных займов было основным инструментом долговой политики субъектов РФ: они составляли 45% совокупного объема долга субъектов и муниципалитетов.

### От финансового кризиса к экономическому: разбалансировка региональных бюджетов

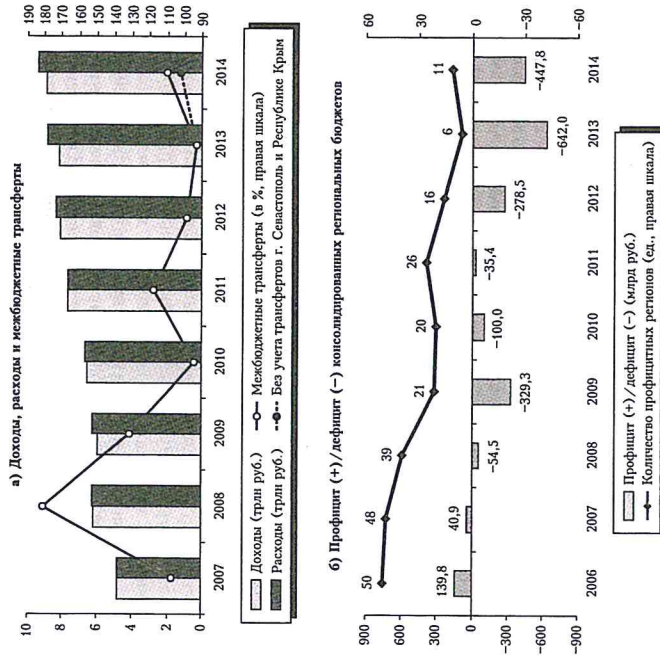
Едва оправившись от финансового кризиса 2008–2009 гг., разбалансированную бюджетную систему регионов и повлекшего за собой форсированное наращивание долговой нагрузки, субъекты столкнулись с новыми проблемами, ограничивающими возможности обеспечить положительный бюджетный баланс. С 2012 г. бюджетные расходы стали расти опережающими темпами по сравнению с доходной частью — в среднем на 3 п. п. — в связи с увеличением расходных обязательств при одновременном сокращении бюджетной поддержки из федерального центра, стагнацией экономики и снижением экономической активности в 2013 г., а также обострением политических отношений и ухудшением экономической конъюнктуры в 2014 г. (рис. 3).

Следует отметить, что первоначально бюджетные планы субъектов<sup>2</sup> на 2014 г. предусматривали менее оптимистичную картину: в абсолютном выражении объем планируемого дефицита регионов на начало 2014 г. составлял 685,8 млрд руб., на конец года — 949,4 млрд руб. (+38%), фактическое исполнение по итогам 2014 г. — 393,2 млрд руб. Все регионы (за исключением высокопотенциальных — Ингушетии, Северной Осетии и Калмыкии) запланировали бюджет 2014 г. с дефицитом, но после бюджетных корректировок и формирования итоговой версии законов о бюджетах число профицитных регионов снизилось до двух — Сахалинской области и Ингушетии. По фактическому исполнению бюджетов число бездефицитных регионов увеличилось до 10 (с учетом консолидации — до 11). Сократить планируемый бюджетный дефицит удалось 63 регионам, в 10 регионах дефицит увеличился (Ивановская, Калужская, Курганская, Магаданская, Томская области, Еврейская АО, Республика Коми, Мордовия, Северная Осетия и Удмуртия).

Увеличение объема принимаемых бюджетных обязательств обусловлено разными факторами, но в первую очередь — необходимость увеличить социальные расходы в связи с принятыми на федеральном уровне решениями. Несмотря на выделение дополнительных трансфертов из федерального бюджета на эти цели — 2,1 млрд руб. в 2013 г. и 1,4 млрд в 2014 г., во многих регионах уровень зарплат работников социального сектора остается ниже среднего, что означает

<sup>2</sup> Законы о бюджете субъектов Российской Федерации, выборка — 83 региона (без г. Севастополя и Республики Крым, так как отсутствуют база для сопоставления).

### Исполнение консолидированных региональных бюджетов



Источник: Федеральное казначейство, информация об исполнении бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов.

Рис. 3

дальнейший рост расходов по этому направлению. Кроме того, в 2014 г. на 33% выросли платежи по обслуживанию долга. Доля капитальных расходов, осуществляемых за счет региональных бюджетов, сократилась с 22% в 2008 г. до 11% в 2014 г. Экономия на инвестиционных затратах минимизирует возможность расширять доходный потенциал регионов — сфера, наиболее уязвимая в кризисный период.

Несмотря на неизбежное увеличение доходов консолидированных бюджетов регионов в 2014 г., ожидать их дальнейшего роста не следует, поскольку его причины имели искусственную природу и одновременный эффект: он вызван добавлением двух новых субъектов в состав страны (+150 млрд руб.), увеличением сборов по налогу на прибыль за счет курсовой разницы в сырьевых экспортноориентированных регионах — последние обеспечили практически 60% роста поступлений по налогу на прибыль, или 139 млрд руб., а также ростом



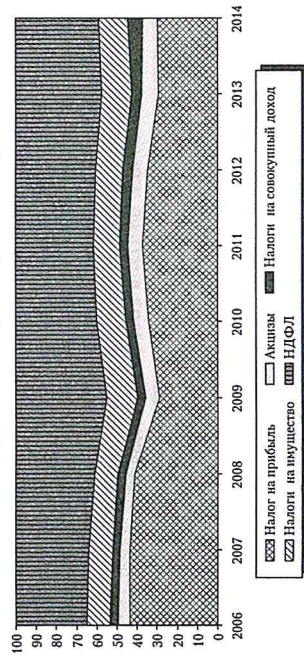
финансовой поддержки со стороны федерального центра за счет двукратного увеличения объема дотаций на сбалансированность.

Реформы налоговой политики в посткризисный период были направлены на восстановление и укрепление налогооблагаемой базы в регионах, совершенствование налогового контроля и администрирования. Бюджеты регионов стали меньше зависеть от налогов с перемещенной налогооблагаемой базы: доля НДС и налогов на имущество в структуре налоговых доходов консолидированных региональных бюджетов с 2006 г. увеличилась на 9 п. п. и в 2014 г. составила 56% (рис. 4). После расширения налогооблагаемой базы налога на имущество вследствие отмены в 2013 г. льгот на отдельные виды инфраструктуры (магистральных трубопроводов, линий электропередачи и железнодорожных путей общего пользования) в некоторых регионах, в частности Ямало-Ненецком автономном округе, объем поступлений по налогу на имущество сравнялся с поступлениями по налогу на прибыль (Табах, Андреева, 2014).

Транспортный налог является региональным сбором, размер и порядок уплаты которого устанавливаются региональными властями, поэтому величина ставки и поступлений может сильно различаться в субъектах: например, в 2013–2014 гг. ставка в Воронежской области варьировала от 7 до 150 руб. за л. с., в Чечне — от 0 до 15 руб., а величина поступлений различалась в 50 раз. (Количество автомобилей на 1000 человек населения, ежегодно оцениваемое аналитическим центром «Альфа страхование», составляло 255 в Воронежской области и 113 — в Чечне.)

Институт консолидированных групп налогоплательщиков, созданный в 2012 г. для перераспределения платежей по налогу на прибыль в регионы, где ведется фактическая деятельность предприятий, на фоне нестабильной макроэкономической ситуации пока не дал ожидаемого эффекта (рис. 5). Кроме того, получили право суммировать прибыль и убытки компаний группы, холдинги стали манипулировать объемом

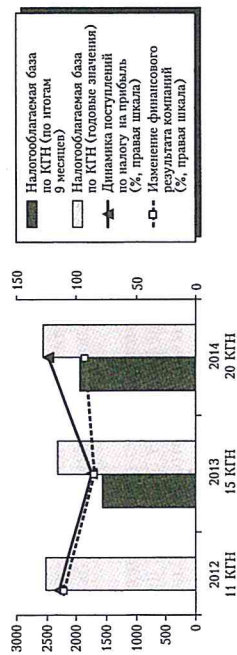
Структура налоговых доходов консолидированных бюджетов регионов (%)



Источники: Федеральное казначейство РФ, информация об исполнении бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов.

Рис. 4

Прибыль и налоговые поступления по консолидированным группам налогоплательщиков (млрд руб.)



Источник: ФНС, Росстат.

Рис. 5

прибыли в разных регионах (применяя возможные льготы по налогу на прибыль, зачисляемому в региональный бюджет). В результате налогооблагаемая база сократилась, что привело к недопоступлению налоговых доходов. Наибольших объемов они достигали в высокодоходных регионах — Москве, Красноярском крае, Санкт-Петербурге, Тюменской области, ХМАО.

На динамику поступлений по налогу на прибыль повлияло законодательное нововведение — начисление амортизации по объектам основных средств, права на которые подлежат государственной регистрации<sup>3</sup>, что позволило сократить налогооблагаемую базу. Так, после ввода в эксплуатацию объектов по крупным инвестиционным проектам газовой отрасли (в рамках строительства магистрального газопровода Ямал — Европа) в 2013 г. на 400 млрд руб. увеличились расходы на амортизационные отчисления, в результате чего недопоступление по налогу на прибыль составило 68,2 млрд руб.

### Основные инструменты долговой политики и их использование регионами

В соответствии с Бюджетным кодексом РФ (ст. 99), долговые обязательства могут существовать в виде бюджетных кредитов, кредитов кредитных организаций, государственных ценных бумаг и государственных гарантий. Их принято разделять на рыночные (ценные бумаги, банковские кредиты) и нерыночные (бюджетные кредиты) заимствования в зависимости от источника финансирования.

Привлечение бюджетных кредитов предполагает оформление заявки на предоставление кредита, ее рассмотрение в Министерстве финансов и проверку на соответствие заявленным целям. Согласно ст. 93 Бюджетного кодекса РФ, бюджетные кредиты могут быть предоставлены на частичное покрытие дефицита бюджета, покрытие временного

<sup>3</sup> В соответствии с Федеральным законом от 29.11.2012 № 206-ФЗ.



касового разрыва, на ликвидацию стихийных бедствий и техногенных аварий (до 2014 г. также на строительство и реконструкцию дорог, реализацию комплексных программ развития дошкольных образовательных учреждений и ликвидацию последствий засухи). С 2013 г. введен новый вид бюджетных кредитов — на пополнение остатков, выдаваемых на срок до 30 дней для повышения ликвидности бюджетов (ФЗ от 07.05.2013 № 104-ФЗ).

Привлечение банковских кредитов не требует прохождения дополнительных административных процедур и имеет целью, как правило, покрытие текущих кассовых разрывов. При этом выбор банка для предоставления кредитных ресурсов требует проведения процедур, предусмотренных федеральным контрактным законодательством, и не позволяет производить срочное привлечение средств. Как правило, регионы один или несколько раз в год проводят конкурсы на предоставление кредитных линий с фиксированными либо плавающими процентными ставками. В силу высокой подвижности процентных ставок (зависящих от политики ЦБ РФ по предоставлению ликвидности) банки предпочитают предоставлять кредиты на срок не более года и возобновлять их по рыночным процентным ставкам. Такая ситуация создает для регионов дополнительные риски, связанные с рефинансированием по более высоким ставкам в тяжелые для бюджета моменты. На данном рынке доминируют крупнейшие банки, контрольные пакеты которых принадлежат государству (Сбербанк и ВТБ), а также отдельные региональные банки в своих регионах.

Рынок ценных бумаг является перспективным для развития инструментом долговой политики регионов, где они могут привлекать денежные ресурсы на рыночных условиях, размещая региональные и муниципальные облигации. В настоящее время доступ на рынок определяется законом «О рынке ценных бумаг» и неформальными критериями — наличием кредитного рейтинга и т. д. Региональные облигации имеют преимущество при включении в Ломбардный список ЦБ РФ и сниженные дисконты при операциях РЕПО с ЦБ РФ, что способствует повышению спроса на данные инструменты со стороны банков. Следует отметить, что при достаточно высоких кредитных рейтингах выпуски региональных облигаций не отличаются высокой ликвидностью. Большинство регионов (за исключением Москвы и Красноярского края) выходят на рынок не чаще одного раза в год. С повышением ликвидности крупных выпусков спрос их доходности по отношению к высоколиквидным ОФЗ может сократиться на 50–100 б. п.

Несмотря на двукратное увеличение совокупной задолженности консолидированных региональных бюджетов за период 2010–2014 гг., в некоторых субъектах объем долга сократился, более всего в Москве (на 81,3 млрд руб.) и Московской области (на 60 млрд руб.), где были «свернуты» масштабные программы заимствований (преимущественно облигационных). Уменьшились межрегиональные различия в уровне долга и долговой нагрузки, которая достигла 33% в 2014 г.: в большинстве регионов уровень приближается к критическим значениям (табл. 1).

Мягкие бюджетные ограничения привели к накоплению нерыночной задолженности: доля бюджетных кредитов в долговом портфеле ре-

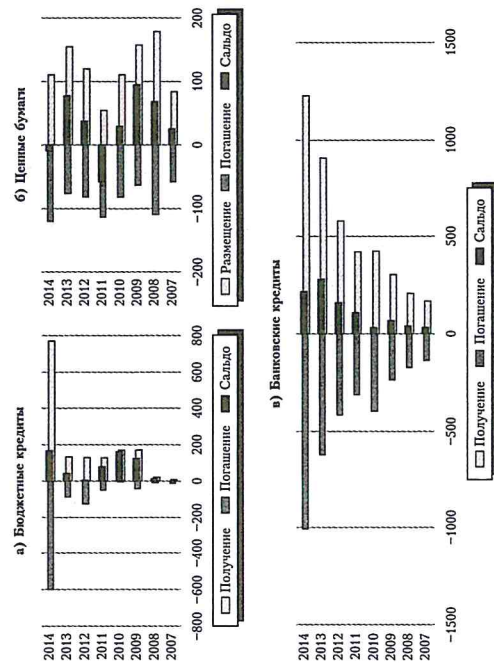
Т а б л и ц а 1

Долговая нагрузка регионов		Число регионов					
		2010	2011	2012	2013	2014	
Объем долга, в % от собственных доходов		25	16	18	11	12	
Менее 15		21	24	18	12	7	
15–30		22	27	28	24	17	
30–50		15	16	19	36	47	
Более 50							

Источник: Федеральное казначейство, информация об исполнении бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов.

гионов увеличилась практически в 5 раз: с 7% в 2008 г. до 31% в 2014 г. Объем предоставленных бюджетных кредитов с 2009 г. превышает объем их возврата<sup>4</sup>, поскольку регионы не имели достаточных ресурсов для выплаты по обязательствам, более половины регионов получили от федерального центра возможность пролонгировать и реструктурировать обязательства. В 2011–2012 гг. при разработке Минфином России «Основных направлений долговой политики» был взят курс на замещение бюджетных кредитов рыночными заимствованиями (рис. 6).

Использование основных инструментов долговой политики (млрд руб.)



Источник: Федеральное казначейство, информация об исполнении бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов.

Рис. 6

<sup>4</sup> Учтены, что бюджетные кредиты выдаются на три года.



Как следствие, началось оживление на рынке региональных и муниципальных облигаций, вырос объем банковского кредитования. Однако в 2013 г. обозначившиеся проблемы — отрицательная динамика экономических показателей, недостижение плановых значений по собираемости налоговых доходов при снижении межбюджетных трансфертов из федерального центра — обусловили разработку дополнительных мер финансовой поддержки регионов (в том числе новый вид бюджетных кредитов — так называемые «казначейские кредиты» для повышения ликвидности бюджетов, выдаваемые на пополнение остатков), а также уменьшение ставки кредитования до символического уровня (в 2013 г. до 1/3 ставки рефинансирования ЦБ РФ ( $\approx 2,75\%$ ), в 2014 г. — до 0,1%). Фактически бюджетные кредиты стали бесплатными для регионов.

Снижение доступности банковских кредитов (в связи с повышением ставок) и проблемы на фондовом рынке (из-за трудностей при размещении облигаций) отразились на долговой политике региональных бюджетов: еще до значительного увеличения ключевой ставки ЦБ РФ 16 декабря по итогам 11 месяцев объем погашения по банковским кредитам превышал объем привлечения, что фактически подтверждало кризис банковской ликвидности. Однако по итогам года saldo было положительным: только за декабрь регионы привлекли порядка 400 млрд руб. (примерно половину годового объема привлечения) на покрытие кассовых разрывов. Сальдовый результат размещений на рынке ценных бумаг впервые с 2011 г. стал отрицательным, что было обусловлено погашением крупных обязательств Москвы и Московской области, сокращением объема размещения на 29% по сравнению с предыдущим годом. Повышение ключевой ставки ЦБ РФ на 1000 б. п. за период с 1 марта по декабрь 2014 г., закрытие внешних рынков для российских госбанков привели к существенному сужению возможностей привлечения средств. Ставки, по которым регионы привлекали средства в 2014 г., на 300–500 б. п. выше уровней 2013 г. (табл. 2). В то же время на рынке региональных и муниципальных обязательств появились «новички»: города — областные административные центры (г. Омск) и крупные городские округа (г. Волжский), Магаданская область.

Во втором полугодии 2014 г. и в 2015 г. федеральные ведомства неоднократно обсуждали и принимали меры, направленные на стабилизацию долговой нагрузки регионов в условиях ограниченной доступности рыночных источников финансирования. В федеральном бюджете были зарезервированы дополнительные средства на рефинансирование

Региональные облигации в 2013–2014 гг.

Регион	2013		2014	
	% купона	объем эмиссии, млрд руб.	% купона	объем эмиссии, млрд руб.
Омская область	7,85	5	12,3	5
Новосибирская область	8,00	5	11,4	7
Волгоградская область	7,3–8,3	2	9,75–10,75	5
Липецкая область	6,9–9,4	3	10,5–11,25	5

Источник: Финансовое информационное агентство Слондс.

региональных долгов и предоставление дополнительных кредитных ресурсов. В I квартале ситуация была наиболее тяжелой: некоторые регионы заключали кредитные соглашения на покрытие кассовых разрывов по ставкам 25%. После снижения ключевой ставки ЦБ РФ доступность финансовых ресурсов постепенно возросла. В результате антикризисных мер по итогам первого полугодия доля банковских кредитов в структуре долга снизилась на 5 п. п. (с 45 до 40%). С июня 2015 г. возобновились масштабные заимствования регионов у банков (темпы привлечения кредитов на 7–10% выше, чем в 2014 г.). Следует отметить, что региональные заемщики используют долгосрочные договоры о предоставлении кредитных ресурсов, оставшиеся от предыдущих периодов, поэтому стоимость пока относительно невысока.

В условиях ограниченного доступа к традиционным источникам финансирования бюджетного дефицита (облигации, бюджетные и банковские кредиты) регионы в последние три года стали вновь использовать дополнительный ресурс — доходы от приватизации (+87 млрд руб., или +213% в 2013 г.). Преимущественно такой рост в 2013 г. обусловила политика Москвы, где доходы от приватизации МОЭК послужили «подушкой безопасности» для бюджета. Но и другие регионы, реализуя программы приватизации, направляют вырученные средства на покрытие дефицита, сокращая спрос на долговое финансирование.

Использование времени свободных средств на депозитах также применяется регионами, имеющими свободные денежные средства. Этот инструмент в течение 2014 г. использовали 57 регионов, в результате удалось привлечь 281 млрд руб. на покрытие бюджетных дефицитов (из них 66% приходится на доходы Москвы, имеющей наибольший объем свободных резервов).

Для использования рыночных инструментов долговой политики необходимо наличие кредитного рейтинга эмитента. Кредитное качество российских регионов определяют три международных рейтинговых агентства: Moody's, Standard & Poor's и Fitch Ratings. К концу 2014 г. кредитный рейтинг имел 51 субъект.

Когда в апреле 2014 г. суверенный кредитный рейтинг России был снижен рейтинговым агентством S&P на фоне обострения внешнеэкономической ситуации, перестали повышать и кредитные рейтинги регионов. Затем ситуация обострилась: в октябре 2014 г. рейтинг страны снизил Moody's, в январе 2015 г. — Fitch. Вслед за этим все рейтинговые агентства понизили кредитное качество более 20 субъектов, ранее входивших в категорию с самым высоким — инвестиционным — уровнем рейтинга (рис. 7).

### Типология регионов

На основе анализа эмпирических данных была составлена типология регионов по сочетанию определенных признаков:

- структура долгового портфеля, сложившаяся к концу 2014 г.;
- уровень долговой нагрузки на бюджет, определенный как соотношение долга и собственных доходов бюджетов;







Список литературы / References

Добсон Э. (2000) Долг и инвестиции для субъектов Российской Федерации. М: Институт экономики переходного периода. [Dobson E. (2000) Debt and investments for the subjects of the Russian Federation. Moscow: Institute for the economy in transition. (In Russian).]

Таббах А., Андреева Д. (2014). Долговая политика и бюджетная политика уральских регионов: особенности и перспективы // Вестник УрФУ. Серия: Экономика и управление. № 6. С. 96–107. [Tabakh A., Andreeva D. (2014). Debt policy and fiscal policy of the Ural region: features and prospects. *Vestnik UrFU. Seriya: Ekonomika i Upravlenie*, No. 6, pp. 96–107. (In Russian).]

De Silva M. O., Kuriyandskaya G., Andreeva E., Golovanova N. (2009). Intergovernmental reforms in the Russian Federation: One step forward, two steps back? Washington, DC: World Bank.

Musgrave R., Musgrave P. (1984). *Public finance in theory and practice*. N.Y.: McGraw-Hill.

Oates W. (1972). *Fiscal federalism*. N.Y.: Harcourt Brace Jovanovich.

Oates W. (2005). Towards a second generation theory of fiscal federalism. *International Tax and Public Finance*, Vol. 12, No. 4, pp. 349–374.

OECD (2012). *Reforming Fiscal Federalism and Local Government*. Paris: OECD Publ.

OECD (2013). Sub-national finances and fiscal consolidation: Walking on thin ice. *OECD Regional Development Working Papers*, No. 2013/02.

Weingast B. (1995). The economic role of political institutions: Market-Preserving federalism and economic development. *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 11, No. 1, pp. 1–31.

Weingast B. R. (2009). Second generation fiscal federalism: The implications of fiscal incentives. *Journal of Urban Economics*, Vol. 65, No. 3, pp. 279–293.

Debt Strategies of Russian Regions

Anton Tabakh<sup>1,\*</sup>, Daria Andreeva<sup>2</sup>

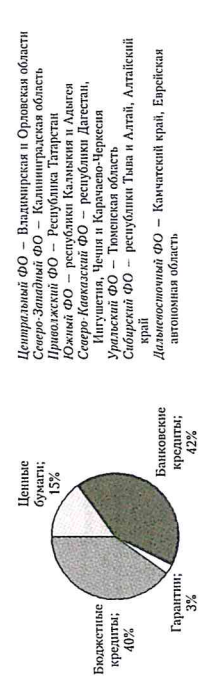
*Authors' affiliations:* <sup>1</sup>National Research University Higher School of Economics (Moscow, Russia); <sup>2</sup>Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia).  
\*Corresponding author, email: atabakh@hse.ru.

The article considers debt management practices by Russian regions and municipalities, within a framework set by federal budgetary legislation and practices of state-controlled banks. Key drivers of regional and municipal debt policy are analyzed, and Russian regions are stratified by their debt policy. Current recession is likely to produce higher level of regional debt and changes in its structure, lowering reliance on market funding and decreasing variations in pursued debt policy.

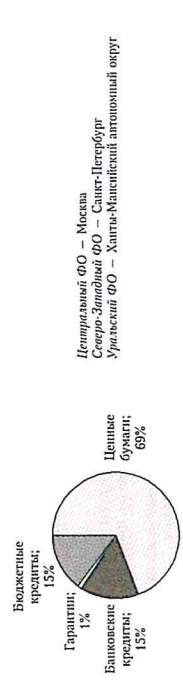
*Keywords:* Russian regions, fiscal balance, debt management, interbudgetary loans, municipal bonds, credit ratings.  
*JEL:* H74, R12.

А. Таббах, Д. Андреева

ном целевыми субсидиями, например Татарстан и Калининградская область. В структуре их долгового портфеля преобладают нерыночные заимствования — бюджетные кредиты, в бюджетах высока доля трансфертов из федерального бюджета.



Тип VI — Качественный. Для этих регионов характерны отсутствие острой необходимости в заимствованиях, опора на рынок облигаций, возможность международных заимствований (до введения санкций), низкий уровень долговой нагрузки и высокие кредитные рейтинги.



\* \* \*

По данным об исполнении бюджетов за первое полугодие 2015 г., совокупный дефицит консолидированных бюджетов субъектов РФ оценивается на уровне 700 млрд руб. Регионы и муниципалитеты отреагировали на неблагоприятную внешнюю обстановку утверждением более высоких уровней предельного дефицита в бюджетах на текущий год — в среднем на уровне 10% бюджетных доходов. Снижение доли ступенчатых рыночных инструментов долгового финансирования в связи с повышением ставок и проблемами на фондовом рынке уже отразилось на долговой политике регионов, повысив привлекательность прямого кредитования из федерального бюджета. Однако такая зависимость крайне нежелательна для федерального бюджета и скорее всего вызовет принятие контрмер. Долговая политика регионов также становится более однородной: увеличивается число регионов со сбалансированным долговым портфелем. У регионов с высокорискованной структурой долга банковская задолженность активно рефинансируется бюджетными кредитами, в результате они сдвигаются в сторону долговых портфелей «нерыночного» типа, который можно будет разделить на два подвиды по уровню долговой нагрузки. Число регионов с качественным долгом вряд ли изменится в ближайшие годы.