

2.5. Российские финансовые рынки

2.5.1. Рынок государственного долга

По итогам 2006 г. объем государственного внутреннего долга РФ в ценных бумагах вырос примерно на 20,8% – с 851,15 до 1028,04 млрд руб. (в долях ВВП произошло незначительное снижение долга – с 3,94 до 3,86% ВВП) (табл. 25).

Таблица 25

Государственный внутренний долг РФ (млрд руб.)

Виды ценных бумаг	На 01.01.2006	На 01.01.2007
ГКО	0,02	0,00
ОФЗ-ПК	0,001	0,00
ОФЗ-ПД	123,64	205,62
ОФЗ-ФК	131,13	94,83
ОФЗ-АД	596,33	675,16
ГСО-ППС	0,00	0,42
ГСО-ФПС	0,00	52,00
Всего	851,15	1028,04

Источник: Министерство финансов РФ.

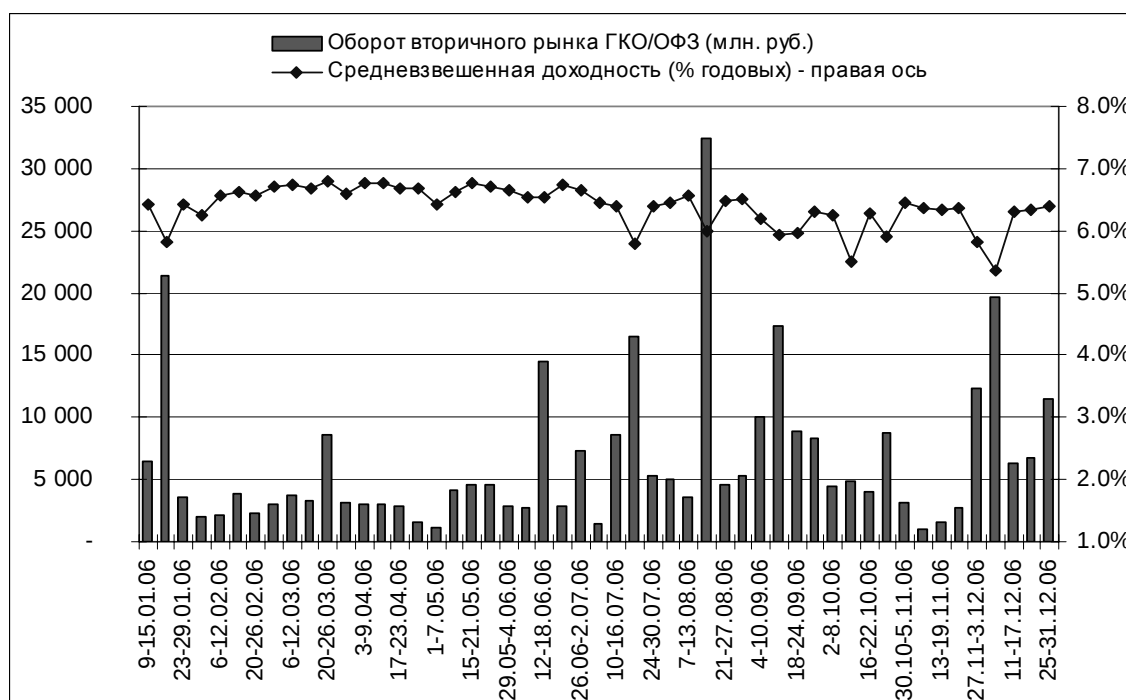
За первые три квартала 2006 г. объем государственного внешнего долга РФ (органы государственной власти и органы денежно-кредитного регулирования) сократился с 82,3 до 54,7 млрд долл. (по данным ЦБ РФ). Таким образом, снижение абсолютной суммы внешней задолженности органов власти РФ составило 33,5%. В то же время частный сектор (банки и прочие секторы) увеличил свою задолженность перед нерезидентами за этот же период со 175,1 до 214,0 млрд долл. (+22,2%). Таким образом, суммарный внешний долг РФ по итогам 9 месяцев 2006 г. вырос с 257,4 до 268,6 млрд долл.

Внутренний долг

В 2006 г. на рынке рублевого государственного долга не наблюдалось столь существенного падения средневзвешенной доходности, какое было зафиксировано годом ранее. Так, по данным на закрытие торгов 29 декабря 2006 г., средневзвешенная доходность снизилась до 6,39% годовых против 6,42% годовых на начало 2006 г. (рис. 12). При этом вплоть до июля ситуация на рынке оставалась достаточно стабильной, тогда как на протяжении второй половины года волатильность несколько возросла. Если до июля средневзвешенная доходность колебалась в среднем от 6,24% до 6,79% годовых, то в двух последних кварталах года диапазон изменения расширился и составил 5,36–6,57% годовых. Отдельно отметим, что активность инвесторов в 2006 г. несколько снизилась по сравнению с показателями за 2005 г. Так, суммарный оборот торгов рынка ГКО-ОФЗ в 2006 г составил около 333,04 млрд руб. против 355,07 млрд руб. в 2005 г.

При этом на фоне некоторого снижения суммарного оборота по итогам 2006 г. наблюдалось снижение и средненедельных показателей, которые составили около 6,5 млрд руб. против 6,9 млрд руб. в 2005 г. Максимальный не-

дельный объем торгов в 2006 г. составил около 32,36 млрд руб. (около 24,2 млрд руб. в 2005 г.), минимальный – около 993,8 млн руб. (около 1 млрд руб. в 2005 г.). Таким образом, в прошедшем 2006 г. на рынке рублевых государственных облигаций наблюдалось некоторое снижение объемов торгов по сравнению с предыдущим годом, несмотря на превышение показателей максимального оборота торгов.



Источник: ИА «Финмаркет», расчеты авторов.

Рис. 12. Динамика рынка ГКО–ОФЗ в 2006 г.

Анализируя динамику рынка, можно выделить несколько периодов, когда характер движения котировок различался. Так, в начале года, после краткосрочного снижения до 6% годовых, средневзвешенная доходность ГКО-ОФЗ постепенно росла, после чего стабилизировалась на уровне около 6,5–7% годовых. Это продолжалось вплоть до середины июля, после чего на рынке сформировался умеренно негативный тренд в динамике доходности с краткосрочными колебаниями в обе стороны. Остановимся несколько подробнее на месячной динамике рынка государственного рублевого долга.

Так, на протяжении первого месяца 2006 г. наблюдались периоды как роста, так и снижения котировок, в результате чего по итогам месяца изменения доходности оказались незначительными. Ситуация с ликвидностью была достаточно благоприятной, а на первичном рынке прошел лишь один аукцион. Также в январе правительство одобрило программу внутренних заимствований на 2006 г., в соответствии с которой общий объем ОФЗ был запланирован на уровне 186 млрд руб. На 2005 г. объем внутренних заимствований прогнозировался на уровне 258,9 млрд руб., тогда как фактически

было размещено бумаг на 182,3 млрд руб. Связанным с этим событием стало совещание участников рынка, организованное Минфином РФ и ММВБ при участии Национальной фондовой ассоциации, на котором Минфин подтвердил приверженность политике, направленной на развитие рынка внутренних заимствований за счет выпуска 3-, 5-, 10- и 15-летних ОФЗ. При этом также было заявлено о готовности отказаться от практики искусственного завышения доходности по размещаемым бумагам, которая может даже оказаться ниже заложенной в федеральный бюджет. Потребность Минфина во внутренних заимствованиях снижается, поэтому и необходимость предоставления премии по размещаемым выпускам отпадает.

Месяцем позже значительная часть операций инвесторов сместилась на первичный рынок, вследствие чего спрос на размещаемые бумаги в несколько раз превышал предложение. Однако по ряду выпусков наблюдалось несоответствие ценовых параметров спроса и предложения, поэтому размещение по отдельным выпускам прошло не в полном объеме. В то же время изменение котировок на вторичном рынке было незначительным, цены менялись в узком диапазоне. В целом поддержку рынку оказывали стабильный курс рубля с незначительной тенденцией к укреплению по отношению к доллару США, а также достаточный уровень ликвидности в банковском секторе. Напротив, давление на цены оказывали инфляционные ожидания, поскольку только по итогам первых двух месяцев потребительские цены выросли на 4,1%, заметно превысив официальные прогнозы. Общеэкономическая ситуация также ухудшилась, о чем свидетельствовало падение показателей ВВП, промышленного производства, инвестиционной и торговой активности за первый месяц прошлого года по отношению к декабрю 2005 г.

В марте инфляционные ожидания лишь усилили свое негативное влияние на рынок, поскольку только по итогам первых трех месяцев года инфляция составила около 5% при прогнозных 7–8,5% к концу года. В связи с этим МЭРТ был вынужден скорректировать целевые показатели до 8–9%, тогда как Минфин РФ не исключал возможности повышения потребительских цен на 10% по итогам 2006 года. Все это, очевидно, закладывалось в доходность бумаг и приводило к снижению рыночных котировок. Сложности с ликвидностью в банковском секторе дополнительно давили на цены. Вместе с тем одним из антиинфляционных механизмов, применяемых ЦБ РФ, является номинальное укрепление эффективного курса рубля. Но этот фактор, напротив, является фактором поддержки для рублевых активов, поэтому в целом за месяц доходность бумаг несколько выросла по сравнению с уровнями, достигнутыми в конце февраля.

Дальнейшее ухудшение ситуации с денежной ликвидностью и по-прежнему высокие инфляционные ожидания оказывали более сильное влияние на цены рублевых государственных облигаций, нежели укрепление курса рубля по отношению к доллару США. Правительством был предложен перечень антиинфляционных мер, который должен был сдерживать относительно более высокий, чем предполагалось ранее, рост цен в экономике. Некоторое

снижение уровня доходности произошло в мае. На первый план вышли факторы денежной ликвидности, которая заметно выросла по сравнению с предыдущими периодами, укрепление рубля по отношению к доллару США, а также снижение инфляционных ожиданий из-за замедления темпов роста потребительских цен (рост цен в мае составил всего 0,5% против 1,4% в мае 2005 года). Первичный рынок также находился в относительно благоприятной ситуации: аукционы по размещению государственных облигаций прошли успешно.

В июне цены большинства торгуемых выпусков изменились незначительно. Если в начале месяца на рынке преобладал умеренно негативный тренд в движении котировок, то в конце июня цены несколько скорректировались. Поддержку рынку оказала информация о полном погашении долга РФ перед Парижским клубом кредиторов, что позволяло сэкономить на процентных выплатах около 7,7 млрд долл. Инфляция также продолжала снижаться: потребительские цены выросли на 0,3% против 0,5% в мае. Дополнительным фактором стабилизации рынка рублевого госдолга можно рассматривать либерализацию валютного законодательства РФ, которая была намечена на 1 июля 2006 г. и уже могла учитываться инвесторами при принятии решений относительно структуры инвестиционных портфелей.

Рост котировок продолжился до конца июля, благодаря чему средневзвешенная доходность по ГКО-ОФЗ впервые с января опустилась ниже 6% и составила около 5,8% годовых. При этом, как можно заметить из *рис. 12*, снижение доходности сопровождалось заметным увеличением объемов торгов. Основные факторы столь благоприятной динамики – стабилизация внешнего долгового рынка, высокая ликвидность, укрепление рубля, либерализация валютного регулирования. Достаточно благоприятная ситуация наблюдалась и на протяжении августа-сентября, несмотря на то, что доходность все-таки вернулась на уровень выше 6% годовых. При этом объем вторичных торгов достиг максимального уровня за все предыдущие месяцы 2006 г. Помимо традиционных факторов роста котировок в сентябре свою роль сыграл факт повышения суверенного рейтинга РФ.

Некоторый рост доходности наиболее ликвидных выпусков был зафиксирован в октябре, что, однако, не сопровождалось масштабными продажами бумаг. Определенное влияние на соотношение спроса и предложения оказали комментарии ряда официальных лиц о неблагоприятном влиянии чрезмерного укрепления рубля на экономику РФ. В частности, министр финансов РФ заявил, что дальнейшее укрепление рубля негативно скажется на российской экономике и может привести к девальвации рубля после 2009 г. Снижение ликвидности в банковском секторе дополнительно способствовало росту доходности. Лишь заметное укрепление рубля по отношению к доллару США способствовало тому, что к концу ноября котировки рублевых государственных облигаций заметно выросли, даже несмотря на некоторые проблемы с ликвидностью. Рост продолжился вплоть до конца года, в результате чего доходность наиболее ликвидных рублевых облигаций снизилась. Основными

факторами поддержки стали ожидаемые высокие темпы роста экономики по итогам 2006 г. и снижение инфляции. Тем не менее достаточно большой объем первичного предложения на рынке корпоративных облигаций, которые характеризуются более высоким уровнем доходности, некоторое ухудшение ситуации в сегменте российского валютного долга не позволяли бумагам в полной мере реализовать сформировавшийся к концу года потенциал роста.

В течение 2006 г. Министерство финансов РФ успешно провело 34 аукциона по размещению ГКО–ОФЗ суммарным объемом около 208,1 млрд руб. (в 2005 г. было проведено 20 аукционов объемом около 165,7 млрд руб.). При этом фактический объем размещения составил 188,6 млрд руб. Уровень доходности по средневзвешенной цене на аукционах варьировался от 6,08 до 7,06% годовых (в 2005 г. диапазон колебаний доходности составлял 6,22–8,85% годовых). То есть в 2006 г. наблюдался существенный рост объема государственных заимствований на внутреннем рынке, чем годом ранее, при заметном снижении уровня доходности. По состоянию на 28 декабря 2006 г. объем рынка ГКО–ОФЗ составлял 875,6 млрд руб. по номиналу и 879,3 млрд руб. по рыночной стоимости. Дюрация рыночного портфеля ГКО–ОФЗ составляла 5,46 года.

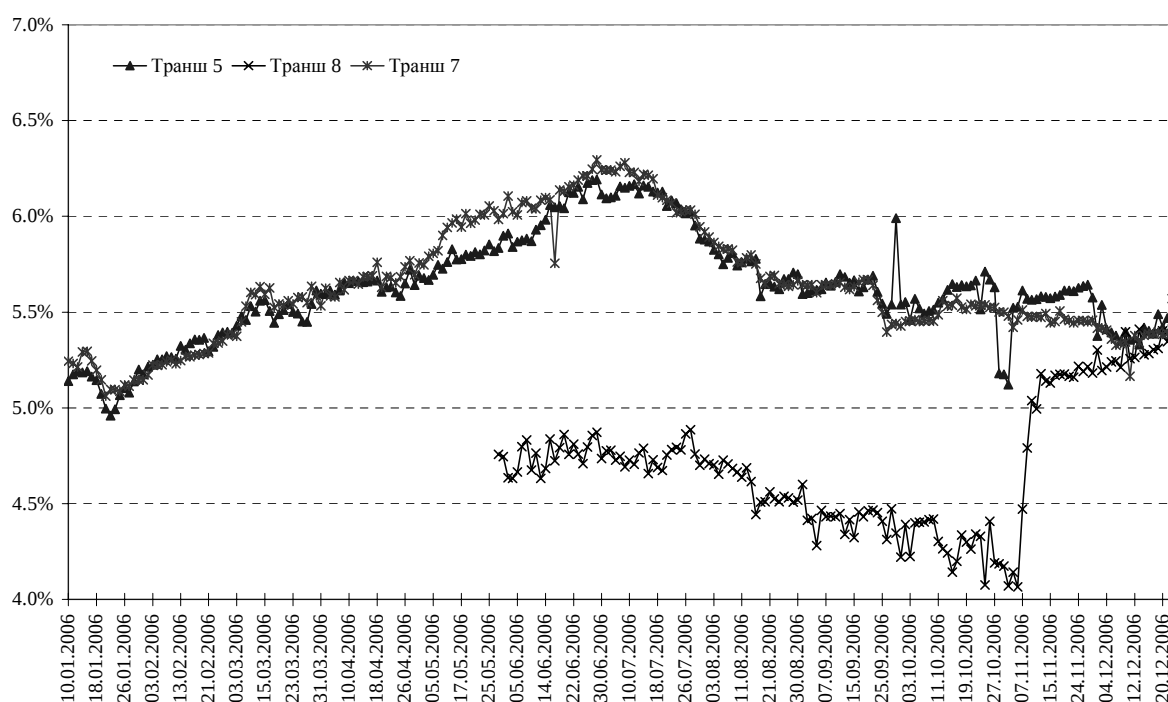
Внешний долг

По результатам 2006 г. на рынке валютных облигаций по большинству торгуемых бумаг наблюдался рост доходностей (*рис. 13, 14*). В частности, на конец декабря 2006 г. доходность бумаг 5-го транша ОВВЗ составила 5,47% годовых (5,14% на начало года), 7-го транша ОВВЗ – 5,48% годовых (5,24% годовых), 8-го транша ОВВЗ – 5,57% годовых (4,76% на момент начала торгов 30 мая 2006 г.). В свою очередь, доходность RUS-30 за год изменилась с 5,42 до 5,5% годовых, доходность RUS-28 осталась на уровне начала года и составила 5,96% годовых, доходность к погашению по бумаге RUS-07 изменилась незначительно и на конец декабря установилась на уровне 5,04% против 5,03% на начало года, а RUS-18 торговались по ценам, соответствующим доходности 5,64% годовых (5,55% на начало года).

В 2006 г. можно выделить несколько наиболее значимых факторов динамики рынка российских еврооблигаций. Среди тех, которые оказывали положительное влияние на котировки бумаг, во-первых, отметим крайне благоприятную конъюнктуру мировых рынков нефти и металлов, а также стабильную макроэкономическую ситуацию в стране. Во-вторых, – досрочное погашение оставшейся части долга РФ Парижскому клубу кредиторов. В-третьих, важным для рынка стало повышение суверенного рейтинга РФ агентством S&P's до инвестиционного уровня «BBB+» с «BBB» по обязательствам в иностранной валюте и по обязательствам в национальной валюте до «А–» с «BBB+», а также повышение агентством Fitch суверенного кредитного рейтинга РФ до уровня «BBB+» с «BBB». Основным негативным фактором для рынка на протяжении всего года была динамика доходности американских казначейских облигаций, которая реагировала на периодическое повышение учет-

ной ставки ФРС США, а также усиление инфляционных процессов в американской экономике.

Если проанализировать динамику российских бумаг на протяжении прошедшего года, то можно выделить несколько периодов, в течение которых рыночная конъюнктура заметно различалась. Так, до середины июля доходность устойчиво росла, лишь иногда сменяясь коррекцией. Следующий период – с середины июля до начала октября, – когда доходность снизилась, отыграв часть роста на протяжении первой половины года. Наконец, на протяжении октября-декабря доходность изменялась разнонаправленно в некотором диапазоне. Остановимся теперь на основных факторах, обусловивших столь неоднородную динамику цен на рынке российских еврооблигаций.

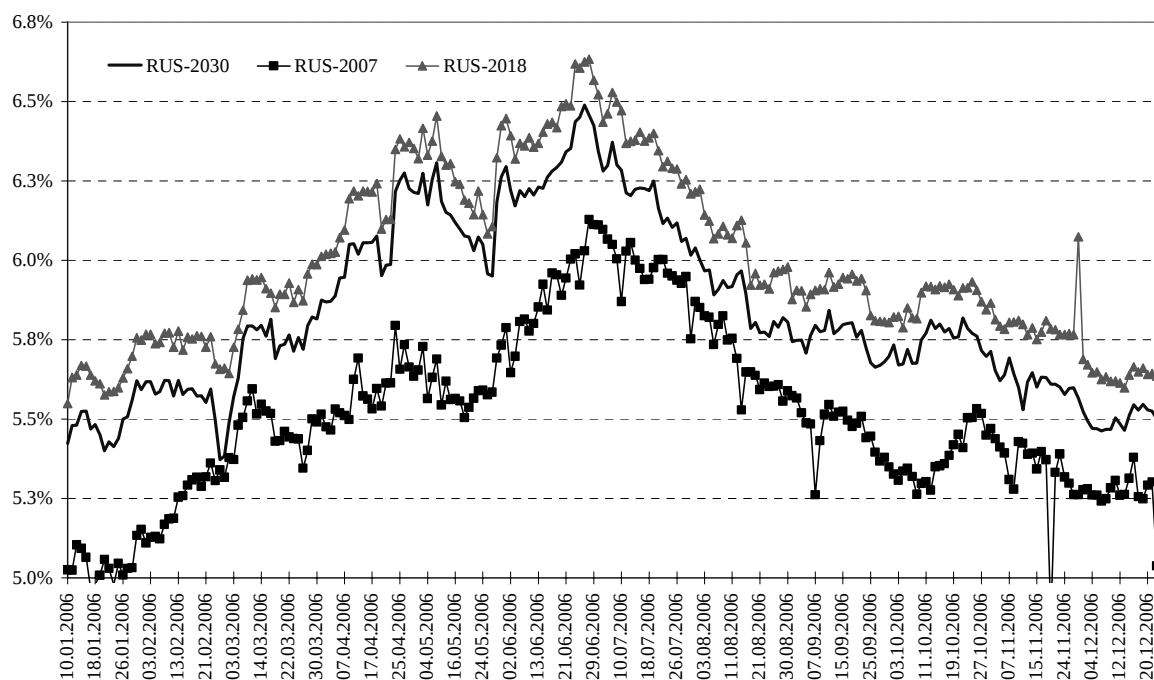


Источник: ИА «Финмаркет».

Рис. 13. Доходность к погашению ОВВЗ в 2006 г.

В январе-феврале в США были опубликованы относительно позитивные данные о ситуации в американской экономике, что снизило опасения о замедлении экономического роста, но способствовало усилению инфляционных ожиданий, особенно в преддверии заседания Комиссии по открытым рынкам ФРС США. В результате инвесторы стремились продать американские государственные облигации, что спровоцировало и продажи на российском рынке, которые тем не менее не носили столь массовый характер, поскольку довольно существенной поддержкой для российских бумаг по-прежнему являются нефтяные цены, продемонстрировавшие заметный рост по итогам января. В конце января ожидания инвесторов оправдались – базовая ставка в США была повышена на 0,25 б.п. до 4,5% годовых. Довольно

важным событием для инвесторов стало также выступление нового главы ФРС Б. Бернанке, однако в его словах не содержалось новой информации. Он отметил, что механизм корректировки резервной ставки, как и ранее, будет при необходимости задействован для нейтрализации инфляционного давления. В результате по итогам месяца котировки российских валютных облигаций снизились.



Источник: ИА «Финмаркет».

Рис. 14. Доходность к погашению российских еврооблигаций со сроками погашения в 2030, 2018 и 2007 гг. в 2006 г.

Аналогичные тенденции преобладали на рынке вплоть до июля. В США процентная ставка несколько раз повышалась (в марте – до 4,75% годовых, в мае – до 5% годовых). Большая часть статистических данных по экономике США свидетельствовала об устойчивости темпов роста, тогда как рост мировых цен на энергоносители создавал дополнительные предпосылки для усиления инфляционных процессов и, как следствие, для дальнейшего повышения процентных ставок. Комментарии представителей денежных властей в Европе также в значительной степени свидетельствовали об их нацеленности на повышение уровня ставок. В таких условиях наиболее вероятным сценарием развития ситуации на российском сегменте еврооблигаций было снижение котировок, что и наблюдалось на рынке.

В июле произошел разворот восходящего тренда в динамике доходности российских еврооблигаций на противоположный. Основным фактором изменения рыночной конъюнктуры стало снижение вероятности дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США, что автоматически ска-

залось на динамике американских государственных облигаций и, как следствие, на рынках еврооблигаций многих стран мира. Более того, опубликованная в сентябре и октябре статистика по экономике США свидетельствовала о некотором охлаждении экономики и стабилизации инфляции. В такой ситуации инвесторы закладывали в свои прогнозы вероятность некоторого снижения ставок, что дополнительно стимулировало рост цен. Такого рода прогнозы оправдались в октябре, когда ФРС взяла паузу в цикле повышения процентных ставок. Центральный банк Европы, напротив, увеличил ставку на 0,25% – до 3,25% годовых, однако его комментарии также свидетельствовали о низкой вероятности их дальнейшего повышения. В ноябре и декабре заметных изменений на рынке российских еврооблигаций также не наблюдалось. При этом если на американском рынке в декабре облигации несколько снижались вследствие публикации неоднозначных макроэкономических данных, повлиявших на очередной пересмотр ожиданий относительно дальнейшей позиции ФРС США, то российский рынок оказался достаточно устойчивым к данному фактору, хотя по отдельным бумагам некоторый рост доходности все-таки был зафиксирован.

2.5.2. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований

Динамика развития рынка

По итогам 2006 г. консолидированный региональный бюджет был сведен с профицитом, составившим 139,8 млрд руб. (0,53% ВВП). Бюджеты субъектов Федерации были сведены с профицитом почти в 133,8 млрд руб., бюджеты городских округов, внутригородских муниципальных образований г. Москвы и Санкт-Петербурга – с профицитом в 0,3 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с профицитом в 9,8 млрд руб., бюджеты городских и сельских поселений – с профицитом 2,2 млрд руб.⁵⁷.

В 2005 г. консолидированный региональный бюджет сводился с профицитом в 57,1 млрд руб., или 0,26% ВВП. Бюджеты субъектов Федерации были сведены с профицитом почти в 53,8 млрд руб., бюджеты муниципальных образований – с дефицитом в 9,4 млрд руб. (табл. 26 и 27).

Таким образом, за год профицит консолидированного регионального бюджета по отношению к ВВП вырос более чем вдвое – на 0,27 п.п. ВВП.

⁵⁷ По пяти субъектам Российской Федерации (Московская область, Республика Ингушетия, Чеченская Республика, Корякский АО, Чукотский АО) бюджетная статистика по муниципальным образованиям приводится без разбивки на категории «городские округа», «муниципальные районы», «городские и сельские поселения». Бюджеты муниципальных образований этих регионов были сведены с дефицитом в 2,2 млрд руб.

Таблица 26

**Отношение профицита (дефицита) территориальных бюджетов
к бюджетным расходам (в %)**

	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты ¹
2002	-2,7	-3,0	-2,8
2003	-2,6	-2,3	-3,2
2004	1,1	1,6	0,2
2005	1,6	2,3	-0,8
2006	3,7	4,4	

Источник: расчеты ИЭПП на основе данных Федерального казначейства.

Таблица 27

**Отношение профицита (дефицита) территориальных бюджетов
к бюджетным расходам в 2006 г. (в %)**

Бюджеты городских округов, внутригородских муниципальных образований г. Москвы и С.-Петербурга	Бюджеты муниципальных районов	Бюджеты городских и сельских поселений	Местные бюджеты пяти субъектов Российской Федерации (Московская область, Республика Ингушетия, Чеченская Республика, Корякский АО, Чукотский АО) ¹
0,04	1,63	2,52	-2,07

По состоянию на 1 января 2007 г. с профицитом был сведен консолидированный бюджет в 54 субъектах Федерации (по сравнению с 33 в 2005 г.). Суммарный объем бюджетного профицита в этих регионах составил 190,6 млрд руб., или 6,9% от величины доходной части их бюджетов (в 2005 г. – 5,4%). Среднее значение бюджетного профицита составило 2,5% доходной части бюджета.

Наибольшее отношение профицита к уровню доходов консолидированного бюджета было достигнуто в Агинском-Бурятском АО – 22,9%, в Санкт-Петербурге и Ненецком АО – по 14,7%, в Чеченской Республике – 13,4%, Корякском АО – 12,0%, в Челябинской области – 11,7%, в республике Башкортостан – 10,3%, в Красноярском крае – 10,2%, в Псковской области – 9,3%, в г. Москве – 8,8%, в Тюменской области – 8,5%. Почти 2/3 – 64,2% суммарного профицита консолидированного регионального бюджета обеспечили четыре субъекта Федерации: г. Москва – 35,0%, или 66,6 млрд руб., г. Санкт-Петербург – 16,8%, или 32,0 млрд руб., Тюменская область – 7,1%, или 13,5 млрд руб. и Красноярский край – 5,4%, или 10,2 млрд руб.

Значительный уровень профицитности бюджетов в двух автономных округах связан с дополнительными бюджетными вливаниями из-за предстоящего объединения Агинского Бурятского АО и Читинской области, а также Корякского АО и Камчатской области. Высокий уровень профицитности бюджетов Москвы, Санкт-Петербурга, Тюменской области и Башкортостана связывается в первую очередь со значительным ростом экспортных цен на энергоносители.

С дефицитом в 2006 г. был сведен консолидированный бюджет в 33 субъектах РФ (в 2005 г. – в 54 регионах)⁵⁸, суммарный объем которого составил 50,7 млрд руб., или 4,9% от доходной части их бюджетов (в 2005 г. – 48,0 млрд руб.).

Средний уровень бюджетного дефицита составил 2,7% к доходам соответствующего бюджета. Наибольшее отношение дефицита к бюджетным доходам наблюдалось в Республике Мордовия – 13,1%, Магаданской области – 9,9%, а также в Республике Саха (Якутия) и Ханты-Мансийском АО – по 8,4%.

Более половины – 54,4% суммарного дефицита пришлось на 5 субъектов Федерации: Ханты-Мансийский АО – 20,0% суммарного дефицита, или 10,1 млрд руб., Московская область – 12,4%, или 6,3 млрд руб., Республика Саха (Якутия) – 9,3%, или 4,7 млрд руб., Омская область – 6,6%, или 3,3 млрд руб., Самарская область – 6,2%, или 3,1 млрд руб. (табл. 30).

Изменение структуры накопленного долга

Величина накопленного долга консолидированного регионального бюджета увеличилась в 2006 г. до 54 777,75 млн руб., или 0,21% ВВП. Увеличение долга было обеспечено ростом внутренней задолженности (т.е. задолженности, номинированной в рублях). Внешняя задолженность региональных консолидированных бюджетов сократилась на 496,2 млн руб., внутренняя – возросла на 54 981,5 млн руб. (табл. 28). При этом, как и в прошлые годы, сочетание профицита консолидированного регионального бюджета с увеличением объема накопленного долга объясняется общим увеличением остатков средств на бюджетных счетах и ростом иных активов территориальных органов власти.

Таблица 28

Чистые заимствования региональных и местных бюджетов (в % ВВП)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Заимствования субфедеральных и местных органов власти	0,15	-0,29	-0,04	0,47	0,37	0,26	0,09	0,21
В том числе:								
Возвратные ссуды из бюджетов других уровней	-0,11	-0,03	0,04	0,12	-0,1	-0,02	-0,03	-0,04
Субфедеральные (муниципальные) облигации	-0,05	-0,27	-0,07	0,16	0,31	0,29	0,09	0,14
Прочие заимствования	0,31	0,01	-0,02	0,19	0,6	...	0,03	0,11
Уменьшение остатков бюджетных счетов	-0,19	-0,30	-0,05	-0,04	-0,18	-0,62	-0,48	
Финансирование дефицита за счет заимствований и сокращения остатков бюджетных счетов	-0,04	-0,59	-0,09	0,38	0,19	-0,36	-0,38	

Источник: расчеты ИЭПП на основе данных Минфина РФ и Федерального казначейства.

⁵⁸ В публикуемой Минфином России (Федеральным казначейством) отчетности об исполнении бюджетов субъектов Российской Федерации за 2005 и 2006 г. данные по Эвенкийскому АО и Таймырскому (Долгано-Ненецкому) АО не выделяются.

Структура заимствований

Общий объем заимствований регионального консолидированного бюджета в 2006 г. составил 264 166,1 млн руб., из них внешних – 14 964,1 млн руб. Как и в 2005 г., единственными среди регионов получателями внешних займов стали Москва – 13,7 млрд руб. и Республика Башкортостан – 1,2 млрд руб., которые рефинансировали ранее полученные внешние кредиты.

Суммарный объем внутренних заимствований регионов и муниципалитетов составил 249 202,0 млн руб. Крупнейшими заемщиками на внутреннем рынке стали: Московская область – 48,1 млрд руб., Москва – 17,9 млрд руб., Омская область – 14,7 млрд руб., Новосибирская область – 11,7 млрд руб. По сравнению с 2005 г. объем внутренних заимствований в номинальном выражении вырос на 23,5 млрд руб., или на 10,6%, что практически соответствует уровню инфляции.

В общем объеме внутренних заимствований консолидированного регионального бюджета на эмиссию ценных бумаг пришлось 29,4%, на ссуды из федерального бюджета – 4,4%, на прочие заимствования (в первую очередь – банковские кредиты) – 66,2%.

В условиях абсолютного сокращения объема эмиссии ценных бумаг несколько снизился уровень секьюритизации заимствований регионов и муниципалитетов – с 36,0 в 2005 г. до 29,4% в 2006 г. (табл. 29).

Таблица 29

Структура внутренних заимствований субнациональных бюджетов (в %)

	2006 г.			2005 г.			2004 г.		
	Региональный консолидированный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты	Региональный консолидированный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты	Региональный консолидированный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
Эмиссия ценных бумаг	29,4	37,1	9,7	36,0	45,5	10,2	32,5	41,0	4,0
Бюджетные ссуды	4,4	6,0	0,3	1,2	1,6	0,03	3,0	4,0	46,4
Иные заимствования	66,2	56,9	90,1	62,9	52,9	89,8	64,5	55,1	49,6

Источник: расчеты ИЭПП на основе данных Минфина РФ и Федерального казначейства.

Наибольшее отношение чистых заимствований к доходам бюджета продемонстрировали: Московская область – 16,5%, Астраханская область – 12,8%, Костромская область – 9,4%, Калужская область – 8,8%, Ярославская область – 7,9%. (табл. 30).

Крупнейшими чистыми заемщиками стали: Московская область – 28,9 млрд руб., Москва – 8,9 млрд руб., Самарская область – 3,6 млрд руб., Иркутская область – 2,6 млрд руб., Ярославская область – 2,1 млрд руб., Астраханская и Саратовская области – по 2,0 млрд руб.

В наибольшей степени накопленный долг сократили: Красноярский край – на 4,9 млрд руб., Нижегородская область – на 2,1 млрд руб., Санкт-Петербург – на 1,6 млрд руб., Ленинградская область – на 1,5 млрд руб.

Таблица 30

**Исполнение консолидированных бюджетов субъектов
Российской Федерации в 2006 г.**

	Доходы бюджета, тыс. руб.	Профицит (дефицит) бюджета, тыс. руб.	Отноше- ние про- фицита (дефи- цита) к доходам, %	Привле- ченные заемные средства к дохо- дам, %	Чистое заимст- зование к дохо- дам, %	Расходы на пога- шение заимство- ваний к доходам, %	Чистые заимство- вания к профициту (дефициту) , %
1	2	3	4	5	6	7	8
Центральный федеральный округ							
Белгородская об- ласть	29 484 991,76	-1 615 443,06	-5,48	3,84	3,05	0,80	-55,59
Брянская область	17 602 562,54	-195 708,94	-1,11	14,08	1,81	12,27	-162,74
Владимирская об- ласть	21 514 145,62	491 021,71	2,28	0,05	-0,79	0,84	-34,41
Воронежская об- ласть	30 435 574,02	453 109,44	1,49	7,50	1,44	6,06	96,51
Ивановская область	17 598 473,14	130 194,82	0,74	1,71	0,30	1,40	41,14
Тверская область	24 276 982,69	162 631,36	0,67	4,28	-3,28	7,55	-489,11
Калужская область	17 428 075,24	-1 402 107,61	-8,05	14,00	8,79	5,21	-109,24
Костромская об- ласть	10 239 314,04	-679 101,85	-6,63	22,62	9,37	13,26	-141,22
Курская область	16 707 865,59	301 239,29	1,80	0,66	-0,34	1,00	-18,85
Липецкая область	27 935 248,32	646 410,12	2,31	6,44	6,26	0,18	270,73
Московская область	175 166 922,03	-6 299 496,49	-3,60	27,49	16,48	11,01	-458,24
Орловская область	11 181 582,93	251 151,27	2,25	1,43	0,89	0,53	39,65
Рязанская область	17 727 957,73	-323 485,86	-1,82	8,22	2,37	5,85	-129,75
Смоленская область	13 619 936,64	327 285,37	2,40	3,42	-1,71	5,12	-71,08
Тамбовская область	15 203 434,33	294 919,40	1,94	3,42	1,32	2,10	67,83
Тульская область	23 789 184,02	-1 401 707,76	-5,89	34,53	6,36	28,17	-107,91
Ярославская область	26 447 297,54	-1 890 399,90	-7,15	16,37	7,94	8,43	-111,05
г. Москва	757 936 696,98	66 606 909,18	8,79	4,18	1,18	3,01	13,45
Итого	1254296 245,15	55 857 420,50	4,45	8,68	3,74	4,96	83,88
Северо-Западный федеральный округ							
Республика Карелия	15 158 667,26	-1 057 344,49	-6,98	13,69	6,13	7,56	-87,88
Республика Коми	30 071 168,79	670 319,23	2,23	1,12	0,03	1,09	1,37
Архангельская об- ласть	27 470 667,82	337 842,82	1,23	4,45	0,28	4,17	22,41
Вологодская область	32 684 358,61	506 973,59	1,55	1,67	-0,63	2,29	-40,33
Калининградская область	20 782 886,55	-156 177,57	-0,75	8,62	1,02	7,60	-135,20
Ленинградская об- ласть	37 096 265,98	2 488 579,26	6,71	1,69	-4,10	5,79	-61,05
Мурманская область	29 151 834,53	141 683,50	0,49	6,88	0,87	6,01	178,47
Новгородская об- ласть	12 054 297,59	-286 838,19	-2,38	0,12	-0,97	1,10	40,82
Псковская область	11 107 536,40	1 035 094,49	9,32	1,09	-6,31	7,40	-67,69
г. Санкт-Петербург	218 096 278,88	31 961 300,62	14,65	1,86	-0,74	2,60	-5,06
Ненецкий АО	7 650 921,80	1 126 908,51	14,73	0,00	0,00	0,00	0,00
Итого	441 324 884,22	36 768 341,77	8,33	2,90	-0,61	3,51	-7,29

Продолжение таблицы 30

1	2	3	4	5	6	7	8
Южный федеральный округ							
Республика Даге- стан	27 095 641,55	545 436,04	2,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Кабардино- Балкарская Респуб- лика	11 079 032,31	526 164,44	4,75	8,67	-2,27	10,94	-47,85
Республика Калмы- кия	4 665 809,76	-68 007,66	-1,46	7,72	1,30	6,42	-89,52
Республика Север- ная Осетия – Алания	11 418 024,51	104 126,89	0,91	9,63	1,89	7,75	206,74
Республика Ингуше- тия	6 438 992,64	-16 956,75	-0,26	0,00	0,00	0,00	0,00
Краснодарский край	81 032 699,06	5 133 373,90	6,33	1,00	0,51	0,49	8,12
Ставропольский край	35 720 169,22	1 237 746,31	3,47	3,90	0,88	3,02	25,34
Астраханская об- ласть	15 644 980,75	-1 222 172,57	-7,81	49,83	12,84	36,99	-164,36
Волгоградская об- ласть	39 839 761,98	-690 523,52	-1,73	10,52	2,37	8,15	-136,72
Ростовская область	59 641 367,30	1 510 089,89	2,53	0,18	0,00	0,18	0,15
Республика Адыгея	5 708 000,36	162 094,83	2,84	0,35	-2,75	3,10	-96,71
Карачаево- Черкесская Респуб- лика	6 248 318,64	-77 117,17	-1,23	26,32	3,48	22,84	-282,16
Чеченская Респуб- лика	31 624 049,42	4 247 709,56	13,43	0,00	0,00	0,00	0,00
Итого	336 156 847,50	11 391 964,21	3,39	5,47	1,12	4,35	33,10
Приволжский федеральный округ							
Республика Башкор- тостан	83 565 631,02	8 635 577,68	10,33	3,28	1,57	1,90	15,21
Республика Марий Эл	10 464 294,32	-143 259,12	-1,37	7,16	2,06	5,10	-150,37
Республика Мордо- вия	14 356 730,25	-1 885 905,16	-13,14	0,00	-0,74	0,74	5,66
Республика Татар- стан	88 326 860,15	2 064 567,36	2,34	8,73	-0,11	8,85	-4,88
Удмуртская Респуб- лика	25 339 742,02	-1 102 825,24	-4,35	4,07	0,05	4,02	-1,22
Чувашская Респуб- лика	19 171 874,22	-499 010,92	-2,60	6,21	4,84	1,38	-185,76
Нижегородская об- ласть	59 242 672,46	4 295 302,71	7,25	7,52	-3,54	11,06	-48,83
Кировская область	21 649 798,63	-336 218,93	-1,55	8,67	4,62	4,06	-297,40
Самарская область	67 696 875,17	-3 142 590,83	-4,64	8,39	5,35	3,04	-115,21
Оренбургская об- ласть	35 793 475,32	193 883,83	0,54	0,39	-1,03	1,42	-190,76
Пензенская область	19 743 330,90	55 462,64	0,28	10,58	0,91	9,68	322,76
Пермская область	56 572 339,83	2 334 274,74	4,13	1,13	0,56	0,57	13,59
Саратовская область	32 904 692,51	-823 946,95	-2,50	13,82	5,98	7,84	-238,93
Ульяновская область	20 419 309,01	1 212 795,80	5,94	0,11	-4,28	4,39	-72,02
Коми-Пермский АО	3 393 009,86	21 986,75	0,65	0,07	-0,71	0,78	-109,46
Итого	558 640 635,67	10 880 094,37	1,95	5,89	1,07	4,84	54,98
Уральский федеральный округ							
Курганская область	13 448 299,19	-256 332,85	-1,91	5,41	2,56	2,84	-134,36
Свердловская об- ласть	97 882 319,84	6 771 737,58	6,92	0,41	-0,18	0,59	-2,62

Продолжение таблицы 30

1	2	3	4	5	6	7	8
Тюменская область	159 368 409,34	13 509 541,07	8,48	0,01	-0,23	0,24	-2,74
Челябинская область	66 866 623,62	7 792 056,19	11,65	0,86	-0,45	1,31	-3,90
Ханты-Мансийский АО	121 064 671,80	-10 119 699,34	-8,36	0,65	0,18	0,47	-2,12
Ямало-Ненецкий АО	64 621 447,15	347 585,97	0,54	3,17	0,74	2,43	137,43
Итого	523 251 770,94	18 044 888,63	3,45	0,87	0,04	0,84	1,03
Сибирский федеральный округ							
Республика Бурятия	21 361 222,34	191 613,66	0,90	9,03	0,95	8,08	105,82
Республика Тыва	7 540 373,50	-42 924,79	-0,57	0,00	-0,48	0,48	84,24
Алтайский край	35 892 424,96	900 063,30	2,51	4,55	-3,64	8,19	-145,02
Красноярский край	99 687 940,60	10 201 968,87	10,23	6,43	-4,99	11,42	-48,75
Иркутская область	50 372 002,51	-1 854 726,60	-3,68	17,04	5,19	11,85	-141,09
Кемеровская область	63 420 573,99	-2 604 559,91	-4,11	2,55	0,92	1,63	-22,47
Новосибирская область	51 633 127,34	1 580 010,03	3,06	22,66	-1,81	24,47	-59,26
Омская область	41 626 420,45	-3 340 427,34	-8,02	35,33	3,00	32,33	-37,39
Томская область	25 897 683,36	373 069,88	1,44	26,73	0,63	26,10	43,81
Читинская область	22 299 648,60	512 741,13	2,30	2,38	-1,04	3,42	-45,22
Республика Алтай	7 343 323,21	87 769,43	1,20	4,00	-0,39	4,39	-32,73
Республика Хакасия	8 906 297,63	43 408,69	0,49	0,42	-0,32	0,74	-66,04
Агинский Бурятский АО	17 391 010,92	3 988 694,54	22,94	0,04	0,04	0,00	0,19
Усть-Ордынский Бурятский АО	2 886 066,00	88 044,54	3,05	-1,88	-1,88	0,00	-61,63
Итого	456 258 115,42	10 124 745,42	2,22	11,91	-0,61	12,51	-27,36
Дальневосточный федеральный округ							
Республика Саха (Якутия)	56 028 624,58	-4 713 991,13	-8,41	14,02	3,29	10,73	-39,10
Приморский край	42 170 346,62	1 155 056,55	2,74	1,59	-0,59	2,17	-21,49
Хабаровский край	38 940 124,46	1 401 150,66	3,60	20,26	-0,06	20,32	-1,64
Амурская область	20 781 029,01	-490 177,97	-2,36	10,43	4,55	5,88	-192,69
Камчатская область	15 810 492,39	-958 415,24	-6,06	33,16	5,87	27,29	-96,77
Магаданская область	10 294 903,30	-1 021 789,99	-9,93	8,95	6,98	1,97	-70,37
Сахалинская область	24 269 286,14	393 427,53	1,62	9,47	-0,52	9,98	-31,98
Еврейская АО	4 646 637,75	182 989,03	3,94	0,54	-0,51	1,04	-12,87
Корякский АО	5 864 167,60	703 846,64	12,00	33,42	-6,28	39,70	-52,30
Чукотский АО	9 590 995,91	138 037,89	1,44	34,62	-2,15	36,77	-149,39
Итого	228 396 607,75	-3 209 866,04	-1,41	14,16	1,51	12,66	-107,14
Итого федеральные округа	3 800 391 881,18	139 793 189,73	3,68	6,95	1,44	5,52	39,18

Источник: расчеты ИЭПП на основе данных Федерального казначейства.

Внутренние облигационные займы

В 2006 г. были зарегистрированы проспекты эмиссии облигационных займов 27 субъектов Федерации и 16 муниципальных образований (по сравнению с 25 региональными и 13 муниципальными займами в 2005 г.). Общий объем размещаемых облигаций составил в 2006 г. 73,3 млрд руб. по сравне-

нию с 81,2 млрд руб. в 2005 г. (сокращение в номинальном выражении на 7,9 млрд руб.), снизившись за год с 0,37 до 0,28% ВВП (табл. 31).

Несмотря на то что объем эмиссии долговых ценных бумаг регионов и муниципалитетов по сравнению с предыдущим годом снизился, в 2006 г. объем рынка субфедеральных облигаций вырос в реальном выражении на 8,1%, увеличившись со 161,1 млрд руб. в 2005 г. до 189,8 млрд руб. Это связывается с ростом дюрации долговых ценных бумаг: объем эмиссии по-прежнему продолжает превышать объем погашаемых в течение года облигаций.

Таблица 31

Объем выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг (в % ВВП)

Год	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Выпуск	0,63	0,77	0,47	0,31	0,19	0,17	0,27	0,46	0,47	0,37	0,28
Погашение	0,47	0,56	0,48	0,36	0,46	0,23	0,10	0,15	0,19	0,28	0,14
Чистое финансирование	0,16	0,22	-0,01	-0,05	-0,27	-0,07	0,16	0,31	0,29	0,09	0,14

Источник: расчеты ИЭПП по данным Минфина РФ и Федерального казначейства.

Перспективы эмиссии в Минфине РФ в 2006 г. зарегистрировали: Республика Чувашия, Республика Коми, Республика Саха (Якутия), Республика Башкортостан, Республика Карелия, Республика Марий Эл, Красноярский край, Волгоградская, Томская, Иркутская, Московская, Ярославская, Липецкая, Нижегородская, Воронежская, Белгородская, Тверская, Самарская, Кировская, Калужская, Тамбовская, Иркутская, Курганская, Пензенская и Тульская области, Москва, Санкт-Петербург, Екатеринбург, Новосибирск, Волгоград, Казань, Томск, Астрахань, Благовещенск, Брянск, Воронеж, Липецк, Магадан, Ярославль и г. Орехово-Зуево, а также Клинский, Одинцовский, Ногинский районы Московской области.

Крупнейшими эмитентами долговых ценных бумаг стали: Московская область, на которую пришлось 18,7 млрд руб., или 25,6% от объема суммарной эмиссии территорий, Москва – 17,4 млрд руб., или 23,8%, Самарская область – 4,5 млрд руб., или 6,1%, Иркутская область – 4,2 млрд руб., или 5,7%, Санкт-Петербург – 4,1 млрд руб., или 5,5%. Таким образом, на пять крупнейших эмитентов пришлось 61,2% от общего объема выпусков размещенных региональных и муниципальных облигаций.

Также крупные объемы эмиссии разместили: Республика Саха (Якутия) – 2,5 млрд руб., Ярославская область – 2,4 млрд руб., Республика Татарстан – 2,3 млрд руб., Нижегородская область – 2,0 млрд руб., Республика Башкортостан – 1,5 млрд руб. (табл. 32).

Таблица 32

Размещение субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 2006 г.

Субъект Федерации	Объем эмиссии, тыс. руб.	Доля эмитента в общем объеме эмиссии, %	Объем эмиссии к внутренним заимствованиям, %
Центральный федеральный округ			
Белгородская область	1 020 000,0	1,4	90,0
Брянская область	300 000,0	0,4	12,1
Воронежская область	500 000,0	0,7	21,9
Калужская область	1 300 000,0	1,8	53,3
Липецкая область	1 800 000,0	2,5	100,0
Московская область	18 740 516,5	25,6	38,9
Тамбовская область	100 000,0	0,1	19,2
Тульская область	1 500 000,0	2,0	18,3
Ярославская область	2 411 027,5	3,3	55,7
г. Москва	17 433 218,9	23,8	97,3
Северо-Западный федеральный округ			
Республика Карелия	500 000,0	0,7	24,1
г. Санкт-Петербург	4 058 466,3	5,5	100,0
Южный федеральный округ			
Астраханская область	500 000,0	0,7	6,4
Волгоградская область	1 236 454,8	1,7	29,5
Приволжский федеральный округ			
Республика Башкортостан	1 519 600,0	2,1	100,0
Республика Марий Эл	499 136,2	0,7	66,6
Республика Татарстан (Татарстан)	2 300 000,0	3,1	29,8
Чувашская Республика (Чувашия)	1 000 000,0	1,4	83,9
Нижегородская область	2 000 000,0	2,7	44,9
Кировская область	600 000,0	0,8	32,0
Самарская область	4 500 000,0	6,1	79,2
Пензенская область	800 000,0	1,1	38,3
Уральский федеральный округ			
Курганская область	500 000,0	0,7	68,8
Свердловская область	172 800,4	0,2	43,0
Ханты-Мансийский АО	507 000,0	0,7	64,5
Сибирский федеральный округ			
Иркутская область	4 150 230,0	5,7	48,4
Новосибирская область	300 000,0	0,4	2,6
Томская область	68 962,1	0,1	1,0
Дальневосточный федеральный округ			
Республика Саха (Якутия)	2 500 000,0	3,4	31,8
Амурская область	75 500,0	0,1	3,5
Магаданская область	450 000,0	0,6	48,8

Источник: расчеты ИЭПП по данным Федерального казначейства.

К настоящему времени высокий уровень секьюритизации наблюдается преимущественно у наиболее крупных эмитентов: у Москвы – 99,2% и Санкт-Петербурга – 100%. Исключительно в форме эмиссии ценных бумаг осуществляет заимствования Липецкая область. Уровень секьюритизации заимствований Белгородской области составил 92,4%, Республики Коми – 87,7%.

Суммарный объем чистых заимствований на рынке субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, идущих как на финансирование дефицита бюджета, так и рефинансирование задолженности по банковским кредитам, составил в 2006 г. 36,5 млрд руб., увеличившись по сравнению с 2005 г. (20,9 млрд руб.) более чем в полтора раза (табл. 33).

Таблица 33

Объемы чистых заимствований на рынке внутренних субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, тыс. руб.

	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
2006 г.			
Чистые заимствования	36 489 742	35 161 627	1 328 115
Привлечение средств	73 288 653	66 524 832	6 763 820
Погашение основной суммы задолженности	36 798 911	31 363 205	5 435 706
2005 г.			
Чистые заимствования	20 887 596	16 939 894	3 947 703
Привлечение средств	81 220 540	75 016 756	6 203 783
Погашение основной суммы задолженности	60 332 944	58 076 863	2 256 081
2004 г.			
Чистые заимствования	47 880 300	44 470 128	3 410 172
Привлечение средств	79 436 708	74 995 965	4 440 743
Погашение основной суммы задолженности	31 556 408	30 525 837	1 030 571
2003 г.			
Чистые заимствования	41 908 199	40 043 511	1 864 688
Привлечение средств	61 712 635	59 012 901	2 699 734
Погашение основной суммы задолженности	19 804 436	18 969 390	835 046
2002 г.			
Чистые заимствования	17 696 530	17 153 760	542 770
Привлечение средств	29 141 777	28 169 158	972 619
Погашение основной суммы задолженности	11 445 247	11 015 398	429 849
2001 г.			
Чистые заимствования	6 601 447	6 667 592	-66 145
Привлечение средств	15 123 785	14 226 931	896 854
Погашение основной суммы задолженности	8 522 338	7 559 339	962 999
2000 г.			
Чистые заимствования	-1 877 328	-2 286 175	408 847
Привлечение средств	13 042 220	10 090 208	2 952 012
Погашение основной суммы задолженности	14 919 548	12 376 383	2 543 165

Источник: Минфин РФ и Федеральное казначейство.

Большинство регионов, выпускающих долговые ценные бумаги на регулярной основе, продолжили их эмиссию и в 2006 г. С 1999 г. ежегодные эмиссии облигаций проводят Москва, Санкт-Петербург, Республика Чувашия, Волгоградская область. С 2000 г. – Томская область, Республика Коми, Екатеринбург. С 2001 г. – Иркутская область (табл. 34).

Таблица 34

Регистрация проспектов эмиссии субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 1999–2006 гг.

Эмитент	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Субъекты Федерации								
Москва	*	*	*	*	*	*	*	*
Санкт-Петербург	*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Чувашия	*	*	*	*	*	*	*	*
Волгоградская область	*	*	*	*	*	*	*	*
Томская область		*	*	*	*	*	*	*
Республика Коми		*	*	*	*	*	*	*
Иркутская область			*	*	*	*	*	*
Московская область				*	*	*	*	*
Республика Саха (Якутия)				*	*	*	*	*
Ярославская область					*	*	*	*
Красноярский край					*	*	*	*
Республика Башкортостан			*	*		*	*	*
Республика Карелия						*	*	*
Липецкая область						*	*	*
Нижегородская область						*	*	*
Воронежская область						*	*	*
Белгородская область				*	*		*	*
Тверская область				*	*		*	*
Самарская область					*		*	*
Кировская область							*	*
Республика Марий Эл		*			*			*
Калужская область						*		*
Тамбовская область					*			*
Иркутская область								*
Курганская область								*
Пензенская область								*
Тульская область								*
Хабаровский край				*	*	*	*	
Новосибирская область	*				*	*	*	
Костромская область				*	*		*	
Кабардино-Балкарская Республика		*					*	
Удмуртская Республика							*	
Ленинградская область			*	*	*	*		
Ямало-Ненецкий АО					*	*		
Краснодарский край						*		
Брянская область						*		
Ханты-Мансийский АО				*	*			
Мурманская область				*	*			
Республика Мордовия				*				
Сахалинская область				*				
Курская область				*				
Ставропольский край			*					
Приморский край		*						
Муниципалитеты								
Екатеринбург		*	*	*	*	*	*	*
Новосибирск					*	*	*	*
Волгоград	*	*	*	*	*		*	*
Казань							*	*

Продолжение таблицы 34

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Клинский район Московской области							*	*
Одинцовский район Московской области							*	*
Томск					*	*		*
Ногинский район Московской области						*		*
Астрахань								*
Благовещенск								*
Брянск								*
Воронеж								*
Липецк								*
Магадан								*
г. Орехово-Зуево Московской области								*
Томск								*
Ярославль								*
Южно-Сахалинск					*	*	*	
Красноярск					*	*	*	
Новочебоксарск	*		*			*	*	
Чебоксары	*						*	
Ангарск							*	
Вурнарский район Чувашской Республики							*	
г. Шумерля Чувашской Республики							*	
Уфа				*	*	*		
Барнаул						*		
Пермь						*		
Нижний Новгород				*				
Кострома	*	*						
Архангельск	*							
Дзержинский	*							

Источник: Минфин РФ.

Кредитоспособность территориальных органов власти

Кредитный рейтинг

Значительное сокращение отношения накопленного суверенного долга к ВВП, (связанное с высокими темпами экономического роста в России, досрочным погашением внешнего долга федеральным правительством, реальным укреплением курса рубля), а также рост объемов Стабилизационного фонда и величины золотовалютных резервов на протяжении последних лет обеспечили повышение странового кредитного рейтинга России. При этом продолжился процесс повышения кредитного рейтинга территориальных органов власти. В 2006 г. международный кредитный рейтинг Москвы рос вместе с суверенным рейтингом Российской Федерации, достигнув уровня «BBB+», по оценке агентств Standard&Poor's и Fitch, и с ноября прошедшего года сохраняется на уровне «Baa2», по оценке агентства Moody's.

Агентство Moody's оценило на уровне суверенного кредитного рейтинга также кредитный рейтинг Санкт-Петербурга. Standard&Poor's и Fitch оценили рейтинг Санкт-Петербурга на две ступени ниже суверенного – на уровне «BBB-», что также относит его к разряду «инвестиционного уровня». Осталь-

ные российские регионы и муниципальные образования не смогли достичь кредитного рейтинга инвестиционного уровня ни от одного из рейтинговых агентств (табл. 35).

Таблица 35

**Международный кредитный рейтинг Standard&Poor's
на начало 2007 г.**

Название эмитента	В иностранной валюте / Прогноз	В национальной валюте / Прогноз
Суверенные рейтинги		
Российская Федерация	«BBB+»/Стабильный	«BBB+»/Стабильный
Рейтинги региональных и местных органов власти		
Балашихинский район	«В»/Стабильный	«В»/Стабильный
Башкортостан	«BB»/Стабильный	«BB»/Стабильный
Братск	«В»/Стабильный	--/--/--
Волгоградская область	«В+»/Стабильный	«В+»/Стабильный
Вологодская область	«В+»/Стабильный	--/--/--
Иркутская область	«В+»/Стабильный	--/--/--
Клинский район	«В-»/Позитивный	«В-»/Позитивный
Краснодарский край	«BB-»/Стабильный	«BB-»/Стабильный
Ленинградская область	«В+»/Позитивный	--/--/--
Москва	«BBB+»/Стабильный	--/--/--
Московская область	«BB»/Позитивный	«BB»/Позитивный
Нижний Новгород	«BB-»/Стабильный	«BB-»/Стабильный
Новосибирск	«В»/Позитивный	--/--/--
Омск	«В»/Стабильный	--/--/--
Самарская область	«BB-»/Позитивный	--/--/--
Санкт-Петербург	«BBB-»/Стабильный	«BBB-»/Стабильный
Свердловская область	«BB»/Стабильный	«BB»/Стабильный
Ставропольский край	«В»/Позитивный	«В»/Позитивный
Сургут	«BB-»/Стабильный	--/--/--
Татарстан	«BB-»/Стабильный	«BB-»/Стабильный
Уфа	«В+»/Стабильный	«В+»/Стабильный
Ханты-Мансийский автономный округ	«BB+»/Позитивный	--/--/--
Ямало-Ненецкий автономный округ	«BB+»/Стабильный/	--/--/--

Источник: Standard&Poor's.

Урегулирование просроченного долга региональных бюджетов

На фоне улучшения бюджетной ситуации в большинстве субъектов Российской Федерации интенсифицировался процесс урегулирования просроченной задолженности. По данным Минфина России, объем просроченной (неурегулированной) задолженности по долговым обязательствам регионов по состоянию на октябрь 2006 г. снизился по сравнению с октябрём 2005 г.

более чем вдвое – на 7,2 млрд руб. в номинальном выражении – с 14,2 до 7,0 млрд руб. По сравнению с октябрем 2004 г. (29,0 млрд руб.) просроченная задолженность сократилась более чем вчетверо, составив лишь 0,22% от доходной части бюджетов субъектов Федерации, или менее 0,03% ВВП.

Таблица 36

Просроченная (неурегулированная) задолженность по долговым обязательствам субъектов Федерации

	Объем просроченной (неурегулированной задолженности)*	Отношение просроченной (неурегулированной) задолженности к доходам бюджета, %**
Центральный федеральный округ		
Белгородская область	137 867	0,59
Брянская область	39	...
Костромская область	105 322	1,32
Курская область	77 982	0,57
Московская область	9 280	0,01
Тверская область	151,4	0,00
Ярославская область	709 612	3,91
Северо-Западный федеральный округ		
Калининградская область	7 187	0,05
Новгородская область	33 549	0,35
Псковская область	414	...
Южный федеральный округ		
Республика Адыгея	35 700	0,75
Волгоградская область	36 154	0,13
Приволжский федеральный округ		
Республика Башкортостан	31 311	0,04
Чувашская Республика	14 450	0,09
Нижегородская область	2 190	0,01
Оренбургская область	367 528	1,32
Самарская область	1 341 794	2,52
Саратовская область	1 170	...
Уральский федеральный округ		
Курганская область	84 781	0,77
Тюменская область	2 571 397	1,82
Сибирский федеральный округ		
Иркутская область	1 050 000	2,89
Новосибирская область	3 120	0,01
Дальневосточный федеральный округ		
Приморский край	377 750	1,17

* По данным на 1 октября 2006 г.

** Отношение просроченной (неурегулированной) задолженности на 1 октября 2006 г. к доходам регионального (неконсолидированного) бюджета за 2006 г.

Источник: расчеты ИЭПП по данным Минфина РФ.

Наиболее серьезно наличие неурегулированной задолженности по долговым обязательствам в следующих регионах: Тюменской области – 2,6 млрд руб., что составляет 1,8% доходной части бюджета, Самарской области –

1,3 млрд руб., или 2,5% доходной части бюджета, Иркутской области – 1,1 млрд руб., или 2,9% доходной части бюджета.

Кроме того, высокими темпами продолжала снижаться просроченная кредиторская задолженность регионов, которая в 2006 г. сократилась на 23,1 млрд руб. и составила на конец года 57,9 млрд руб. Лишь десятая часть всех регионов увеличила объемы задолженности – суммарно на 2,2 млрд руб.

2.5.3. Фондовый рынок

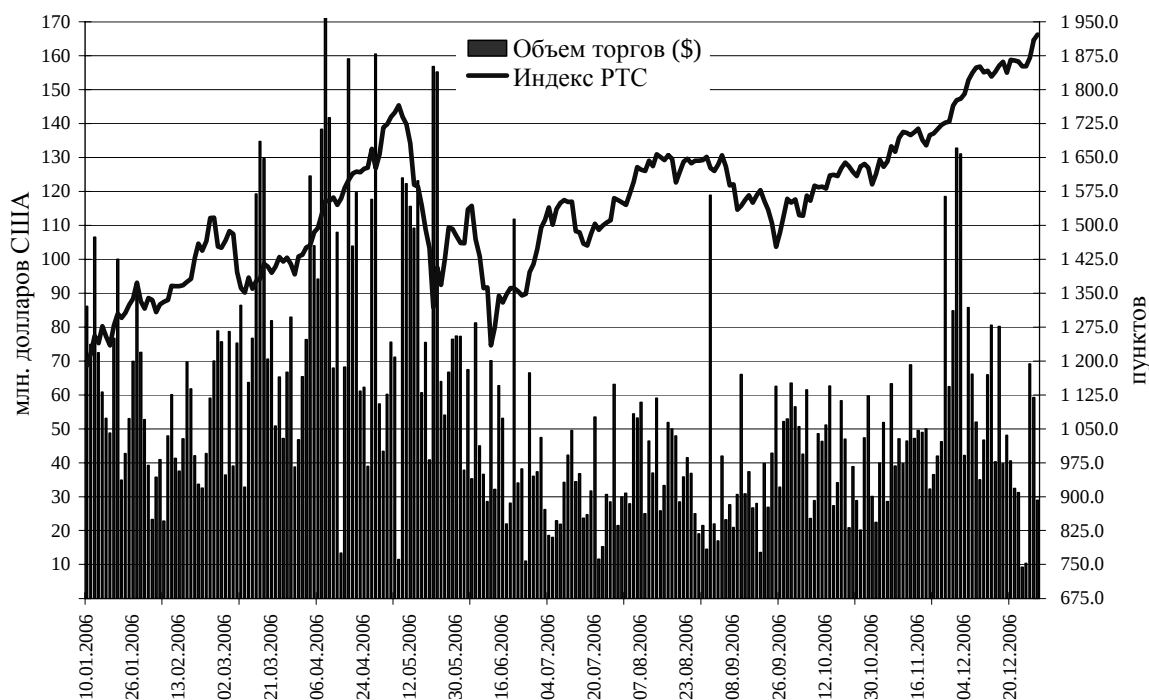
По результатам 2006 г. российский фондовый рынок вновь, как и годом ранее, продемонстрировал значительный рост. В числе основных факторов столь резкого роста российского фондового рынка необходимо отметить крайне благоприятную конъюнктуру мирового рынка нефти и металлов, благодаря чему доходы бюджетной системы РФ заметно превысили прогнозные значения, что справедливо и в отношении размеров Стабилизационного фонда России. Кроме того, летом 2006 г. РФ полностью погасила свои долги перед Парижским клубом кредиторов. Все эти факторы в значительной мере способствовали тому, что рейтинговые агентства S&P's и Fitch в течение года повысили суверенные рейтинг РФ на одну ступень – до уровня «BBB+». Достаточно благоприятно складывалась ситуация и в макроэкономической сфере, определенные успехи были достигнуты и в борьбе с инфляцией – темпы роста потребительских цен по итогам года не превысили целевой уровень. В июле 2006 г. были предприняты шаги по дальнейшей либерализации валютного законодательства, что также могло отразиться на динамике рынка, поскольку были устранены последние барьеры для движения капитала.

Немаловажное значение сыграли и внутренние корпоративные новости. Так, результаты финансовой деятельности большинства компаний сырьевого, телекоммуникационного и ряда других отраслей промышленности по итогам первых двух-трех кварталов 2006 г. заметно превысили аналогичные показатели за 2005 г., что повышало привлекательность этих компаний в глазах инвесторов. Кроме того, продвижения в вопросах реформирования электроэнергетики и телекоммуникационного сектора (приватизация «Связьинвеста») способствовали росту акций компаний этих секторов экономики. Также немаловажным для рынка фактором стало начало свободного обращения на торговых площадках акций «Газпрома» и IPO «Роснефти», в котором активное участие приняло население.

За прошедший 2006 г. российский фондовый индекс РТС вырос на 731,58 пункта – с 1190,34 до 1921,92 пункта, что в процентном отношении к значению индекса на момент закрытия торгов 10 января 2006 г. составляет 61,46% (в 2005 г. рост составил 85,26%). Таким образом, в минувшем году фондовый рынок вновь продемонстрировал довольно внушительные показатели роста, хотя и заметно меньшие в относительных величинах, чем годом ранее. Минимальное значение индекса РТС в 2006 г. – 1190,34 пункта – было зафиксировано в первую торговую сессию прошедшего года, а 29 декабря был достигнут исторический максимум – 1921,92 пункта. Что касается актив-

ности инвесторов, то в 2006 г. она заметно выросла по сравнению с предыдущим 2005 г. В частности, оборот на классическом рынке акций в РТС в 2006 г. составил около \$16,15 млрд при средненежном обороте на уровне \$65 млн, заметно превысив показатели 2005 г. (суммарный объем торгов – около \$7,65 млрд при средненежном обороте на уровне \$30,86 млн). Таким образом, объем торгов в 2006 г. по отношению к соответствующему показателю 2005 г. вырос более чем в 2 раза.

При этом в динамике рынка можно выделить несколько характерных периодов. На протяжении января – февраля рынок вырос с 1190,34 до 1516,99 пункта по индексу РТС, после чего до середины марта последовала краткосрочная коррекция, на фоне которой индекс откатился до отметки 1351,26 пункта. Как видно из *рис. 15*, несмотря на свою непродолжительность, коррекционное движение сопровождалось значительным ростом оборотов торгов. Следующий период – устойчивый рост до очередных исторических максимумов, которые индекс РТС достиг 6 мая (1765,35 пункта). При этом до начала мая рынок рос на относительно более высоких объемах торгов, нежели на протяжении второй половины года, когда он восстанавливался после глубокой коррекции. Так, если в январе – мае среднемесячный объем торгов на классическом рынке РТС составил около \$1469,5 млрд, то на протяжении оставшейся части года он оставался на уровне около \$875 млн. Далее последовала достаточно глубокая коррекция, которая продолжалась до середины июня и характеризовалась снижением индекса РТС практически до минимальных за год значений – отметки 1234,82 пункта.



Источник: фондовая биржа РТС.

Рис. 15. Динамика фондового индекса РТС и объема торгов в 2006 г.

Наконец, оставшуюся часть 2006 г. можно разделить на два подпериода. Первый – это восстановление рынка до уровне 1650 пунктов по индексу РТС и последовавшее за этим техническое снижение, дальнейший рост до конца года, в рамках которого индекс РТС обновил исторический максимум, достигнутый в начале мая 2006 г. – 1853,24 пункта.

Анализируя помесечную динамику российского фондового рынка, отметим, что, несмотря на достаточно длительные праздничные выходные, в январе активность инвесторов на рынке акций оставалась на достаточно высоком уровне, что позволило основным фондовым индикаторам достичь очередных исторических максимумов. Высоким спросом пользовались бумаги Сбербанка России, «ЛУКОЙЛа» и РАО «ЕЭС России», имеющие заметный вес в фондовых индексах. Крайне важным для российского фондового рынка с точки зрения его ликвидности, привлекательности и дальнейших перспектив роста стало начало торгов акциями «Газпрома» на ФБ ММВБ, которые с первых дней свободного обращения на рынке вышли в лидеры по объему торгов. Внешнеэкономические факторы оставались также крайне благоприятными: американские индексы, мировые цены на нефть, а также цены ADR на российские акции росли достаточно высокими темпами.

В феврале влияние этих же факторов вкупе с возросшей ликвидностью в банковском секторе способствовало ускорению роста курсовой стоимости российских акций. Существенное влияние на общую динамику рынка оказали акции РАО «ЕЭС России», рост которых был следствием положительных новостей относительно хода энергореформы. Так, комментируя ее ход, президент РФ выступил за создание условий для привлечения в отрасль частных инвестиций – как отечественных, так и иностранных. Акции «Ростелекома» также заметно выросли после подписания М. Фрадковым правил использования ресурсов единой сети электросвязи РФ для обеспечения и функционирования сетей специального назначения, что является необходимым условием для приватизации «Связьинвеста». Из внешних факторов прежде всего отметим дальнейший рост мировых цен на нефть.

Первая за прошедший год коррекция на фондовом рынке произошла в начале марта. Снижение мировых цен на нефть, усиление ожиданий дальнейшего повышения процентных ставок в США, а также ряд технических факторов (относительная переоцененность некоторых российских компаний) вызвали снижение отечественного рынка акций. Вместе с тем снижение было достаточно непродолжительным, и уже с середины месяца котировки акций вновь начали расти вследствие ряда позитивных новостей как в РФ (заявление «ЛУКОЙЛа» о выкупе части собственных акций, обсуждение в Москве странами «большой восьмерки» вопросов глобальной энергетической безопасности, объявление предположительной даты IPO «Роснефти»), так и с внешних рынков (рост основных фондовых рынков).

Уверенный рост рынка продолжился и в апреле, что позволило ему достичь очередных исторических максимумов. Наиболее существенное влияние на рынок оказывали акции «Газпрома», который подал заявку в Комиссию по

ценным бумагам США на регистрацию программы ADR первого уровня, а также бумаги «Норникеля», положительная динамика которых была обусловлена повышением рекомендаций аналитиками вследствие роста мировых цен на никель. Кроме того, была повышена доля «Газпрома» в индексе MSCI, который используется многими крупными западными игроками в качестве ориентира для формирования портфелей на развивающихся рынках. Крайне чувствительным рынок оказался и к внешнеэкономическим факторам. Так, на фоне усиления напряженности вокруг иранской ядерной программы мировые цены на нефть вплотную приблизились к отметке \$70 за баррель, а российской нефти марки Urals – до \$65 за баррель. При этом рынки развитых стран продемонстрировали смешанную динамику, что позволило минимизировать число неблагоприятных для отечественного рынка факторов.

Достигнув 6 мая максимального за весь период расчета индекса РТС уровня в 1765,35 пунктов, растущий тренд сменился на нисходящий, и на рынке началась широкомасштабная коррекция. Всего за 9 торговых сессий индекс РТС снизился с достигнутого максимума до отметки в 1318,5 пункта, что в относительном выражении составило около 33,9%. В основном это было обусловлено началом вывода средств западных инвесторов со всех рынков категории «emerging», в том числе из России, вследствие повышения процентной ставки в США до 5% годовых и достаточно жестких комментариев относительно будущей политики ФРС. Кроме того, рост курсовой стоимости большинства российских акций, наблюдавшийся на протяжении довольно длительного периода, не мог продолжаться бесконечно. Наконец, снижение цен на мировом рынке нефти (стоимость «черного золота» в Нью-Йорке снизилась с \$75 до 70 за баррель) и цветных металлов также можно рассматривать в качестве одной из причин начала широкомасштабных продаж акций. В конце мая цены отыграли некоторую часть падения на фоне улучшения конъюнктуры мировых рынков, появления информации о возможном слиянии «Северстали» и компании Arcelor.

Дальнейшая динамика рынка характеризовалась повышенной волатильностью. Если в первой половине июня рынок продолжил корректироваться и приблизился практически к минимальным за весь год уровням, то во второй половине июня курсовая стоимость акций начала вновь повышаться. Падение начала месяца по-прежнему стало следствием наличия достаточно высоких процентных рисков, исходящих из США, вследствие которых чистый отток средств с развивающихся рынков с середины мая до середины июня составил около \$13,4 млрд, или 5,1% суммарного объема активов. Напротив, восстановление рынка в конце месяца было следствием крайне высоких цен на нефть, поднявшихся до уровня \$74 за баррель, а также благоприятных макроэкономических данных по РФ.

В июле на рынке акций значительных изменений цен не наблюдалось. Котировки наиболее ликвидных бумаг двигались разнонаправленно, хотя в целом за июль все же несколько выросли. Снижение волатильности рынка было обусловлено заметным снижением опасений инвесторов относительно

дальнейшей политики ФРС США, поскольку в опубликованном отчете (так называемая «бежевая книга») содержалась информация о скором завершении цикла повышения ставок вследствие некоторого замедления экономики США на фоне относительной стабильности цен. Вместе с тем на некоторое время усилилось влияние геополитической составляющей динамики мировых фондовых рынков: разгорающийся конфликт на Ближнем Востоке не способствовал росту фондовых индексов развитых стран. С другой стороны, данный фактор позволил ценам на нефть обновить исторические максимумы, что для российского рынка традиционно является благоприятным событием. Из значимых внутренних факторов отметим повышение рейтинговым агентством Fitch суверенного рейтинга РФ, а также успешное IPO «Роснефти», ставшее крупнейшим первичным размещением акций среди российских компаний, выручка от которого составила \$10,4 млрд. Примечательно, что компания стала первой в России, кто успешно разместил часть акций непосредственно среди населения.

В августе на российском фондовом рынке после летнего затишья восстановилась торговая активность. Правда, основной спрос был сконцентрирован на нескольких «голубых фишках» («Газпром», Сбербанк России). На очередном заседании ФРС ставка была оставлена без изменений на уровне 5,25% годовых, что оказало положительное влияние не только на американский, но и на российский рынок акций. Однако в августе началось заметное снижение мировых цен на нефть, которое продолжилось и в сентябре (стоимость нефти марки Brent в августе-сентябре снизилась с \$75 до 60 за баррель, Urals – с \$70 до 55 за баррель), что негативно сказалось на котировках нефтяных компаний и всего рынка в целом. Некоторую поддержку рынку в сентябре оказала положительная динамика американского и других фондовых рынков, а также ряд благоприятных корпоративных новостей относительно реформы электроэнергетики, повышения международных рейтингов несколькими российскими компаниям, в том числе из телекоммуникационного сектора. В результате в конце сентября снижение рынка приостановилось, и акции вновь начали плавно расти в цене.

С одной стороны, снижающиеся цены на нефть по-прежнему оказывали давление на цены. С другой стороны, в условиях появления ряда положительных факторов, среди которых неизменность процентных ставок в США и вероятность их возможного снижения, а также рост мировых фондовых индексов, рынок перестал быть столь чувствительным к «нефтяному» фактору, как это наблюдалось в августе и сентябре. Из внутренних положительных факторов отметим успешное IPO ряда российских компаний (ТМК, ОГК-5), спрос на которые в несколько раз превышал предложение и свидетельствовал о высоком интересе инвесторов к российским компаниям.

В ноябре рост продолжился, причем его темпы заметно увеличились. Благодаря этому в середине декабря индекс РТС обновил исторические максимумы, достигнутые в мае, и 15 декабря закрылся на отметке 1853,24 пункта. Причиной столь заметного роста стало улучшение ситуации на мировом

рынке нефти, где «черное золото» снова торговалось на уровне \$63–65 за баррель в ожидании сокращения добычи ОПЕК и роста спроса на топливо в США в зимний период. Кроме того, высоким спросом инвесторов пользовались акции энергетического сектора из-за положительных результатов обсуждения энергореформы в администрации президента, а также акции телекоммуникационных компаний.

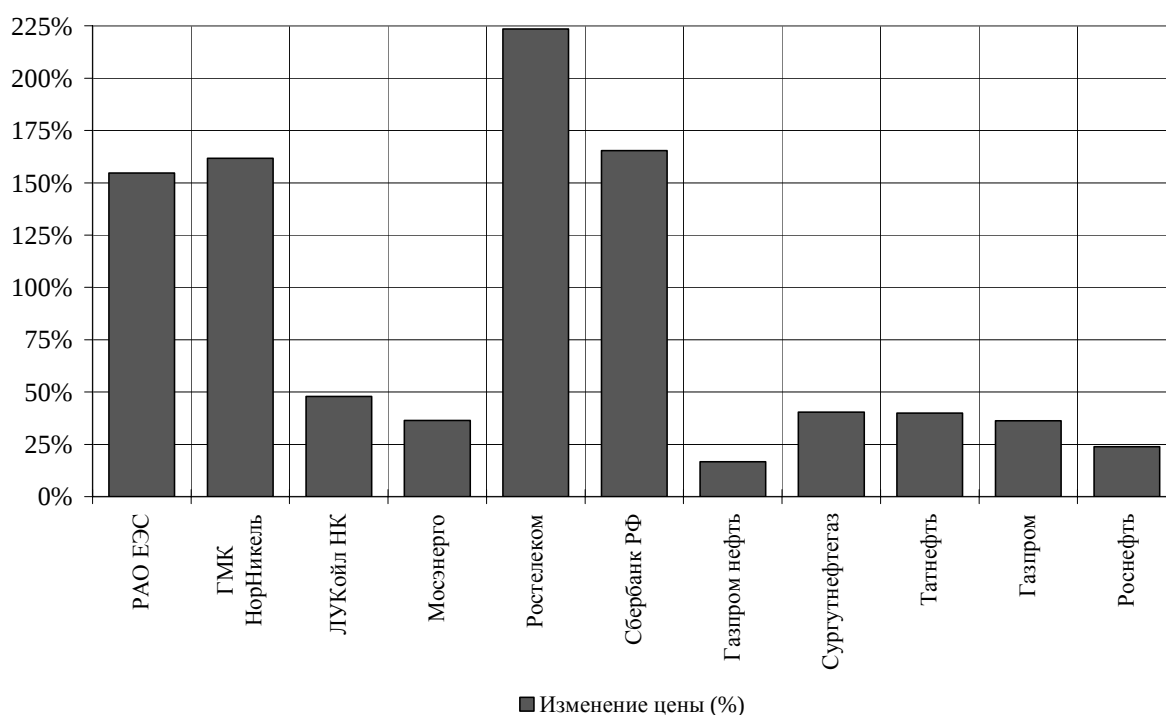
Декабрь в ушедшем году не стал исключением: рынок акций продемонстрировал традиционное «предновогоднее ралли». Акции росли вследствие улучшения конъюнктуры на мировом рынке нефти, фондовых рынках других стран, а также в целом благоприятного внутреннего новостного фона. При этом основной спрос инвесторов в декабре предъявлялся на акции несырьевого сектора экономики и, в частности, Сбербанк России, РАО «ЕЭС России» и «Ростелекома».

В 2006 г., как и годом ранее, стоимость наиболее ликвидных российских акций заметно возросла (рис. 16). Так, наиболее прибыльными в прошедшем году стали инвестиции в акции ОАО «Ростелеком», курсовой доход по которым составил 223,47% (28,18% в 2005 г.). Столь высокие темпы роста, по видимому, можно объяснить ожиданием инвесторами скорейшей приватизации «Связьинвеста». Несколько меньшей доходностью характеризовались акции ОАО «Сбербанк России», подорожавших на 165,38% (156,92% в 2005 г.). Вслед за ними в рейтинге наиболее прибыльных акций расположились бумаги ГМК «Норильский никель», которые за год подорожали на 161,7% (12,36% в 2005 г.). Достаточно высокий темп прироста курсовой стоимости продемонстрировали бумаги РАО «ЕЭС России», подорожавшие в 2006 г. на 154,72% (53,07% в 2005 г.). Что касается остальных акций, то их стоимость выросла в несколько меньшей степени: ОАО «ЛУКОЙЛ» – 47,82% (100,34% в 2005 г.), «Сургутнефтегаз» – 40,37% (49,23% в 2005 г.), «Татнефть» – 40,06% (127,87% в 2005 г.), «Мосэнерго» – 36,43% (–4,76% в 2005 г.), «Газпром» – 36,26% и «Роснефть» – 23,98%. Самые низкие темпы роста из всех «голубых фишек» были зафиксированы по акциям «Газпром нефти» (бывшей «Сибнефти»), стоимость которых в 2006 г. выросла лишь на 16,69%.

Среди компаний «второго эшелона» максимальным приростом курсовой стоимости по итогам 2005 г. отметились акции ОАО «Челябэнерго» (447,95%), ОАО «ТКЗ Красный Котельщик» (439,1%), ОАО «Псковэнерго» (423,53%). При этом активность торгов по перечисленным бумагам оставалась на относительно низком уровне. Так, с акциями ОАО «Челябэнерго» было совершено 22 сделки, с акциями ОАО «ТКЗ Красный Котельщик» – 26 сделок, с акциями ОАО «Псковэнерго» – 34 сделки.

Лидером по обороту в РТС в 2006 г. стали акции РАО «Газпром», на долю которых пришлось около 39,8% суммарного оборота на классическом рынке РТС. Несомненно, столь заметный скачок был во многом обусловлен началом свободного обращения акций РАО «Газпром». Следом за ними следуют акции РАО «ЕЭС России», доля которых в суммарном объеме торгов составила 16,7% против 25,86% в 2005 г. Далее идут акции ОАО «ЛУКОЙЛ» с показателем на

уровне 13,9% (29,55% в 2005 г.). На четвертом и пятом местах со значительным отставанием находятся акции ГК «Норильский никель» и ОАО «Сбербанк России», доля которых в общем объеме торгов в РТС в 2006 г. составила соответственно 5,9% (9,7% в 2005 г.) и 4,8% (5,6% в 2005 г.). Таким образом, в 2006 г. доля операций с акциями 5 указанных эмитентов в РТС составила около 80,8%, что заметно выше аналогичного показателя за предыдущий год (71,28%).



Источник: фондовая биржа РТС.

Рис. 16. Изменение курсовой стоимости «голубых фишек» по итогам 2005 г.

По данным на 29 декабря 2006 г., пятерка компаний – лидеров по размеру капитализации выглядела следующим образом: «Газпром» – \$272,25 млрд, «Роснефть» – \$83,19 млрд, «ЛУКОЙЛ» – \$74,18 млрд (\$50,5 млрд в 2005 г.), Сбербанк России – \$65,6 млрд (\$24,89 млрд в 2005 г.), «Сургутнефтегаз» – \$54,7 млрд (\$38,5 млрд в 2005 г.). Рейтинг компаний по уровню капитализации в 2006 г. по сравнению с 2005 г. изменился незначительно. Важно отметить, что по результатам прошедшего года четыре из пяти наиболее капитализированных компаний России представляют нефтегазовый сектор против трех компаний в 2005 г., что стало следствием крайне благоприятной конъюнктуры сырьевых рынков в 2006 г. Среди компаний несырьевого сектора экономики наибольшую капитализацию, как и в прошлом году, имеет Сбербанк России.

Рынок срочных контрактов

С каждым годом оборот рынка срочных контрактов FORTS существенно увеличивается, и 2006 г. не стал исключением. Так, по результатам прошедшего года суммарный оборот торгов фьючерсами и опционами на этом сегменте финансового рынка России составил около 2 708,5 млрд руб. против 711,54 млрд руб. в 2005 г. Иными словами, оборот рынка срочных контрактов FORTS в 2006 г. вырос практически в 3 раза по сравнению с предыдущим годом. Участниками торгов было заключено более 5 млн сделок и 89,6 млн контрактов (около 1,96 млн сделок и 54,87 млн контрактов в 2005 г.). Среднедневной объем открытых позиций по стандартным контрактам составил в 2006 г. около 64,6 млрд руб., 2,24 млн контрактов и вырос по сравнению с 2005 г. в 2,6 раза в рублях и на 37,2% в контрактах (в 2005 г. 18 млрд руб., 1,63 млн контрактов). В течение 2006 г. объем открытых позиций достигал максимального значения в 147,8 млрд руб. (12 декабря) и 4,19 млн контрактов (тогда же). В сегменте срочных контрактов в 2006 г., как и годом ранее, основную долю составляли операции с фьючерсами: на них приходилось около 88% суммарного объема торгов, или 2 397 млрд руб. (630,53 млрд руб. в 2005 г.), тогда как по опционам было заключено сделок всего лишь на 311,4 млрд руб. (81,01 млрд руб. в 2005 г.). Таким образом, в прошедшем году доля операций с опционами по обороту не изменилась по сравнению с 2005 г.

Некоторые изменения произошли в рейтинге по объему торгов отдельными контрактами. Так, после появления на рынке в 2005 г. фьючерса на индекс РТС в 2006 г. он стал наиболее популярным инструментом среди инвесторов: на его долю пришлось около 27,76% суммарного оборота в FORTS. Следом за ним шли контракты на акции ОАО «Газпром» и ПАО «ЕЭС России», на которые в 2006 г. пришлось 27,74 и 20,79% суммарного объема торгов, соответственно (21,62 и 27,37% в 2005 г.). Далее с большим отставанием идут фьючерсы на акции «ЛУКОЙЛа» (7,77% оборота против 17,59% в 2005 г.). Наиболее популярными среди опционов стали опционы на фьючерсы на акции ОАО «Газпром» – 3,95% суммарного оборота срочного рынка.

В 2006 г. на рынке появилось несколько новых инструментов. 14 февраля были запущены торги фьючерсным контрактом на корзину 10-летних облигаций Москвы, который стал первым производным финансовым инструментом на долгосрочную процентную ставку. 20 февраля началось обращение фьючерсного контракта на еврооблигации РФ с погашением в 2030 г. Благодаря запуску этого фьючерсного контракта возник новый биржевой инструмент по хеджированию рисков. Кроме того, у участников рынка появилась возможность с минимальными издержками осуществлять арбитраж между 30-ми евробондами и US Treasuries. 30 мая начались торги фьючерсами на ставку межбанковского рынка MosIBOR (Moscow Inter – Bank Offered Rate), который стал первым инструментом позволяющим хеджировать риски по краткосрочным ставкам. 8 июня стартовали торги фьючерсами на нефть марки Urals и золото, что ознаменовало начало этапа развития товарного рынка FORTS. В дальнейшем расширение линейки товарных контрактов возможно за счет оп-

ционов на нефть и золото, а также фьючерсов на нефтепродукты. Наконец, 16 октября началось обращение фьючерсного контракта на обыкновенные акции ОАО «Роснефть» и опционов на фьючерсный контракт на обыкновенные акции ОАО ГМК «Норильский никель». С запуском новых инструментов на срочном рынке FORTS сформировался полный набор производных на все «голубые фишки» российского фондового рынка. Таким образом, на текущий момент участники FORTS имеют возможность проводить операции по 16 фьючерсным и 7 опционным контрактам.

Рынок корпоративных облигаций

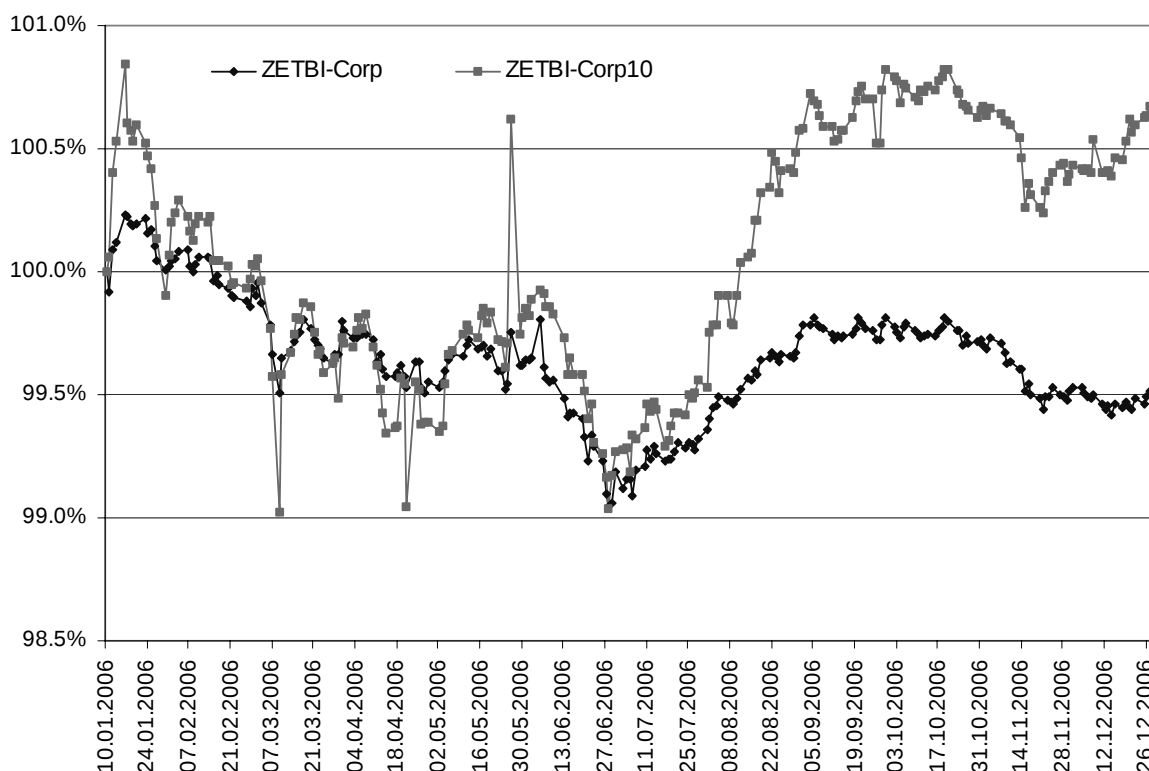
В 2006 г. на рынке корпоративных и региональных облигаций наблюдалась в целом стабильная ситуация. Однако по сравнению с рынком акций рынок корпоративных облигаций в 2006 г. не продемонстрировал четко выявленной динамики. Об этом, в частности, свидетельствует динамика индексов корпоративных облигаций, рассчитываемых банком «Зенит» на основе рыночных котировок облигаций, торгуемых на ММВБ. Так, по итогам 2006 г. индекс ZETBI-Corp снизился на 0,43 пункта (–0,39%) со 111,52 до 111,09 пункта. При этом индекс ZETBI-Corp10, рассчитываемый на основе котировок наиболее ликвидных корпоративных облигаций, за прошедший 2006 г., напротив, несколько вырос – со 118,2 до 119,11 пункта.

По сравнению с рынком государственных облигаций котировки корпоративного долга на протяжении 2006 г. характеризовались несколько более высокой волатильностью. При этом для всего года можно выделить три периода, на протяжении которых цены вели себя по-разному (*рис. 17*). Первый из них – период с января по июнь, когда на рынке преобладал нисходящий тренд. Второй период – с июля по сентябрь, когда рынок в целом несколько вырос, тогда как наиболее ликвидные выпуски остановились вблизи максимальных для 2006 г. уровней. Наконец, на протяжении третьего периода рынок в целом остался на достигнутых к концу октября уровнях, несмотря на заметное падение в ноябре и рост в декабре.

Переходя к анализу ежемесячной динамики котировок, отметим, что длительные праздники в январе негативно отразились на активности инвесторов на рынке корпоративного и регионального долга. Несмотря на это, в начале января котировки наиболее ликвидных выпусков немного повысились. Анализируя внешние факторы, отметим, что динамика американских облигаций и российских еврооблигаций способствовала падению цен корпоративных обязательств. Напротив, внутриэкономические факторы оказывали поддержку бумагам: рубль укреплялся по отношению к доллару США, ликвидность оставалась на приемлемом уровне. Относительно спокойной оставалась ситуация на первичном рынке, где объем предложения был крайне низким.

В феврале – марте на рынке преобладала умеренно негативная динамика. Усилилось влияние фактора первичного рынка: значительный объем первичных предложений способствовал оттоку средств со вторичного рынка. Кроме того, дополнительное давление на цены оказывал валютный рынок, где

в первой половине марта наблюдалось ослабление рубля по отношению к доллару США. По-видимому, движение рынка в значительной степени определялось ожиданиями дальнейшего повышения ставок на развитых рынках, поскольку остальные факторы в целом не способствовали снижению рынка: котировки российских еврооблигаций оставались устойчивы, к концу месяца рубль восстановил свои позиции относительно доллара. При этом дополнительной причиной снижения рынка в марте стало повышение процентных ставок развитыми странами (США, Европа, Япония), что свидетельствовало о снижении привлекательности вложений в развивающиеся рынки как рынки с более высоким риском, и увеличение стоимости заимствований.



Источник: банк «Зенит».

Рис. 17. Динамика ценовых индексов корпоративных облигаций в 2006 г.
(10 января 2006 г. = 100%)

На протяжении следующего месяца активность инвесторов на рынке корпоративных облигаций заметно выросла, что, однако, не привело к формированию четко выраженного положительного тренда: котировки наиболее ликвидных выпусков двигались разнонаправленно. Основным внешнеэкономическим фактором продолжала оставаться неопределенность относительно дальнейших приоритетов денежно-кредитной политики ФРС США, что непосредственным образом влияет на активность западных инвесторов на развивающихся рынках. Позитивных настроений инвесторам не добавлял очередной виток мировых цен на нефть, а также напряженность отношений Запада и

Ирана. Рост ставок на межбанковском рынке оказывал дополнительное давление на цены. Даже заметный рост курса рубля по отношению к доллару не смог стимулировать увеличения спроса на облигации.

Май ознаменовался умеренным ростом котировок большинства ликвидных выпусков корпоративных облигаций при достаточно высокой активности на рынке. При этом рынок оказался достаточно устойчив к негативным внешним факторам. По-видимому, это может объясняться тем, что в условиях массового сброса активов на рынке акций и общего ухудшения ситуации на мировых рынках корпоративные облигации рассматривались инвесторами в качестве относительно наиболее привлекательной возможности вложения средств. Кроме того, изначально структуры инвесторов на рынке акций и корпоративных облигаций могла различаться: если операции с акциями чаще всего носят краткосрочный и спекулятивный характер, то вложения в корпоративные бумаги более консервативны по своей сути, и инвесторы, осуществляющие такие инвестиции, в значительно меньшей степени реагируют на краткосрочные колебания рыночной конъюнктуры и ориентируются на фундаментальные показатели эмитентов. Нельзя игнорировать и фактор ликвидности, который традиционно является одним из наиболее значимых для долгового рынка РФ, а также продолжающееся укрепление национальной валюты.

Однако майский рост оказался недолгим, и уже с июня рынок вновь начал снижаться. При этом снижение затронуло достаточно широкий спектр бумаг. Активность инвесторов оставалась достаточно высокой, что свидетельствовало не только о техническом, но и о фундаментальном характере снижения. Неопределенность политики ФРС США оставалась одним из основных фундаментальных факторов для финансовых рынков многих стран. Комментарии денежных властей США свидетельствовали о том, что инфляция выходит из «комфортного диапазона», что говорило о высокой вероятности дальнейшего пересмотра ставок в сторону повышения. Таким образом, если в мае этот фактор в основном сказался на рынке акций, то в июне закономерно оказал влияние и на долговой рынок. Основными факторами поддержки, как и несколькими месяцами ранее, являлись достаточно высокий уровень ликвидности в банковском секторе и укрепление рубля по отношению к доллару США.

Как и для других сегментов российского финансового рынка, июль стал месяцем смены тенденции для рынка корпоративного долга. Во многом это было обусловлено общим улучшением конъюнктуры на мировом долговом рынке и рынке российских еврооблигаций в частности. Высокая ликвидность и снижение инфляции в РФ оказывали дополнительную поддержку котировкам. На первичном рынке был размещен достаточно большой объем облигаций, что в определенной степени сдерживало котировки. Постепенный рост цен корпоративных облигаций продолжился и в августе вследствие высокой ликвидности (ставки МБК находились на уровне 2–3% годовых), повышения рейтинга РФ месяцем ранее, благоприятной ситуации на рынке внешнего

долга и снижения инфляционных ожиданий. Снижение первичного предложения дополнительно стимулировало ощутимый рост активности на рынке.

Двухмесячный рост, наблюдавшийся в августе и сентябре, в октябре сменился разнонаправленной динамикой цен, в результате чего котировки по итогам месяца изменились незначительно. Внешние факторы носили в целом негативный оттенок. Так, возможность повышения процентной ставки в еврозоне и неизменность ставки в США сдерживали рост котировок не только валютных, но и рублевых облигаций. Кроме того, наблюдался рост волатильности номинального обменного курса доллара при его относительной стабильности к рублю. В ситуации заметного снижения мировых цен на нефть инвесторы понимали, что поддержки со стороны данного фактора, которая наблюдалась на протяжении большей части 2006 г., ожидать более не приходится. Внутренние факторы также сдерживали рост – снижение ликвидности, большой объем первичных размещений. Несмотря на то что к концу сентября доходность по наиболее качественным выпускам приблизилась к минимальным уровням, заметное изменение структуры основных факторов оказывало все большее давление на цены. Позитивной для рынка стала информация о повышении рейтинговым агентством S&P's долгосрочных кредитных рейтингов РФ.

В конце октября рынок начал плавно снижаться. Внешний фон оставался в целом нейтральным. С одной стороны, процентные ставки в США и Европе остались неизменными, что способствовало стабилизации котировок по облигациям. С другой стороны, заметное ухудшение ситуации на сырьевых рынках оказывало противоположное влияние на цены корпоративных облигаций. Снижение цен (Brent) ниже отметки \$60 за баррель способствовало снижению цен российских акций, а вслед за ними – и корпоративных облигаций. Внутренние факторы также носили преимущественно негативный оттенок: предложение на первичном рынке оставалось на высоком уровне, в конце месяца существенно ухудшилась ситуация с ликвидностью (ставки МБК доходили до 7–10% годовых).

В ноябре единая тенденция на рынке отсутствовала, хотя по итогам месяца многие выпуски и продемонстрировали небольшой рост. Основными факторами, сдерживающими повышение котировок, стали заметное ухудшение ситуации с ликвидностью в банковском секторе, а также большой объем первичных размещений. С другой стороны, значительное укрепление рубля к доллару США крайне положительно сказалось на привлекательности рублевых активов и способствовало росту спроса на корпоративные облигации. Снижение уровня доходности на внешнем рынке также поддерживало рынок рублевого долга. В декабре конъюнктура рынка улучшилась, причиной чему стали хорошие макроэкономические данные, рост финансовых показателей деятельности компаний и повышение рейтингов ряда из них. Ликвидность также улучшилась. Наиболее значимым негативным фактором стал высокий уровень предложения на первичном рынке, который отвлекал на себя часть средств со вторичного рынка.

В целом за 2006 г. суммарный объем первичных размещений на рынке корпоративного и субфедерального долга составил около 515,4 млрд руб. (около 464,4 млрд руб. на займы компаний и банков) против приблизительно 311 млрд руб. в 2005 г. Таким образом, можно констатировать существенное увеличение первичного предложения на рынке корпоративного и регионального долга. На фоне общего роста активности эмитентов на первичном рынке в 2006 г. наблюдалось и более равномерное распределение аукционов по размещению в течение года. Так, максимальный объем размещений корпоративных и региональных облигаций на первичном рынке был зафиксирован, как и годом ранее, в декабре и составил около 85,8 млрд руб. (около 75,1 млрд руб. в декабре 2004 г.), тогда как минимальный составил 13,9 млрд и наблюдался в мае (9,05 млрд руб. в мае 2005 г.). Таким образом, месяцами максимального и минимального первичного предложения на рынке корпоративного и субфедерального долга, как и в 2005 г., стали декабрь и май соответственно.

Факторы динамики российского фондового рынка

Динамика российского фондового рынка в 2006 г. определялась целым рядом факторов, которые для удобства можно условно подразделить на следующие группы:

- внутривалитическая ситуация;
- взаимоотношения с международными финансовыми институтами и организациями;
- ситуация на международных финансовых рынках;
- ситуация на мировых рынках сырья (в частности, нефти);
- корпоративные новости.

Каждая из представленных групп факторов на протяжении 2006 г. оказывала неодинаковое влияние на динамику различных сегментов российского финансового рынка. Несмотря на то что большая часть из них уже была упомянута при анализе динамики различных сегментов российского финансового рынка, необходимо остановиться на них немного подробнее, а ситуация на мировых рынках сырья (в частности, нефти) рассмотрена в разделе 3.1.3.

Внутривалитическая ситуация

Внутривалитическая ситуация в России на протяжении 2006 г. оставалась довольно благоприятной для финансовых рынков. Прежде всего, отметим, что публикуемая статистическая информация свидетельствовала о росте российской экономики. Определенные проблемы наблюдались в первой половине года и были связаны со значительным ускорением инфляционных процессов, превысивших официально утвержденные параметры. Это способствовало формированию инфляционных ожиданий и прежде всего отражалось на уровне доходности долговых инструментов. Однако во второй половине года инфляцию удалось взять под контроль, а некоторые официальные лица в правительстве и ЦБ РФ высказывались с надеждой на

то, что инфляцию все-таки удастся удержать в рамках заранее утвержденных значений. Другим важным фактором динамики финансовых рынков стал рост мировых цен на нефть. Как и годом ранее, он способствовал не только дальнейшему улучшению бюджетных показателей РФ, но и росту поступлений в Стабилизационный фонд, средства которого летом частично были использованы для окончательного погашения задолженности России перед Парижским клубом кредиторов.

Кроме того, на протяжении всего года практически отсутствовали сообщения о налоговых претензиях к крупнейшим российским компаниям, как это было на протяжении 2004–2005 гг. Если у налоговых органов и возникали претензии к отдельным налогоплательщикам, то, как правило, разногласия решались в процессе взаимодействия сторон. Вместе с тем государство продолжило курс на повышение своего участия в отдельных секторах экономики. В частности, в конце года активизировались проверки компании ТНК-ВР и реализуемых при ее участии проектов СРП. По официальной версии, основной причиной повышенного внимания к компании стало нарушение природоохранного законодательства. Однако можно предположить, что упомянутые проекты являются достаточно привлекательным активом, а условия, по которым они заключались изначально, могли оказаться неприемлемыми для текущего руководства страны.

Наконец, нельзя не отметить тот факт, что в прошедшем году были приняты некоторые решения относительно проводимых в стране инфраструктурных реформ. В частности, президент высказывался за необходимость создания условий для привлечения отечественных и иностранных инвестиций в электроэнергетику страны. Осенью довольно успешно прошло обсуждение хода энергореформы, что также можно рассматривать в качестве одного из факторов поддержки для отечественного рынка. Кроме того, периодически появлялись комментарии о необходимости приватизации «Связьинвеста», что уже давно ожидается рынком и, как правило, рассматривается в качестве фактора роста акций телекоммуникационных компаний.

Взаимоотношения с международными финансовыми институтами и организациями

В течение года отношения России и международных финансовых организаций складывались довольно успешно, что в значительной степени было следствием благоприятной макроэкономической ситуации в стране на протяжении последних лет и эффективной политики по управлению внешним долгом России.

Так, в июле международное рейтинговое агентство Fitch повысило суверенный рейтинг РФ по обязательствам в иностранной и национальной валюте до уровня «BBB+» с «BBB», прогноз рейтинга – «стабильный». Представители агентства объяснили повышение странового рейтинга РФ несколькими причинами, одной из которых является быстрое укрепление макроэкономических и финансовых позиций России из-за высоких цен на сырьевых рынках, снижающее вероятность будущих рисков по обслуживанию государственного

долга. В агентстве ожидается, что к концу года Россия станет внешним нетто-кредитором по государственному долгу в объеме более \$200 млрд, что обеспечит существенный запас прочности на случай возможных резких негативных изменений. В сентябре другое рейтинговое агентство – Standard&Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг РФ по обязательствам в иностранной валюте с «BBB» до «BBB+», в национальной валюте – с «BBB+» до «A-». Прогноз рейтингов – «стабильный». Согласно пресс-релизу агентства, данное решение обусловлено увеличением золотовалютных резервов РФ, улучшением показателей бюджета расширенного правительства, а также взвешенным подходом правительства к решению проблем макроэкономической стабильности.

Другим свидетельством признания роли российских компаний является включение их акций в глобальные фондовые индексы. Так, в 2006 г. агентство Morgan Stanley Capital International не только включило акции «Газпрома» в расчет индекса MSCI Russia, но в течение года повышало их вес в индексе.

Повышение суверенных рейтингов РФ в 2006 г. было в значительной степени обусловлено крайне успешной политикой по управлению внешним государственным долгом. Так, в июне РФ завершила переговоры о досрочном погашении оставшейся части долга Парижскому клубу кредиторов, которая составляла около \$22 млрд. Сделка была завершена в августе текущего года.

Ситуация на международных финансовых рынках

Прошедший 2006 г. характеризовался заметным улучшением конъюнктуры мировых фондовых рынков (см. табл. 37).

В частности, американские фондовые индикаторы в 2006 г. продемонстрировали достаточно сильный рост. Так, по итогам года американский фондовый индекс Dow Jones вырос на 1289 пунктов (14,90%), индекс NASDAQ Composite вырос на 168,87 пункта (7,65%). Для динамики американских фондовых индикаторов можно также выделить два периода с различными тенденциями (рис. 18). В частности, если в первой половине года рынок в целом проявлял разнонаправленное движение, то во второй половине года индексы уверенно росли.

Анализируя основные факторы динамики, отметим, что среди них основными для 2006 г. стали ужесточение денежно-кредитной политики ФРС США, макроэкономические новости, динамика мировых цен на нефть, корпоративные новости, а также рост геополитической напряженности на Ближнем Востоке.

Таблица 37

Динамика мировых фондовых индексов в 2006 г.

Данные на 29 декабря	Значение	Изменение за 2006 г. %
PTC (Россия)	1921,92	61,45
Dow Jones Industrial Average (США)	12463,15	14,90
NASDAQ Composite (США)	2415,29	7,65
S&P 500 (США)	1418,30	11,78
FTSE 100 (Великобритания)	6220,80	9,50
DAX-30 (Германия)	6596,92	21,04
CAC-40 (Франция)	5541,76	16,55
Swiss Market (Швейцария)	8785,70	15,17
Nikkei-225 (Япония)	17225,83	5,28
Bovespa (Бразилия)	44474,00	32,73
IPC (Мексика)	26448,32	47,54
IPSA (Чили)	2693,22	38,85
Straits Times (Сингапур)	2985,83	26,01
Seoul Composite (Южная Корея)	1434,46	3,25
ISE National-100 (Турция)	39117,46	-1,69
Morgan Stanley Emerging Markets Free Index	912,66	29,09

Отметим, что значимость первого из факторов в 2006 г. заметно возросла. В первой половине года ФРС несколько раз повышала ставку, что сказывалось на котировках американских акций. Решение о повышении процентной ставки принималось исходя из макроэкономической статистики, которая в первой половине года свидетельствовала о стабильном росте экономики, но и об усилении инфляционных рисков. Дополнительным фактором повышения инфляции являлся значительный рост мировых цен на энергоносители, поскольку американская экономика зависима от поставок нефти и нефтепродуктов. Ряд корпораций в начале года обнародовал негативные прогнозы относительно производственных и финансовых показателей, что стало дополнительным барьером для котировок. Кроме того, определенное негативное влияние оказывало развитие ситуации вокруг иранской ядерной программы. Отсутствие компромисса между администрацией США и правительством Ирана повышало риск введения не только экономических санкций со стороны США и ряда развитых стран, но и допускало возможность начала военной операции. Все это также негативно отражалось на поведении инвесторов.

Напротив, начиная с июля макроэкономическая статистика свидетельствовала о некотором охлаждении экономики и снижении инфляционных рисков. В связи с этим ФРС было принято решение не менять процентную ставку. Благодаря этому многие инвесторы пересмотрели свои прогнозы относительно

уровня процентной ставки и, более того, допускали даже возможность ее некоторого снижения при сохранении тенденций, наблюдаемых в конце года.

Что касается фондовых рынков других стран, то они также выросли по итогам 2006 г. Так, фондовые индикаторы стран Европы выросли несколько сильнее американских индексов. Немецкий DAX-30 прибавил за год 21,04%, французский CAC-40 –16,55%. Одним из факторов динамики европейского фондового рынка стало повышение процентной ставки ЕЦБ. Еще более благоприятная ситуация складывалась на рынках развивающихся стран, фондовые рынки которых в 2006 г. продемонстрировали рост, который в большинстве случаев измерялся несколькими десятками процентов в год. В результате рост агрегированного фондового индекса развивающихся стран, рассчитываемый компанией Morgan Stanley по итогам года, составил около 29,09%.

В целом влияние рынков развитых стран на российский рынок акций в большей степени проявлялось в период отсутствия важных внутренних новостей и стабилизации цен на нефтяном рынке. Напротив, в периоды появления на рынке достаточно большого количества внутренних новостей как из корпоративного, так и из государственного сектора, их влияние на котировки оказывалось существенно более весомым, чем колебания конъюнктуры мировых рынков. Единственным фактором, которому инвесторы уделяли большое внимание независимо от страны, была политика ФРС США, что в среднесрочной перспективе могло сказаться на уровне ликвидности этих рынков из-за оттока средств крупных американских фондов и других институциональных инвесторов.

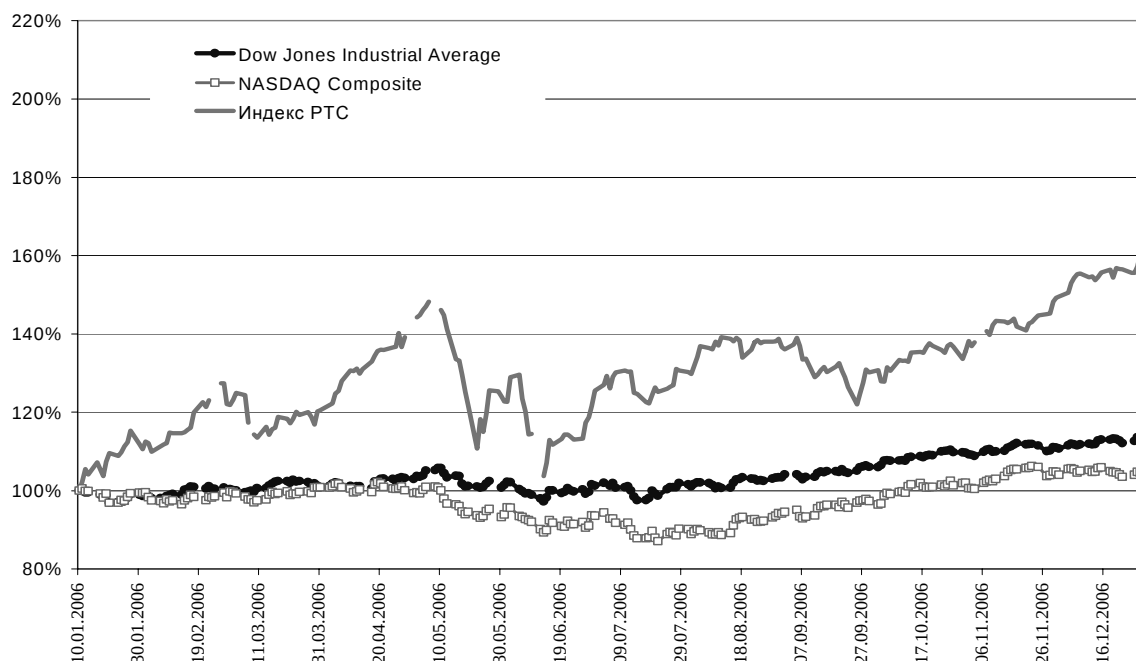


Рис. 18. Динамика американских индексов Dow Jones и NASDAQ в 2006 г. (10 января 2006 г.=100%)

Корпоративные новости

Изменение кредитных рейтингов. Заметные улучшения в функционировании некоторых российских корпораций отразились в присвоении им долгосрочных кредитных рейтингов или пересмотре уже существующих.

Так, в конце марта 2006 г. международное рейтинговое агентство Standard&Poor's сообщило о решении повысить долгосрочный кредитный рейтинг ОАО «Ростелеком» с «В+» до «ВВ-» со стабильным прогнозом. Как говорится в отчете S&P, на решение о повышении кредитного рейтинга ОАО «Ростелеком» повлияло дальнейшее укрепление финансового положения компании, обусловленное позитивными результатами операционной деятельности и низким уровнем задолженности. Агентство S&P's позитивно оценило стабильные операционные результаты, а также эффективные действия менеджмента компании по сокращению издержек, направленные на поддержание высокого уровня рентабельности. При этом дальнейшее снижение долговой нагрузки и положительный свободный денежный поток способствовали поддержанию высокого уровня ликвидности компании.

Кроме того, в мае компания сообщила о повышении агентством Standard&Poor's рейтинга корпоративного управления компании по российской шкале до уровня «РКУ-6,2». Рейтинг по международной шкале подтвержден на уровне «РКУ-6». Общий рейтинг компании складывается из присуждаемых баллов по отдельным компонентам, оцениваемым по шкале от 1 до 10. Так, баллы по «структуре собственности и влиянию акционеров» по итогам года были несколько снижены с 5/5,3 до 5/5,2 (первая оценка отражает баллы по международной шкале, вторая — по российской), как и баллы, отражающие «права финансово заинтересованных лиц и отношения с ними» с 7+/7,5 до 7/7,3. Баллы, присуждаемые за «финансовую прозрачность компании и раскрытие информации», были подтверждены на уровне 6+/6,9. В то же время улучшение в компоненте «Состав и практика работы совета директоров» «Ростелекома» позволили агентству S&P поднять баллы с 5+/5,7 до 5+/5,9. Агентство Standard & Poor's позитивно оценило уровень информационной открытости компании, создание должности корпоративного секретаря, активную работу комитетов совета директоров, в частности комитета по аудиту, и принятие объективной программы вознаграждения членов руководства. Высокой оценки S&P также заслужило внимание руководства компании к совершенствованию стандартов корпоративного управления в соответствии с современными международными требованиями.

Дважды в 2006 г. пересматривался рейтинг ОАО «ЛУКОЙЛ». 13 апреля рейтинговое агентство Fitch присвоило компании рейтинг эмитента по обязательствам в иностранной и национальной валютах на уровне «BBB-», а также краткосрочный рейтинг на уровне «F3». Прогноз по рейтингам – «стабильный». Одновременно агентство присвоило рейтинг «BBB-» выпуску конвертируемых облигаций ОАО «ЛУКОЙЛ» на \$350 млн, эмитированных LUKinter Finance BV. Как отмечается в заявлении агентства, «стабильный» прогноз по рейтингу основан на сохранении высокой прибыльности деятельности компании в будущем, что будет обеспечено стабильным ростом добычи нефти и

выпуска нефтепродуктов, сохранением благоприятной ценовой конъюнктуры на мировом рынке нефти и увеличением доступа «ЛУКОЙЛа» к привлекательным экспортным рынкам, особенно в Северной Америке. С другой стороны, неблагоприятное налоговое законодательство, высокие экспортные пошлины и затраты на транспортировку, а также повышение конкуренции на российском рынке нефтепродуктов являются угрозой для рейтинга.

11 июля рейтинговое агентство Standard&Poor's повысило долгосрочные кредитные рейтинги ОАО «ЛУКОЙЛ» с «BB» до «BB+». Прогноз рейтинга – «позитивный». Одновременно рейтинг по российской шкале был повышен с «ruAA» до «ruAA+». Повышение рейтингов отражает продолжающийся рост прибыльности компании: в I квартале 2006 г. чистая прибыль в расчете на баррель добычи составила \$9, что на 29% больше по сравнению с I кварталом 2005 г. Standard&Poor's ожидает, что в будущем прибыль группы «ЛУКОЙЛ» и ее устойчивость к понижению цен на нефть продолжат увеличиваться за счет стремительно растущей добычи газа.

Кредитный рейтинг ГМК «Норильский никель» в 2006 г. также был повышен двумя ведущими рейтинговыми агентствами. Так, 8 августа международное рейтинговое агентство Standard&Poor's повысило рейтинги ОАО «ГМК «Норильский никель» с «BB+» до «BBB-». Это самый высокий уровень среди частных компаний России. Прогноз рейтинга – «стабильный». Одновременно рейтинг по российской шкале подтвержден на уровне «ruAA+». По совокупности представленных рейтингов (Fitch – «BBB-», Moody's – «Ba1» и Standard & Poor's – «BBB-») «Норильский никель» удерживает лидирующие позиции с наивысшим рейтингом среди частных российских компаний.

А 9 октября международное рейтинговое агентство Moody's Investors Service повысило корпоративный рейтинг ОАО «ГМК "Норильский никель"» до «Baa2» с «Ba1», т.е. сразу на две ступени, доведя его до инвестиционного уровня. Рейтинг по необеспеченным долговым обязательствам повышен на 3 ступени до «Baa2» с «Ba2», по национальной шкале агентства Moody's Interfax – до «Aaa.ru» с «Aa1.ru». Повышение рейтинга, как говорится в сообщении агентства, отражает сильные фундаментальные показатели компании. Прогноз рейтингов – «стабильный». По совокупности представленных рейтингов (Fitch – «BBB-», Moody's – «Baa2» и Standard & Poor's – «BBB-») «Норильский никель» удерживает лидирующую позицию с наивысшим рейтингом среди частных российских компаний. Данные рейтинги отражают уникальную ресурсную базу и устойчивое финансовое положение компании, а также лидирующие позиции ГМК «Норильский никель» на мировом рынке никеля, палладия, платины, меди.

Результаты финансовой деятельности. В августе – декабре 2006 г. многие компании опубликовали финансовые результаты своей деятельности в текущем году, среди которых отметим следующие.

5 декабря 2006 г. РАО «ЕЭС России» опубликовало консолидированную финансовую отчетность за 1-е полугодие 2006 г., подготовленную в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО). Так, доходы Группы РАО «ЕЭС России» от основной деятельности за 1-е полуго-

дие 2006 г. составили 453,3 млрд руб., что на 62,2 млрд руб. выше показателя за аналогичный период прошлого года. Прибыль от основной деятельности Группы за 6 месяцев 2006 г. выросла по сравнению с I полугодием 2005 г. на 6,6 млрд руб. (на 14%) и составила 53,4 млрд руб. Прибыль до налогообложения составила 47,2 млрд руб., увеличившись на 8,5 млрд руб. Чистая прибыль Группы РАО «ЕЭС России» за январь – июнь 2006 г. составила 27,2 млрд руб. По сравнению с 1-м полугодием 2005 г. произошел рост чистой прибыли на 5,3 млрд руб. (на 24%), связанный с ростом прибыли от основной деятельности на 6,6 млрд руб. и снижением финансовых расходов на 1,6 млрд руб.

21 декабря ОАО «Газпром» представило не прошедшую аудит консолидированную промежуточную сокращенную финансовую отчетность за 1-е полугодие 2006 г., подготовленную в соответствии с Международным стандартом финансовой отчетности 34 «Промежуточная финансовая отчетность» (МСФО (IAS) 34). Так, за 6 месяцев 2006 г. чистая выручка от продаж газа увеличилась на 225 929 млн руб., или на 46% по сравнению с аналогичным периодом 2005 г., и составила 721 885 млн руб., что в основном было вызвано увеличением цен по продажам газа в Европу и в страны бывшего Советского Союза, а также ростом объемов продаж газа в натуральном выражении. Величина прибыли за период, относящаяся к акционерам ОАО «Газпром», за первое полугодие 2006 г. составила 321 491 млн руб., что на 168 681 млн руб., или на 110%, больше, чем за аналогичный период 2005 г. Чистая сумма долга сократилась на 126 716 млн руб., или на 16%, с 797 465 млн руб. по состоянию на 31 декабря 2005 г. до 670 749 млн руб. по состоянию на 30 июня 2006 г. Это уменьшение объясняется в основном чистым погашением долгосрочных займов из-за увеличения денежных средств, вызванного главным образом увеличением притока денежных средств от операционной деятельности и влиянием изменения обменного курса.

В начале октября консолидированные финансовые результаты за I полугодие 2006 г. опубликовала и «дочка» «Газпрома» – ОАО «Газпром нефть». В соответствии с представленной отчетностью по стандартам US GAAP выручка компании за 1-е полугодие 2006 г. по сравнению с 1-м полугодием 2005 г. увеличилась на 77% и составила \$10,1 млрд. Прибыль до вычета налогов, процентов и амортизации (EBITDA) за 1-е полугодие 2006 г. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года увеличилась на 35% и составила \$2,6 млрд. Чистая прибыль ОАО «Газпромнефть» за 1-е полугодие составила \$1,8 млрд, что на 26% больше чем за аналогичный период предыдущего года.

18 октября ОАО «ЛУКОЙЛ» также опубликовало консолидированную финансовую отчетность за первое полугодие 2006 г., подготовленную в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета США (US GAAP). В соответствии с представленной информацией чистая прибыль компании за первое полугодие 2006 г. составила \$4 010 млн, что на 54,8% больше, чем за аналогичный период прошлого года. Показатель EBITDA (прибыль до вычета процентов, налога на прибыль, износа и амортизации) вырос на 50,4% и составил \$6 464 млн. Выручка от реализации увеличилась до \$33 210 млн, или на 38,1%. Рост чистой прибыли связан с благоприятной ценовой конъюнкту-

рой, увеличением объемов добычи и переработки и эффективным контролем над расходами, а также с ростом маржи нефтепереработки. Вместе с тем увеличение прибыли сдерживалось укреплением рубля по отношению к доллару, а также ростом налоговой нагрузки.

2 ноября ОАО «Ростелеком» обнародовало неаудированные результаты деятельности за первые 9 месяцев 2006 г. в соответствии с российским бухгалтерским законодательством (РСБУ). Согласно представленной отчетности выручка за первые 9 месяцев 2006 г. выросла по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 47,0% и составила 43 757,1 млн руб. Показатель EBITDA уменьшился по сравнению с аналогичным периодом 2005 г. на 21,9% до 9069,4 млн руб. вследствие значительного роста расходов, вызванных изменением системы взаиморасчетов компании с российскими операторами. Рентабельность по EBITDA составила 20,7%. Чистая прибыль ОАО «Ростелеком» по итогам первых 9 месяцев 2006 г. составила 5004,6 млн руб. по сравнению с 7843,8 млн руб. за первые 9 месяцев предыдущего года.

Слияния и поглощения. В 2005 г. некоторые российские компании продолжили процесс приобретения новых, в том числе зарубежных, активов и установления долгосрочных связей, позволяющих расширить и укрупнить бизнес и повысить его эффективность. Кроме того, некоторые компании провели процесс реорганизации и реструктуризации бизнеса.

Например, в январе ГМК «Норильский никель» заявила о создании совместного предприятия с одной из крупнейших мировых горно-металлургических компаний «Рио Тинто», которое будет заниматься геолого-разведкой и разработкой месторождений полезных ископаемых в России. Компании подписали протокол о сотрудничестве в Министерстве природных ресурсов Российской Федерации. На основе сформулированных в протоколе принципов было подписано соглашение, в котором определяются условия работы совместного предприятия. Соглашение подразумевает создание совместной компании по геологоразведке и развитию, 51% которой будет принадлежать ГМК «Норильский никель» и 49% – компании «Рио Тинто». Первоначально геолого-разведочные работы будут сконцентрированы в Сибирском и Дальневосточном федеральных округах России.

«ЛУКОЙЛ Оверсиз», оператор международных upstream-проектов ОАО «ЛУКОЙЛ», подписал с компанией Chaparral Resources, Inc. соглашение о поглощении, при выполнении предварительных условий которого «ЛУКОЙЛ Оверсиз» приобретет все выпущенные в обращение акции Chaparral Resources. Соглашение одобрено специальным комитетом совета директоров Chaparral Resources. Рекомендованная цена приобретения – \$5,80 за 1 акцию, что включает премию в 12,3% к средней цене акции за последние 30 дней. Общая стоимость приобретения акций Chaparral Resources, не принадлежащих «ЛУКОЙЛу», составляет \$88,6 млн, что соответствует стоимости приобретаемых доказанных запасов нефти – \$8,10 за 1 баррель. Консолидация активов Chaparral Resources проводится «ЛУКОЙЛом» с целью получения полного контроля над компанией, а также совершенствования системы управления.

Кроме того, в мае «ЛУКОЙЛ», действующий через свои 100%-ные дочерние общества, и Marathon Oil Corporation достигли договоренности о приобретении «ЛУКОЙЛом» добывающих активов Marathon Oil Corporation в Ханты-Мансийском автономном округе. Данные активы включают более 95% акций ОАО «Хантымансийскнефтегазгеология», а также 100% акций двух других обществ: ОАО «Пайтых Ойл» и ОАО «Назымгеодобыча». Сумма сделки составит \$787 млн плюс поправка на величину оборотного капитала и прочие поправки. Суммарные извлекаемые запасы нефти обществ на 1.01.2006 г. составляли 257 млн т по категориям ABC1+C2 (примерно 1,88 млрд барр.).

26 июня ОАО «Газпром» в лице ЗГГ ГмбХ подписало с ООО «ЛЕВИТ» и SWGI GROWTH FUND (CYPRUS) LIMITED (основные акционеры ОАО «НОВАТЭК») предварительный договор о приобретении по рыночной стоимости доли их участия в уставном капитале ОАО «НОВАТЭК» в размере менее 20% размещенных акций компании.

20 ноября 2006 г. ГМК «Норильский никель» объявила о подписании соглашения о покупке никелевого бизнеса компании OM Group Inc. за \$408 млн денежными средствами без учета финансовой задолженности за вычетом денежных средств. Никелевый бизнес приобретаемой компании включает завод OMG по рафинированию никеля, подразделение OMG по добыче и выщелачиванию никелевой руды, 20% акций MPI Nickel Pty. Ltd. – компании, которая разрабатывает никелевые рудники Black Swan и Silver Swan, а также до 11,1% в виде обыкновенных акций и конвертируемых долговых обязательств в Talvivaaran Kaivososakeyhtiö (проект по кучному биовыщелачиванию в районе Kainuu в Финляндии). Осуществление этой сделки позволит ГМК «Норильский никель» продолжить международное расширение своей производственной деятельности и укрепить свои позиции в мировой горно-металлургической отрасли.

Привлечение капитала. В завершившемся году отечественные компании довольно активно проводили политику по привлечению дополнительного объема инвестиций, в том числе на зарубежных финансовых рынках, а также укрепляли свои позиции на мировых рынках капитала.

2 марта состоялось размещение рублевого облигационного займа ОАО «Мосэнерго». Объем выпуска составил 5 млрд руб., ставка с 1-го по 12-й купон равна 7,65%, срок погашения – 10 лет. Облигационный заем проводится ОАО «Мосэнерго» с целью рефинансирования долговых обязательств и оптимизации финансовой деятельности компании. Размещение займа состоялось на ЗАО «Фондовая биржа ММВБ». Организатором выпуска является АБ «Газпромбанк» (ЗАО). Агентство Standard and Poor's присвоило займу рейтинг «ruBBB+». Кроме того, 19 сентября состоялось размещение рублевого облигационного займа ОАО «Мосэнерго», на котором объем выпуска составил 5 млрд руб., ставка с 1-го по 6-й купон равна 7,54%, срок погашения – 5 лет. На следующий день после размещения займа рейтинговое агентство Standard&Poor's повысило международный кредитный рейтинг ОАО «Мосэнерго» с уровня «В–» до уровня «В», российский рейтинг компании повышен с уровня «ruBBB+» до уровня «ruA–».

18 апреля 2006 г. ОАО «Газпром» объявило о вступлении в действие программы депозитарных расписок (ДР) Общества Первого уровня, а также об одновременном изменении соотношения количества обыкновенных акций ОАО «Газпром», приходящихся на 1 ДР, с 10 акций за 1 ДР до 4 акций за 1 ДР. Находившиеся в обращении к настоящему моменту ДР «Газпрома» были автоматически конвертированы в соответствии с указанным соотношением (с учетом действующих ограничений). Депозитарные расписки в рамках программы АДР Первого уровня будут свободно обращаться на внебиржевом фондовом рынке США, а также на европейских фондовых рынках. Максимальный объем обыкновенных акций, которые могут являться базисным активом для всех АДР ОАО «Газпром», не превысит 35% уставного капитала ОАО «Газпром».

ОАО «Сбербанк России» 20 октября подписал соглашение о синдицированном кредите в размере \$1,5 млрд между Сбербанком России и зарубежными банками, включая банки-организаторы ABN AMRO Bank N.V., Barclays Capital, J.P. Morgan plc и Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe Limited. В синдикате приняли участие 30 банков с широчайшей географией представительств. Средняя сумма участия банков в синдикате была значительно выше, чем в ранее осуществленных синдицированных заимствованиях российских заемщиков. Синдицированный кредит привлечен сроком на 3 года с единовременным погашением в конце срока. Первоначально заимствование было объявлено на уровне \$1 млрд. Однако предложения со стороны банков по участию в кредите составили около \$1,7 млрд, в этой связи Сбербанк России принял решение увеличить объем заимствования до \$1,5 млрд. Ставка заимствования составила ЛИБОР + 0,3% годовых, при этом маржа является самой низкой для трехлетних синдицированных кредитов российским заемщикам. Кредит будет использован для общих корпоративных целей. Данная сделка является крупнейшим необеспеченным синдицированным кредитом, когда-либо предоставленным финансовому учреждению России и других стран СНГ, а также стран Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки. Синдицированный кредит Сбербанка России в размере \$1,5 млрд входит в тройку крупнейших синдицированных сделок, организованных в 2006 г.

27 октября совет директоров РАО «ЕЭС России» одобрил проведение эмиссии дополнительных акций ОАО «Мосэнерго» по закрытой подписке в пользу Группы «Газпром». В ходе проведения допэмиссии акций ОАО «Мосэнерго» намерено привлечь не менее \$2,1 млрд инвестиций. Контроль за реализацией инвестиционных проектов будет осуществлять простое товарищество в составе РАО «ЕЭС России», Группы «Газпром» и ОАО «Мосэнерго».

2 ноября ОАО «Газпром» разместило рублевые облигации серий А7 и А8 в объеме 5 млрд руб. каждая, номинальной стоимостью 1000 руб., со сроками обращения 3 и 5 лет соответственно. Ставка купона по облигациям серии А7, выплачиваемого каждые 182 дня, по итогам аукциона на ММВБ была определена в размере 6,79% годовых. Инвесторами было подано заявок на сумму 9,6 млрд руб. Ставка купона по облигациям серии А8, выплачиваемого каждые 182 дня, по итогам аукциона на ММВБ была определена в размере 7%

годовых. Инвесторами было подано заявок на сумму 7,4 млрд руб. Организаторами займов выступили инвестиционная группа «Ренессанс Капитал» и ОАО «Росбанк», соорганизатором – инвестиционная компания «Горизонт», финансовым консультантом – ОАО «Федеральная фондовая корпорация».

14 декабря 2006 г. состоялось размещение двух выпусков неконвертируемых документарных процентных облигаций ОАО «ЛУКОЙЛ» на предъявителя серии 03 и серии 04 на общую сумму 14 млрд руб. По итогам конкурса ставка купона облигаций серии 03 общей номинальной стоимостью 8 млрд руб. сроком обращения 5 лет определена в размере 7,10% годовых. Ставка купона облигаций серии 04 на сумму 6 млрд руб. и сроком обращения 7 лет составила 7,40% годовых. Цена размещения облигаций серии 03 и серии 04 определена в размере 100% номинальной стоимости. Досрочное погашение облигаций и преимущественное право приобретения облигаций не предусмотрены. В ходе конкурса по размещению данных выпусков облигаций инвесторы подали 152 заявки на общую сумму свыше 20 млрд руб., что превышает объем эмиссии почти в 1,5 раза. В результате «ЛУКОЙЛ» стал первой российской негосударственной компанией, которая успешно разместила облигации с непрерывным сроком обращения 7 лет. Организаторами выпуска выступили АБН «АМРО Банк», Дрезднер Банк и ИБ «Ренессанс Капитал».

20 декабря внеочередное общее собрание акционеров ОАО «Мосэнерго» одобрило увеличение уставного капитала Общества путем проведения эмиссии дополнительных акций в пользу стратегического инвестора. Акционеры ОАО «Мосэнерго» утвердили предельный размер объявленных обыкновенных акций Общества в количестве 11 500 000 000 штук, внесение изменений в Устав Общества, связанных с изменением количества объявленных акций, одобрили размещение эмиссии дополнительных акций в пользу ОАО «Газпром» и/или иных лиц, являющихся аффилированными лицами ОАО «Газпром». Цена размещения акций будет определяться как средневзвешенная цена по результатам торгов на РТС и ММВБ за 6 месяцев, предшествующих дате проведения собрания акционеров ОАО «Мосэнерго», но не ниже 5 руб. за 1 акцию. В ходе проведения эмиссии дополнительных акций ОАО «Мосэнерго» намерено привлечь для реализации инвестиционной программы Общества не менее \$2,1 млрд.

Дивидендная политика. Известно, что одним из способов повышения привлекательности акций является грамотная дивидендная политика.

В мае совет директоров ОАО «Сибнефть» принял решение рекомендовать общему годовому собранию акционеров компании выплатить дивиденды по результатам 2005 финансового года в размере 7,90 руб. на одну обыкновенную акцию. Срок выплаты дивидендов согласно уставу компании – до 31 мая 2007 г.

24 июня ОАО «Ростелеком» приняло решение о выплате дивидендов в размере 3,72 руб. на одну привилегированную акцию и 1,56 руб. – на одну обыкновенную акцию. Всего на выплату дивидендов по итогам работы за 2005 г. принято решение направить 2040,8 млн руб.

Наконец, 22 июня 2006 г. акционеры ОАО «Газпром нефть» на годовом собрании утвердили выплату дивидендов компании по итогам 2005 г. в размере

7,9 руб. на 1 обыкновенную акцию. Таким образом, на выплату дивидендов будет направлено 37,456 млрд руб. Дивиденды будут выплачены до 31 мая 2007 г.

2.5.4. Инвестирование пенсионных накоплений в системе обязательного пенсионного страхования

подавляющая часть накопительного компонента обязательной пенсионной системы, как и ранее, сосредоточена в государственной управляющей компании, функции которой выполняет Внешэкономбанк СССР. По состоянию на начало 2006 г. стоимость пенсионных накоплений, инвестированных государственной управляющей компанией, составляла 176,5 млрд руб., совокупный объем пенсионных накоплений под управлением частных управляющих компаний (ЧУК) составлял 5,6 млрд руб. (3%). Еще 2 млрд руб. (1%) было переведено гражданами в Негосударственный пенсионный фонд (НПФ).

Одновременно еще 91,7 млрд руб. приходилось на страховые взносы на накопительную часть трудовой пенсии, собранные Пенсионным фондом Российской Федерации (ПФР), но еще не переданные в доверительное управление управляющим компаниям или в НПФ. Из этой суммы более 80 млрд руб. были размещены ПФР в государственные ценные бумаги. За первую половину 2006 г. в ПФР поступило еще 40,7 млрд руб. взносов на накопительную часть трудовой пенсии. Доля средств, размещенная ПФР в государственные ценные бумаги, не претерпела существенных изменений⁵⁹.

К концу 2006 г. стоимость пенсионных накоплений, инвестированных государственной управляющей компанией (Внешэкономбанком), превысила 267 млрд руб., увеличившись за год на 90,8 млрд руб. (51%). Большая часть роста пришлась на средства, переведенные в течение года из ПФР (83,5 млрд руб.). Объявленная Внешэкономбанком доходность инвестирования составила в 2006 г. 6% (против 12% по итогам 2005 г.)⁶⁰.

Опубликованная осенью 2006 г. Федеральной службой по финансовым рынкам отчетность об инвестировании пенсионных накоплений за 2005 г. впервые позволила составить представление о направлениях инвестирования пенсионных накоплений частных управляющих компаний и НПФ, а не только государственной управляющей компании⁶¹. Структура инвестиций Внешэкономбанка и агрегированного инвестиционного портфеля всех частных управляющих компаний⁶² по состоянию на конец 2004 и 2005 гг., а также конец III квартала 2006 г., приведена на *рис. 19–25*.

⁵⁹ Федеральный закон «О бюджете Пенсионного фонда Российской Федерации на 2007 год» // Вестник ПФР № 3 за 2006 г.

⁶⁰ Данные по управляющим компаниям и НПФ пока не были опубликованы. В Федеральном законе «О бюджете Пенсионного фонда Российской Федерации на 2007 год» ПФР предварительно оценил сумму пенсионных накоплений на конец 2006 г. в 345,3 млрд руб., что составляет чуть более 1% ВВП. На 1 января 2006 г. аналогичный показатель составил 255,9 млрд руб.

⁶¹ Данные относительно 3 кварталов 2006 г. представлены на сайте ПФР: <http://pfrf.ru>

⁶² Для целей анализа опубликованные Федеральной службой по финансовым рынкам данные по отдельным управляющим компаниям в спорных случаях были сверены с другими источни-



Рис. 19. Структура инвестиционного портфеля государственной управляющей компании (*Внешэкономбанка*) по состоянию на конец 2004 г.



Рис. 20. Структура инвестиционного портфеля государственной управляющей компании (*Внешэкономбанка*) по состоянию на конец 2005 г.

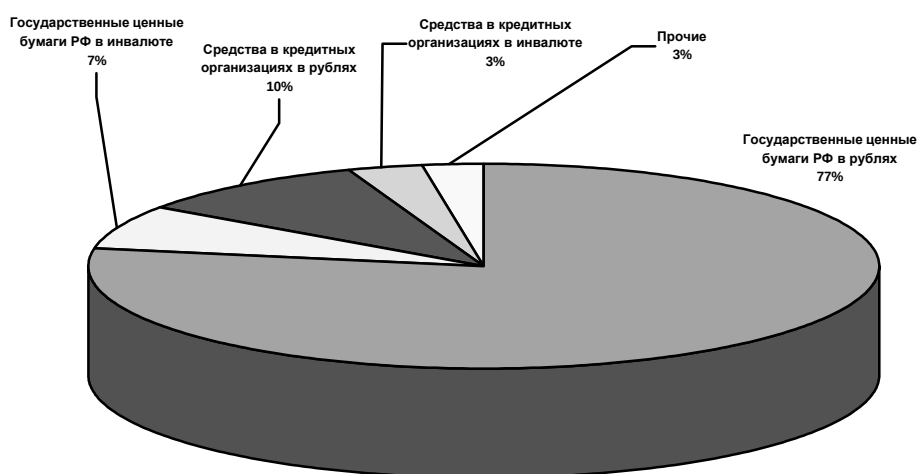


Рис. 21. Структура инвестиционного портфеля государственной управляющей компании (*Внешэкономбанка*) по состоянию на конец III квартала 2006 г.

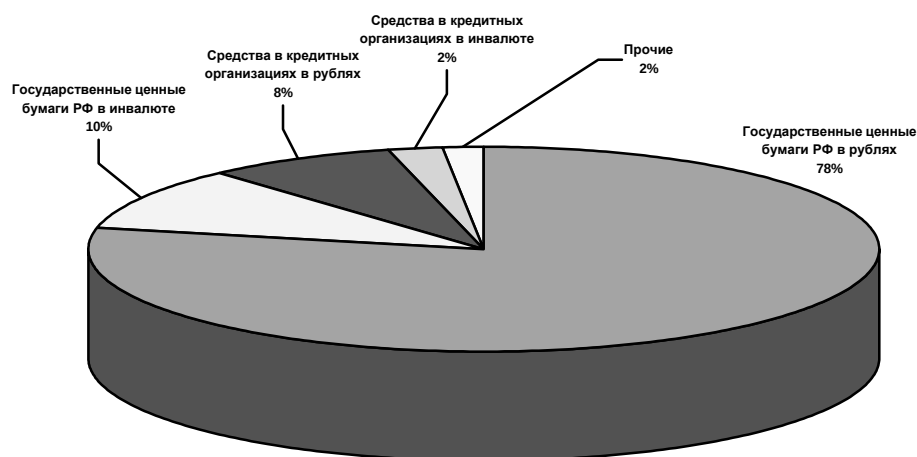


Рис. 22. Структура инвестиционного портфеля государственной управляющей компании (*Внешэкономбанка*) по состоянию на конец 2006 г.

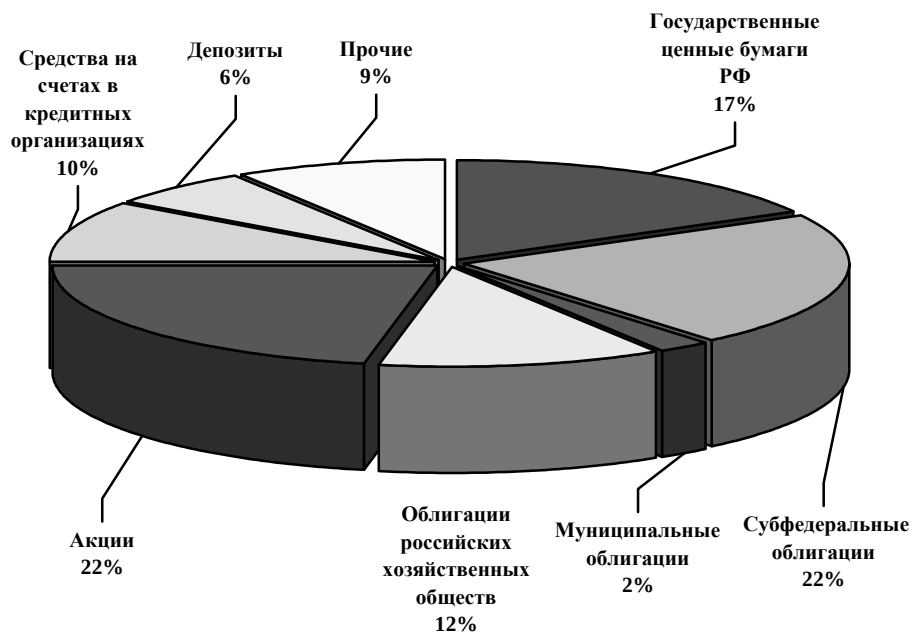


Рис. 23. Структура агрегированного инвестиционного портфеля частных управляющих компаний по состоянию на конец 2004 г.

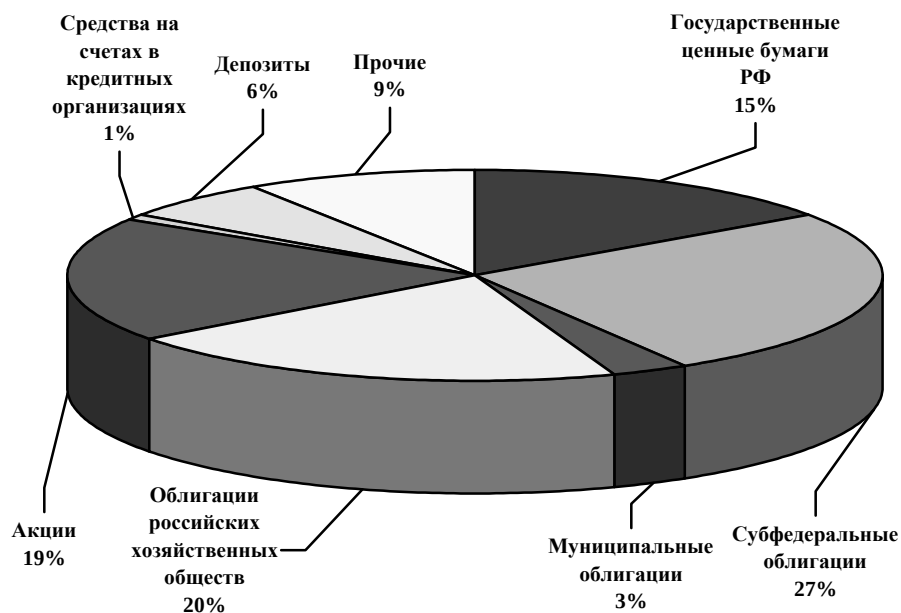
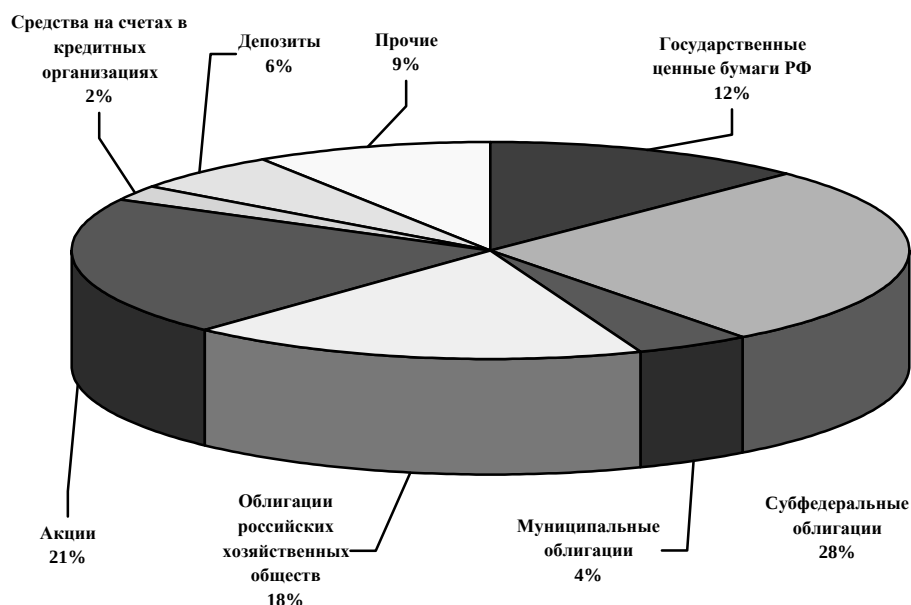


Рис. 24. Структура агрегированного инвестиционного портфеля частных управляющих компаний по состоянию на конец 2005 г.



Источник: рассчитано по данным Федеральной службы по финансовым рынкам, Пенсионного фонда Российской Федерации, Внешэкономбанка.

Рис. 25. Структура агрегированного инвестиционного портфеля частных управляющих компаний по состоянию на конец III квартала 2006 г.

Как выяснилось, доля государственных ценных бумаг Российской Федерации в инвестиционных портфелях частных управляющих компаний колеблется от 0 до 96% по состоянию на конец 2004 г. и от 0 до 73% по состоянию на конец 2005 г., составляя в агрегированном портфеле 17% в 2004 г. и 15% в 2005 г. Впрочем, управляющих компаний, у которых доля государственных ценных бумаг Российской Федерации на конец 2005 г. превышала 50%, было всего две («Дворцовая площадь» и «КИТ»), в 29 инвестиционных портфелях⁶³ таких бумаг не было совсем. На конец III квартала 2006 г. максимальная доля государственных ценных бумаг Российской Федерации в портфелях ЧУК снизилась до 54%, в 28 инвестиционных портфелях их не было совсем, а в среднем их доля составляла 12,4%.

Таким образом, за год и 9 месяцев доля облигаций федерального правительства уменьшилась с 17 до 12%, что, безусловно, отражает тенденцию

⁶³ Число управляющих компаний, осуществляющих доверительное управление средств пенсионных накоплений, не совпадает с количеством инвестиционных портфелей под их управлением, так как несколько управляющих компаний сформировали более одного инвестиционного портфеля.

снижения доходности этого инструмента. В то же время вряд ли это объяснение будет исчерпывающим, т.к. снижение ставок не было существенным, а динамика доходности субфедеральных и корпоративных облигаций имела ту же тенденцию. Но доля этих инструментов в агрегированном инвестиционном портфеле ЧУК росла, отражая диверсификацию инвестиций управляющих компаний, а в случае корпоративных облигаций также и динамичное развитие рынка.

При этом в отличие от государственной управляющей компании частные управляющие компании не инвестируют в государственные ценные бумаги Российской Федерации, номинированные в иностранной валюте. Как видно на *рис. 19–22*, Внешэкономбанк довел долю еврооблигаций в портфеле до 10% к концу 2005 г., и затем она колебалась на уровне 7–10%.

В целом ценные бумаги с фиксированной доходностью (федеральные, субфедеральные, муниципальные, корпоративные облигации) составили в агрегированном инвестиционном портфеле частных управляющих компаний по состоянию на конец 2004 г. 54%, на конец 2005 г. – 64%, на конец III квартала 2006 г. – 62%.

Доля акций в агрегированном инвестиционном портфеле ЧУК колеблется в пределах около 20%, при этом 11 управляющих компаний не имели акций в своих инвестиционных портфелях по состоянию на конец 2005 г. (*табл. 38*). В 2004 г. таких управляющих компаний было 10. На конец III квартала 2006 г. – только 5. Фактически средняя доля акций в агрегированном инвестиционном портфеле частных управляющих компаний существенно ниже, чем максимальные значения, допустимые для этого вида активов в соответствии с постановлением Правительства РФ № 379⁶⁴.

В то же время именно акции обеспечивали в рассматриваемый период наиболее высокую доходность. За 2005–2006 гг. индекс РТС вырос в 3,1 раза (в долларовом выражении) и, безусловно, такая динамика цен на акции явилась фактором высокой доходности, достигнутой ЧУК в 2005–2006 гг. По итогам 2005 г. максимальная доходность инвестиций, показанная ЧУК, составила 52% («Тройка Диалог»), в 2006 г. – 39% («УНИВЕР Менеджмент»).

Таблица 38

Частные управляющие компании, не имевшие акций в инвестиционных портфелях на конец 2004 г. – III квартал 2006 г.

Управляющая компания (инвестиционный портфель)		Конец 2004 г.	Конец 2005 г.	Конец III кв. 2006 г.
1		2	3	4
1	ВИКА	+	+	
2	Дворцовая площадь	+	+	
3	Национальная управляющая компания	+	+	
4	УНИВЕР Менеджмент	+	+	
5	ТРИНФИКО (консервативного сохранения капитала)	+	+	+

⁶⁴ Для 2004 г. предельное значение составляло 40%, 2005 г. – 45%, 2006 г. – 55%.

Продолжение таблицы 38

	1	2	3	4
6	ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент		+	
7	ПРОМЫШЛЕННЫЕ ТРАДИЦИИ		+	
8	РЕГИОН Эссет Менеджмент		+	
9	РН-траст		+	+
10	Ростовская Трастовая Компания		+	
11	ЯМАЛ		+	
12	Альфа-Капитал	+		+
13	Альянс РОСНО (консервативный)	+		
14	ИНТЕРФИНАНС	+		
15	Метрополь	+		
16	Аналитический центр	+		
17	ФИНАМ МЕНЕДЖМЕНТ			+
18	НБК УК			+

Примечание: + означает отсутствие акций в инвестиционном портфеле на соответствующую дату.

В табл. 39 приведена структура инвестиционного портфеля управляющих компаний с наиболее высокой доходностью по итогам 3 кварталов 2006 г. Как представляется, она не позволяет сделать вывод, что именно инвестиции в акции обеспечивали наиболее высокие показатели доходности инвестиционного портфеля. Только у «РТК-ИНВЕСТ» акции составляли около половины инвестиционного портфеля. У трех управляющих компаний с доходностью 26–29% довольно близкая доля акций (25–26%) и высокая доля субфедеральных облигаций (31–36%). Что касается лидера 2006 г. – компании «УНИВЕР Менеджмент», – то его инвестиционный портфель незначителен в абсолютном выражении (рыночная стоимость составляла всего 2,3 млн руб. на конец III квартала 2006 г.), что, очевидно, являлось причиной его деформированной структуры (более половины средств сосредоточено в кредитных организациях в виде остатков на счете управляющей компании или средств, переданных профессиональным участникам рынка ценных бумаг, что не относится к высокодоходным инструментам).

Таблица 39

**Структура инвестиционного портфеля управляющих компаний
с наиболее высокой доходностью по итогам 3 кварталов 2006 г.**

	УНИВЕР Менеджмент	РТК-ИНВЕСТ	АККОРД Эссет Менеджмент	УРАЛСИБ-УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ	УРАЛСИБ
1	2	3	4	5	6
Доходность в % годовых	44,4	29,8	29	28,5	25,7
Рыночная стоимость портфеля, млн руб.	2,3	20,1	34,1	15,9	533,7
Доля в инвестиционном портфеле, %					
Государственные ценные бумаги РФ	6,4	26,0	4,8	4,8	4,6
В т.ч. в иностранной валюте	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Продолжение таблицы 39

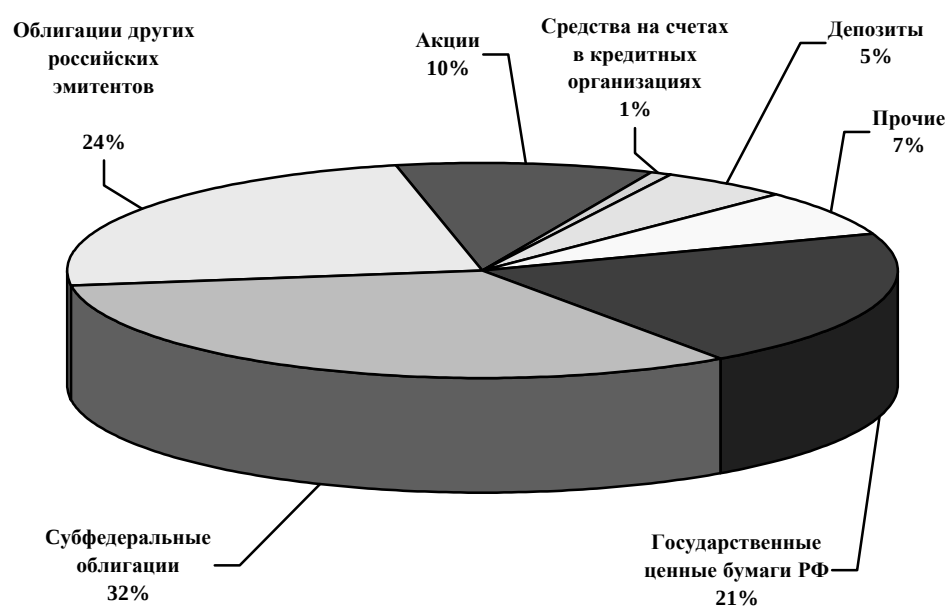
1	2	3	4	5	6
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	21,1	21,5	36,7	33,6	31,3
Облигации муниципальных образований	8,6	0,0	0,0	8,2	7,6
Облигации российских хозяйственных обществ	5,2	0,0	14,5	10,4	11,4
Акции российских эмитентов	2,5	44,3	24,9	25,7	26,1
Денежные средства на счетах в кредитных организациях	26,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Депозиты в рублях в кредитных организациях	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Дебиторская задолженность	29,5	7,9	19,0	17,4	19,0
В т. ч.:					
средства, переданные профессиональным участникам рынка ценных бумаг	28,7	7,4	17,9	16,2	17,8
Дебиторская задолженность по процентному доходу по ценным бумагам	0,8	0,5	1,2	1,2	1,1
прочая дебиторская задолженность	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Опубликованные ФСФР данные не дают исчерпывающей информации о суммах, размещаемых управляющими компаниями в кредитных организациях. Соответствующие таблицы в разрезе управляющих компаний не содержат информации о депозитах в банках, которая доступна только в целом по системе. Таким образом, довольно большой процент активов остался нераскрытым. По отдельным управляющим компаниям этот показатель превышает 15%, хотя общее число таких управляющих компаний (инвестиционных портфелей) сократилось за 2005 г. с 28 до 15.

Статистика, публикуемая ПФР, позволяет составить более полную картину относительно использования управляющими компаниями банковских депозитов. По состоянию на конец III квартала 2006 г. этот инструмент был представлен всего в 10 инвестиционных портфелях. А их доля в агрегированном инвестиционном портфеле ЧУК составляла менее 6%. В то же время относительно высокой остается доля средств, которые управляющие компании переводят брокерам и/или в биржевые расчетные системы для приобретения ценных бумаг. По агрегированному инвестиционному портфелю ЧУК этот показатель составил 8%, а общая доля денежных средств, размещенных в банковской системе, составила, таким образом, 16%.

Что касается пенсионных накоплений в НПФ, то данные, опубликованные Федеральной службой по финансовым рынкам, позволяют судить о структуре инвестиционных портфелей только на одну дату – конец 2005 г. (рис. 26). Данные приведены в разрезе фондов, которые участвовали в системе обязательного пенсионного страхования.

По сравнению с агрегированным инвестиционным портфелем частных управляющих компаний, управляющих средствами Пенсионного фонда Российской Федерации, в агрегированном портфеле НПФ по обязательному пенсионному страхованию меньше акций (10% против 19%). На конец 2005 г. максимальная доля вложений в акции составила 31% (у НПФ «Волга-капитал»), при этом 10 из 43 НПФ не имели в инвестиционном портфеле по обязательному пенсионному страхованию акций. Доля государственных ценных бумаг Российской Федерации в инвестиционных портфелях НПФ по обязательному пенсионному страхованию колеблется от 0 до 99% (НПФ «Сталь-Фонд»), составляя в агрегированном портфеле 21%, что выше, чем средний показатель по частным управляющим компаниям на ту же дату на 6 п.п. В целом инструменты с фиксированной доходностью (федеральные, субфедеральные, муниципальные, корпоративные облигации) составили в инвестиционном портфеле 77%, что тоже выше, чем аналогичный показатель у частных управляющих компаний. При этом наиболее популярным видом активов и у частных управляющих компаний, и у НПФ оказались субфедеральные облигации: на конец 2005 г. у частных управляющих компаний средняя доля субфедеральных облигаций в агрегированном инвестиционном портфеле составила 26%, у НПФ – 33%.



Примечание: Облигации других российских эмитентов включают корпоративные и муниципальные облигации.

Источник: Рассчитано по данным Федеральной службы по финансовым рынкам.

Рис. 26. Структура агрегированного инвестиционного портфеля негосударственных пенсионных фондов на конец 2005 г.

Сумма активов под управлением частных управляющих компаний по договорам с Пенсионным фондом Российской Федерации составляла на конец 2005 г. 5,6 млрд руб., сумма активов в НПФ по обязательному пенсионному страхованию на ту же дату составляла 2 млрд руб. В их объединенном инвестиционном портфеле доля субфедеральных облигаций составила 28%. Однако из общего объема обращающихся на рынке субфедеральных облигаций на долю пенсионных накоплений приходилось только 1,5%⁶⁵. Еще меньше (0,4%) доля пенсионных накоплений на рынке корпоративных облигаций. Пока единственным сегментом, на котором присутствие средств пенсионных накоплений является существенным, остается рынок рублевых федеральных облигаций (ОФЗ). Даже без учета средств, инвестированных собственно Пенсионным фондом Российской Федерации⁶⁶, их доля составила на конец 2005 г. 18,1%, из которых 17,9% пришлось на Внешэкономбанк. Доля пенсионных накоплений в валютных облигациях Российской Федерации гораздо ниже – порядка 2% от объема в обращении еврооблигаций Российской Федерации по номиналу.

Поскольку данные о структуре инвестиций пенсионных накоплений, формируемых в НПФ в 2006 г., на момент публикации не доступны, оценить роль институтов, участвующих в обязательной пенсионной системе на соответствующих сегментах на более поздние даты можно только по управляющим компаниям, инвестирующим средства ПФР. Так, доля пенсионных средств, инвестированных управляющими компаниями в рублевые государственные ценные бумаги, повысилась к концу III квартала 2006 г. до 22% от общего объема рыночных выпусков ОФЗ. В то же время доля пенсионных накоплений на рынках корпоративных облигаций и акций остается незначительной (0,2 и 0,01% соответственно). Если принять во внимание, что пенсионные накопления могут инвестироваться только в ценные бумаги, включенные в биржевые котировальные списки высшего уровня, ситуация изменится незначительно. Доля пенсионных накоплений в объеме облигаций, включенных в котировальные списки А1 российских бирж, составила 2,2%, в капитализации акций, входящих в указанные списки, – 0,04%.

Такая картина дает повод в очередной раз привлечь внимание к назревшей необходимости диверсификации инструментов и либерализации порядка инвестирования пенсионных накоплений, формируемых в пользу застрахованных лиц, не сделавших инвестиционный выбор⁶⁷. Соответствующее намерение было заявлено правительством РФ еще в 2004 г., но до сих пор остается нереализованным.

⁶⁵ Оценка по данным www.rusbonds.ru об объеме в обращении субфедеральных и муниципальных облигаций по номиналу.

⁶⁶ Если все взносы на накопительную часть трудовой пенсии, инвестированные ПФР, были размещены в ОФЗ, то на его долю приходилось еще 11% обращающихся на рынке ОФЗ.

⁶⁷ Подробнее см. Л.В. Михайлов, Л.И. Сычева «Предложения по изменению порядка инвестирования средств пенсионных накоплений застрахованных лиц, не воспользовавшихся правом выбора инвестиционного портфеля.» // Экономико-политическая ситуация в России. М.: ИЭПП, 2005 (11).

2.6. Муниципальная реформа: первый год реализации

В процессе реализации муниципальной реформы 2006 г. занимает особое место. Исходя из первоначальной концепции реформы, именно в этом году должно было произойти полномасштабное внедрение Федерального закона от 6 октября 2003 г. № 131-ФЗ «Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации» на всей территории страны. Данный закон предусматривал масштабные преобразования системы местного самоуправления в Российской Федерации. Ключевая идея реформы состояла в том, чтобы четко и однозначно установить в законодательстве структуру и функции муниципальных образований различных типов, исходя из этого определить их расходные полномочия и закрепить за ними на постоянной основе доходные источники. Основные направления преобразований сводились к следующим:

- на большей части территории страны предусматривалось введение двухуровневой модели местного самоуправления, когда муниципальные образования формируются как на поселенческом, так и на районном уровне; одноуровневые муниципальные образования – городские округа – могли создаваться на городских территориях по решению региональных властей;
- устанавливался жесткий перечень вопросов местного значения для каждого из типов муниципальных образований – поселений, муниципальных районов, городских округов; в целом компетенция органов местного самоуправления достаточно существенно сокращалась по сравнению с до-реформенной ситуацией;
- вводилось более четкое регулирование передачи на местный уровень отдельных государственных полномочий и обеспечения их финансирования из бюджетов вышестоящих уровней;
- были ужесточены законодательно закрепленные требования к органам местного самоуправления, в частности, было предусмотрено наличие в каждом муниципалитете представительного органа, главы и местной администрации, урегулирована численность депутатов представительного органа и т.п.; в то же время усиливались возможности воздействия региональных властей на организацию и состав органов местного самоуправления;
- был ограничен перечень имущества, которое может находиться в муниципальной собственности; объекты, не подпадающие под законодательно установленные ограничения, подлежали перепрофилированию либо отчуждению;
- за муниципальными образованиями на постоянной основе были закреплены доходные источники, принципы и механизмы предоставления финансовой помощи муниципалитетам были жестко закреплены в федеральном законодательстве (включая возможность введения отрицательных трансфертов для наиболее финансово обеспеченных муниципальных образований).

В процессе подготовки к реализации реформы выявилась как чрезмерная жесткость и недостаточная адекватность предложенной модели организации системы местного самоуправления, так и несформированность предпосылок для ее практической реализации во многих регионах. Кризис внедрения муниципальной реформы разразился в середине 2005 г., когда в Государственную Думу группой депутатов была внесена поправка, предусматривающая откладывание сроков проведения предусмотренных законодательством преобразований. В несколько смягченном виде данная поправка была принята 21 сентября 2005 г. Изменения, внесенные в Закон № 131-ФЗ, предусматривали установление до 1 января 2009 г. переходного периода, в рамках которого применительно к вновь образованным муниципальным образованиям субъекты Федерации могли самостоятельно устанавливать разграничение вопросов местного значения и доходных источников между муниципальными районами и поселениями и тем самым в значительной степени определять темпы и направления реализации муниципальной реформы.

Данная поправка стала лишь важным этапом в череде изменений, вносимых в Закон № 131-ФЗ как под воздействием лоббистских интересов региональных властей, так и под давлением объективных обстоятельств, требующих приспособления чрезмерно жесткой конструкции закона к требованиям жизни. Характерная черта всех этих изменений состояла в том, что исходная идеологическая основа закона, предусматривающая жесткое разграничение компетенции органов местного самоуправления муниципальных образований различных типов и функционирование механизмов финансового выравнивания для обеспечения муниципальных образований финансовыми ресурсами, все более и более размывалась под воздействием существующих проблем и потребностей текущего момента. При этом не был осознан тот факт, что концептуальные подходы, заложенные в основу муниципальной реформы, не прошли проверки на жизнеспособность, и ситуация требует комплексного осмысления с точки зрения стратегических перспектив развития системы местного самоуправления в России. Необходимой предпосылкой подобного осмысления является анализ реальной ситуации с реализацией муниципальной реформы в различных регионах. С этой точки зрения, мониторинг хода реформы в 2006 г. представляет особый интерес. В условиях, когда власти регионов получили возможность определять темпы и направления реализации муниципальной реформы вплоть до 2009 г., более половины регионов декларировали полномасштабное внедрение реформы местного самоуправления с 1 января 2006 г. Это означает, что появилась возможность оценивать уже не ход мероприятий по подготовке к проведению предусмотренных законодательством преобразований, а сами эти преобразования как таковые.

2.6.1. Нормативно-правовое регулирование преобразований

В отличие от 2004 и 2005 гг., изменения, вносимые в законодательство о местном самоуправлении в 2006 г., существенно не затрагивали разграниче-

ние полномочий между муниципальными районами и поселениями. Серьезные поправки были внесены только в земельное законодательство. Федеральный закон от 17 апреля 2006 г. № 53-ФЗ «О внесении изменений в Земельный кодекс Российской Федерации, Федеральный закон «О введении в действие Земельного кодекса Российской Федерации», Федеральный закон «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» и о признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» определил, что распоряжение земельными участками, государственная собственность на которые не разграничена, осуществляется органами местного самоуправления муниципальных районов и городских округов.

Подобное регулирование нельзя признать логичным, поскольку основные полномочия в сфере регулирования землепользования закреплены за органами местного самоуправления поселений. Тем самым на уровне поселений применительно к землям, государственная собственность на которые не разграничена, должны устанавливаться правила землепользования и застройки, а также выдаваться разрешения на строительство, при этом распоряжение этими землями (т.е. выделение земельных участков) является прерогативой муниципального района. Возникает дополнительная база для конфликта между властями двух уровней местного самоуправления: органы местного самоуправления поселений могут отказаться выдавать разрешение на строительство на участке, выделенном районом, просто потому, что они не участвовали в принятии данного решения. Кроме того, возрастают издержки получателя земельного участка: он должен осуществлять процесс согласования не на одном, а на двух уровнях управления.

Тем же нормативным актом было установлено, что земельными участками в поселениях, являющихся административными центрами, столицами субъектов РФ, распоряжаются органы местного самоуправления указанных поселений, если законами соответствующих субъектов РФ не установлено, что распоряжение этими земельными участками осуществляется исполнительными органами государственной власти субъектов РФ. Данное положение является достаточно странным, поскольку ситуация, когда столицей субъекта Федерации является не городской округ, а поселение, вообще является редким исключением. Она характерна лишь для нескольких автономных округов, в частности для Ненецкого, Агинского Бурятского и Усть-Ордынского Бурятского. В связи с этим непонятно, почему понадобилось отдельное регулирование именно для данного конкретного случая. Однако в подобном частном примере проявилась общая тенденция, характерная почти для всех инициатив по внесению изменений в нормативно-правовое регулирование местного самоуправления в 2006 г., а именно стремление изменить баланс полномочий между органами местного самоуправления региональных столиц и органами государственной власти субъектов Федерации в пользу последних.

Более явно указанная выше тенденция проявилась в проекте Федерального закона «О внесении изменений в статью 26i Федерального закона «Об общих принципах организации законодательных (представительных) и исполнительных органов государственной власти субъектов Российской Федерации» и в статью 75 Федерального закона «Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации», внесенном в Государственную Думу в конце апреля 2006 г. депутатами В.С. Мокрым, В.А. Жидких, А.В. Огоньковым. В соответствии с этим законопроектом предлагалось дать право субъектам Федерации временно осуществлять отдельные полномочия органов местного самоуправления поселений и городских округов, являющихся административными центрами субъектов Федерации, в целях обеспечения единства их систем жизнеобеспечения, коммуникаций и иной инфраструктуры. Каких-либо конкретных оснований или условий для временного регулирования жизнеобеспечения крупных городов на уровне субъектов Федерации в проекте не содержалось. Возможному изъятию у крупных муниципальных образований подлежало до 10 ключевых вопросов местного значения, в том числе такие, как организация тепло-, газо-, электро- и водоснабжения; организация вывоза и утилизации бытовых и промышленных отходов; строительство и содержание автомобильных дорог и мостов; организация транспортного обслуживания населения; установление правил землепользования и застройки и контроль за использованием земель. Сроки временного изъятия полномочий и конкретные основания для подобных действий предлагалось устанавливать законами субъекта Федерации.

Законопроект вызвал широкий общественный резонанс и неоднозначную реакцию в обществе. Критики законопроекта указывали на его недемократичность, противоречие Конституции РФ и Европейской хартии местного самоуправления, на дискредитацию местного самоуправления в глазах населения как последствие его принятия. В такой форме законопроект нашел поддержку даже не у всех субъектов Федерации (например, Законодательное собрание Ульяновской области в своем отзыве заявило, что «поправки нарушают сущность местного самоуправления, Конституцию РФ и Европейскую хартию местного самоуправления»). Под давлением общественности рассмотрение данной поправки в Государственной Думе было отложено.

Вместо нее, причем под тем же номером, в октябре 2006 г. схожей группой депутатов от фракции «Единая Россия» была внесена несколько иная поправка в Закон № 131-ФЗ. Предложенный депутатами законопроект предусматривал, что в административных центрах, столицах субъектов Российской Федерации осуществление местного самоуправления может осуществляться либо в границах административного центра, столицы субъекта Российской Федерации в целом, либо на внутригородских территориях⁶⁸. При этом и в

⁶⁸ Соответственно, в законодательстве предлагалось отразить определение подобной внутригородской территории как части территории административного центра, столицы субъекта Российской Федерации, в границах которой местное самоуправление осуществляется населением непосредственно и (или) через выборные органы местного самоуправления.

том, и в другом случае на региональные столицы фактически переносилось регулирование, предусмотренное для внутригородских муниципальных образований городов федерального значения Москвы и Санкт-Петербурга. В частности, законодательством субъекта Федерации предполагалось регулировать следующие вопросы:

- с учетом мнения населения устанавливать и изменять границы внутригородских муниципальных образований, заниматься их преобразованием;
- определять перечни вопросов местного значения, источники доходов местных бюджетов;
- устанавливать полномочия органов местного самоуправления по решению вопросов местного значения из перечня, предусмотренного федеральным законодательством;
- устанавливать состав муниципального имущества, исходя из федерального состава имущества и регионального перечня вопросов местного значения, определенного для соответствующих муниципальных образований законами субъектов Федерации.

Кроме того, предлагалось внести в Бюджетный кодекс поправки, предусматривающие закрепление за субъектами Федерации права определять источники доходов бюджетов городских округов и поселений, являющихся административными центрами, столицами субъектов Российской Федерации, а также внутригородских муниципальных образований на их территории, перечень и порядок исполнения их расходных обязательств.

Появление подобных предложений в логике построения властной вертикали вполне закономерно. Поскольку выяснилось, что в рамках действующей Конституции РФ не представляется возможным ввести механизм фактического назначения мэров, аналогичный применяемому в отношении губернаторов, был выбран другой путь – ограничение самостоятельности выборных органов местного самоуправления наиболее крупных региональных центров, в большинстве случаев распоряжающихся значительными ресурсами, а именно региональных столиц⁶⁹.

В то же время очевидно, что подобная инициатива, как и предыдущая, резко изменяющая баланс властных полномочий в пользу субъектов Федерации и фактически ограничивающая обеспеченную федеральным законодательством защиту прав местного самоуправления в региональных столицах, вызвала бурную реакцию муниципального сообщества. Негативные отклики были получены не только внутри страны, но и от международных организаций. В результате данная поправка в Государственной Думе не рассматривалась, и дальнейшая судьба данной инициативы пока не ясна.

Последним из крупных законодательных актов 2006 г., затрагивающих местное самоуправление, явился Федеральный закон от 29 декабря 2006 г. № 258-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием разграничения полномо-

⁶⁹ Лишь в двух регионах – Вологодской и Кемеровской областях – столица региона не является крупнейшим городом на его территории.

чий». Новый закон посвящен в основном разграничению полномочий между Федерацией и субъектами Федерации, однако затрагивает и деятельность органов местного самоуправления. Применительно к последним внесенные в законодательство изменения можно разделить на две группы: одни упорядочивают и классифицируют ранее внесенные изменения, другие реально затрагивают сферу компетенции органов местного самоуправления.

Указанные изменения закрепляют достаточно сложную и противоречивую трактовку сферы компетенции органов местного самоуправления, к которой относятся:

- решение вопросов местного значения;
- исполнение переданных государственных полномочий;
- участие в осуществлении иных государственных полномочий, если это участие предусмотрено федеральными законами;
- решение иных вопросов, не отнесенных к компетенции органов местного самоуправления других муниципальных образований, органов государственной власти и не исключенных из их компетенции федеральными законами и законами субъектов Российской Федерации.

В то же время применительно к каждому типу муниципальных образований приводится перечень вопросов, которые не отнесены к вопросам местного значения, но могут решаться органами местного самоуправления. Причем эти вопросы имеют очень разную природу. Часть из них можно отнести к переданным государственным полномочиям, в осуществлении которых могут участвовать органы местного самоуправления, что стало допустимым после внесения поправок в Закон № 131-ФЗ в конце 2005 г. Однако, например, право на создание местных музеев по своей природе вряд ли полностью вписывается в данную категорию. Создается впечатление, что в рамках эволюции разграничения полномочий закладываются основы для разделения вопросов местного значения на обязательные и добровольные, что давно практикуется в ряде зарубежных стран. Но происходит это весьма непоследовательно и противоречиво.

Необходимо отметить, что новая классификация сфер компетенции муниципальных образований не полностью согласована с их полномочиями в финансовой сфере (ст. 86 Бюджетного кодекса РФ), поскольку четко не определено, к какой категории полномочий относятся права органов местного самоуправления решать вопросы, не отнесенные к вопросам местного значения.

Что касается конкретного перечня отнесенных к компетенции органов местного самоуправления, но не включенных в перечень вопросов местного значения, то большое позитивное значение имеет признание права органов местного самоуправления поселений на совершение нотариальных действий в случае отсутствия в поселении нотариуса⁷⁰, поскольку иначе во многих случаях данная услуга отдалялась от населения, и ее доступность существенно ухудшалась. Для реализации этого права в Основы законодательства РФ о

⁷⁰ Положения Закона № 131-ФЗ о данном праве вступают в силу с 15 января 2008 г.

нотариате внесены дополнения, согласно которым глава местной администрации поселения и специально уполномоченное должностное лицо местного самоуправления поселения имеют право совершать следующие нотариальные действия:

- удостоверять завещания;
 - удостоверять доверенности;
 - принимать меры по охране наследственного имущества и в случае необходимости меры по управлению им;
 - свидетельствовать верность копий документов и выписок из них;
 - свидетельствовать подлинность подписи на документах.
- Законодательством субъекта Федерации данный перечень может быть расширен.

В то же время в соответствии с Бюджетным кодексом РФ государственная пошлина, а также сборы за совершение нотариальных действий нотариусами, работающими в государственных нотариальных конторах, уполномоченными на то в соответствии с законодательными актами Российской Федерации и субъектов Российской Федерации, должностными лицами органов исполнительной власти, органов местного самоуправления, зачисляются в бюджет муниципального района. Таким образом, возникает несогласованность между осуществлением нотариальных действий на уровне поселений и зачислением соответствующих доходов в бюджет муниципальных районов.

Что касается изменения вопросов местного значения, то законодатель возобновил тенденцию к исключению из компетенции органов местного самоуправления социальных вопросов⁷¹. Из перечня вопросов местного значения поселений исключены такие, как оказание содействия в установлении опеки и попечительства, а также расчет субсидий на оплату жилого помещения и коммунальных услуг и организация предоставления субсидий гражданам, имеющим право на их получение. Последний вопрос был включен в перечень вопросов местного значения только год назад. Подобная непоследовательность законодателя, безусловно, осложняет организацию работы органов местного самоуправления. Что касается муниципальных районов, то из их компетенции исключен вопрос опеки и попечительства. Соответственно вся совокупность данных вопросов исключена и из сферы деятельности городских округов, они вошли в компетенцию субъектов Федерации. При этом участие в осуществлении деятельности по опеке и попечительству включено в перечень вопросов, не отнесенных к вопросам местного значения, решать которые имеют право органы местного самоуправления муниципальных образований всех типов⁷².

Подобные изменения вряд ли можно отнести к позитивным. Вызывает сомнение, что отдаление социальных вопросов, особенно столь деликатных

⁷¹ Соответствующие пункты ст. 14, 15, 16 Закона № 131-ФЗ утрачивают силу с 1 января 2008 г.

⁷² Соответствующие положения Закона № 131-ФЗ о данном праве вступают в силу с 15 января 2008 г.

и требующих детального знания ситуации (в том числе и в конкретных семьях), как опека и попечительство, от наиболее близкой к населению власти приведет к повышению качества данных услуг. Что касается расчета и организации предоставления субсидий, то здесь также очень важен учет местной специфики и возможность использовать средства местного бюджета на решение данной задачи, что исключается в условиях нового разграничения полномочий.

К вопросам местного значения поселений и городских округов добавлено создание условий для деятельности добровольных формирований населения по охране общественного порядка⁷³, к вопросам местного значения всех типов муниципальных образований – не только комплектование, но и обеспечение сохранности библиотечных фондов.

Необходимо отметить, что данный законодательный акт не избежал неточностей, характерных и для предшествующих документов подобного типа. Новые полномочия органов местного самоуправления, предписываемые поправками в отраслевое законодательство, не в полной мере нашли отражение в поправках в Закон № 131-ФЗ и не вписываются в закрепленные данным законом за муниципальными образованиями вопросы местного значения. Наиболее ярким примером подобной несостыковки являются поправки, внесенные в Основы законодательства Российской Федерации об охране здоровья граждан.

2.6.2. Реализация реформы в отдельных регионах: общее и особенное

Принятые в 2005 г. поправки в Закон № 131-ФЗ позволили регионам самостоятельно определять объем исполняемых полномочий и доходные источники применительно к вновь созданным поселениям. При этом различные субъекты Федерации по-разному решили этот вопрос: часть декларировала полное внедрение муниципальной реформы в 2006 г., другие же воспользовались правом, предоставленным принятыми поправками в законодательство, и выбрали эволюционный вариант реализации реформы. Таким образом, первый вопрос, на который должен ответить мониторинг хода реформы в 2006 г.: насколько реально различается ситуация в регионах, полностью внедривших муниципальную реформу, и в регионах, не полностью реализовавших предусмотренные на муниципальном уровне преобразования в 2006 г.?

Анализ ситуации в конкретных регионах⁷⁴ показал, что нигде вновь созданные муниципальные образования поселенческого уровня не решают все вопросы местного значения, предусмотренные Законом № 131-ФЗ. С этой точки зрения, регионы, декларировавшие полное внедрение муниципальной реформы, принципиально не отличаются от регионов, выбравших эволюционный вариант. При этом в регионах, декларировавших полное внедрение

⁷³ Указанное дополнение в ст. 14 и 16 Закона № 131-ФЗ вводится с 1 января 2008 г.

⁷⁴ В 2006 г. детальный анализ ситуации с реализацией муниципальной реформы осуществлялся в Вологодской, Челябинской, Оренбургской, Калужской, Тверской областях и в Чувашской Республике, информация по другим регионам носила более фрагментарный характер.

реформы, для ограничения компетенции органов местного самоуправления поселений используется такой предусмотренный законодательством инструмент, как соглашения о передаче полномочий между органами местного самоуправления поселений и муниципальных районов. Что касается регионов, не полностью внедривших реформу, то в них полномочия поселений ограничиваются как региональным законодательством, так и соглашениями о передаче полномочий. Тем не менее можно выделить некоторые отличия регионов, полностью внедривших реформу, от остальной совокупности субъектов Федерации. Так, доля бюджетов поселений в консолидированных бюджетах муниципальных районов по информации за первую половину 2006 г. составляет в данных регионах 16,6%, в остальных регионах – 6,2%.

Представляет интерес также вопрос о соотношении компетенции органов местного самоуправления вновь созданных и ранее существовавших поселений. Судя по всему, ситуация тут существенно различается от региона к региону. Например, в Оренбургской области, где до начала реформы существовало лишь 4 муниципальных образования поселенческого типа, различия между полномочиями вновь созданных и ранее существовавших поселений достаточно существенны. Так, компетенция органов местного самоуправления вновь созданных поселений в 2006 г. ограничивалась как региональным законодательством, так и соглашениями о передаче полномочий, в то время как ранее существовавшее муниципальное образование «Чернореченский сельсовет» не только решало все вопросы местного значения, предусмотренные Законом № 131-ФЗ, но также продолжало финансировать за счет средств местного бюджета объекты образования и здравоохранения, находящиеся на их территории. Другая ситуация сложилась в Челябинской области, где уже до начала реформы была формально реализована двухуровневая модель территориальной организации. Здесь для ограничения компетенции не только вновь созданных, но и ранее существовавших поселений используется механизм соглашений о передаче полномочий. Одновременно прослеживается стремление свести полномочия органов местного самоуправления поселений к тому уровню, который сложился в дореформенный период.

Очевидно, что основным инструментом ограничения компетенции органов местного самоуправления поселений, используемым в регионах, полностью внедривших муниципальную реформу, и в регионах, не завершивших процесс преобразований, применительно как к вновь созданным, так и к ранее существовавшим поселениям, являются соглашения о передаче полномочий. Причем данный инструмент может широко применяться не только в рамках переходного периода, но и после 1 января 2009 г. Тем самым характер и особенности применения указанного инструмента нуждаются в более подробном анализе.

Возможность и условия заключения соглашений о передаче полномочий предусмотрены Законом № 131-ФЗ, причем не в переходных положениях, а в самом «теле» закона (ст. 15). Законодательством предусмотрено, что:

- передача полномочий может осуществляться как от органов местного самоуправления поселений на районный уровень, так и от органов местного самоуправления муниципальных районов – поселениям;
- соглашения должны предусматривать финансирование переданных полномочий за счет субвенций, предоставляемых из местных бюджетов муниципальных образований, осуществивших передачу полномочий; порядок определения ежегодного объема субвенций должен содержаться в соглашении;
- соглашения должны предусматривать передачу не вопроса местного значения, а части полномочий органов местного самоуправления по решению того или иного вопроса местного значения;
- соглашения должны заключаться на определенный срок;
- соглашения должны содержать положения, устанавливающие основания и порядок прекращения их действия, в том числе досрочного;
- соглашения должны предусматривать финансовые санкции за неисполнение соглашения.

На практике в подавляющем большинстве случаев соглашения заключаются с нарушением действующего законодательства. Наиболее *типичные нарушения* сводятся к следующим.

1. *Соглашения по сути не являются добровольными* (из права превращаются в обязанность). На уровне либо региона в целом, либо отдельного муниципального района принимается типовое соглашение. Например, администрацией президента Чувашской Республики разработано типовое соглашение, в нем содержится перечень полномочий поселений, которые органы государственной власти республики рекомендуют поселениям передавать на уровень районов. Соответствующее соглашение в большинстве случаев без изменений заключается органами местного самоуправления муниципальных районов со всеми поселениями единообразно. При этом не учитывается конкретный потенциал поселений по решению вопросов местного значения, из инструмента реакции на недостаточность материального и кадрового обеспечения отдельных поселений соглашения превращаются в универсальный инструмент ограничения их полномочий.

В некоторых случаях индивидуализация соглашений допускается для ранее существовавших поселений. Так, в Малоярославецком районе Калужской области индивидуальные соглашения заключили лишь два ранее существовавших поселения, имевших статус муниципальных образований: «Поселок Детчино» и город Малоярославец (причем в последнем случае объем передаваемых полномочий был минимален). В то же время все вновь созданные поселения заключили соглашения в едином формате, определенном администрацией муниципального района, хотя их организационный потенциал совершенно различен. Попытка наиболее крупного из вновь созданных поселений с численностью населения около 4 тыс. человек ограничить объем переданных на районный уровень полномочий привела к существенным кадровым изменениям на уровне поселения.

Правда, в ряде регионов ситуация не столь жесткая: есть муниципальные образования – бунтари, которые отстаивают свое право на исполнение более широкого круга полномочий, чем предусмотрено стандартизированными подходами. Однако ни в одном из исследованных регионов количество подобных поселений, по результатам опросов представителей администраций, не превышает 10%. И лишь в отдельных регионах областная администрация не навязывает унификацию механизма передачи полномочий и стремится к реальному учету местных особенностей. Примером подобного региона является Тверская область.

2. Передаются не полномочия, а полностью вопросы местного значения. В результате органы местного самоуправления поселений фактически теряют контроль за решением вопроса местного значения. Передача вопросов местного значения в общем виде, без конкретизации передаваемых полномочий, приводит к тому, что реально деятельность органов местного самоуправления муниципального района по решению данного вопроса может существенно отличаться от ожидания поселения. Так, в одном из сельских поселений Нижегородской области органы местного самоуправления, по признанию их представителей, передавая на районный уровень вопрос обеспечения условий для развития на территории поселения массовой физической культуры и спорта, предполагали, что сельские дети получат возможность регулярно выезжать в районный центр для занятия в спортивной школе, в селе будет отремонтирована хоккейная площадка, а спортивный организатор получит методическую помощь в районе. В то же время органы местного самоуправления муниципального района планировали получить дополнительные средства на содержание аппарата управления, на выезд спортсменов на межрайонные и региональные соревнования, а также на финансирование спортивной школы, однако привоз в нее детей с сельских территорий не предусматривался.

Передача вопроса местного значения в полном объеме означает, что органы местного самоуправления поселений фактически теряют контроль за решением вопроса местного значения, хотя формально продолжают нести за него ответственность перед населением. Соответственно соглашения не предусматривают какого-либо мониторинга и контроля органов местного самоуправления поселений за исполнением переданных муниципальному району полномочий, отчетности районных органов местного самоуправления перед поселениями и т.п. Таким образом, на практике не может быть реализовано и положение о финансовых санкциях за неисполнение соглашения. В то же время необходимо отметить, что в тех случаях, когда полномочия передаются от муниципального района поселениям (а на практике такие случаи встречаются), ситуация может быть существенно иной. Достаточно явно подобная асимметрия наблюдается в соглашениях, заключаемых в Челябинской области. Так, в Троицком районе при передаче полномочий от поселений муниципальному району в соглашениях отсутствует раздел о правах поселения, а также какие-либо санкции за неисполнение принятых районом

обязательств. При этом установлены санкции применительно к поселениям за несвоевременное перечисление субвенций на реализацию переданных полномочий (как правило, предусмотрена уплата пени в размере 1/300 ставки ЦБ РФ за каждый день просрочки). Что касается соглашения о передаче полномочий от муниципального района поселениям (а подобные полномочия переданы в сфере дошкольного образования), то здесь конструкция соглашения совсем иная. Детально проработан раздел соглашения, раскрывающий права муниципального района в процессе его реализации, которые включают проведение проверок, ревизий; принятие мер по устранению выявленных нарушений; экспертизу дошкольных учреждений; формирование расходной части сметы по каждому учреждению; установление режима работы учреждений; истребование объяснений, выдачу предписаний и т.п.

3. Субвенции на финансирование передаваемых полномочий либо вообще не устанавливаются, либо определяются чисто формально в сумме, заведомо недостаточной для осуществления соответствующей деятельности. Основные расходы по переданным полномочиям осуществляются из бюджета муниципального района. Необходимо отметить, что подобное участие в финансировании переданных по соглашению полномочий вообще не предусмотрено законодательством, в отличие от осуществления переданных государственных полномочий, которые могут софинансироваться из местных бюджетов. Таким образом, ссылки на отсутствие финансовых средств в бюджете поселения не могут рассматриваться как легитимное основание для заключения соглашений. На практике органы местного самоуправления пытаются обойти эти ограничения, заключая не соглашения о передаче полномочий, а другие виды соглашений. Например, в Оренбургской области и Чувашской Республике используются соглашения о взаимодействии администраций муниципальных районов и поселений при решении вопросов местного значения. Однако подобные подходы нельзя признать полностью вписывающимися в существующее правовое поле.

4. От органов местного самоуправления поселений осуществляется передача муниципальному району полномочий, которые по своей природе нельзя отнести к передаваемым. Так, например, передаются полномочия по владению, пользованию и распоряжению имуществом поселения. При этом неясно, каким образом в отсутствие возможности осуществлять свои имущественные права поселение может решать вопросы местного значения. Очевидно, что необходимость передачи соответствующих полномочий в той или иной конкретной сфере может вытекать из передачи на районный уровень полномочий по предоставлению населению тех или иных муниципальных услуг. Однако передача полномочий по владению, пользованию и распоряжению имуществом поселения в целом вряд ли может считаться правомерной.

Аналогичная ситуация складывается в том случае, если передача полномочий предусматривает возможность возникновения конфликта интересов. Например, в той ситуации, когда органам местного самоуправления муниципального района передается право представлять интересы поселения в суде.

Подобное право не может быть реализовано в случае непосредственного судебного разбирательства между муниципальным районом и поселением и может порождать конфликт интересов, если, представляя интересы поселения, муниципальный район имеет в соответствующем судебном деле собственные интересы, отличные от интересов поселения.

Процедура передачи полномочий также далеко не всегда обеспечивает оптимальное разграничение прав и ответственности между муниципальными районами и поселениями. Например, изучение данного вопроса в одном из районов Оренбургской области позволило выявить следующее. Несмотря на то что с 2007 г. область декларирует полное внедрение муниципальной реформы, фактический объем полномочий поселений по сравнению с 2006 г. не увеличивается. Соглашение, разработанное районной администрацией на 2007 г., предусматривает передачу на районный уровень 12 ключевых вопросов местного значения, в том числе в сфере коммунального хозяйства, строительства и содержания автомобильных дорог, предоставления услуг культуры, физической культуры и спорта, библиотечного обслуживания, формирования архивных фондов поселения, вопросов землепользования и застройки, гражданской обороны, мобилизационной подготовки, содействия развитию сельскохозяйственного производства и малого предпринимательства, работе с детьми и молодежью, расчета и организации предоставления субсидий на оплату жилого помещения и коммунальных услуг.

Все поселения района заключают соглашения в едином формате, в условиях жесткого административного давления. Решение вопроса о передаче полномочий осуществляется представительными органами поселений «с голоса», никакие письменные материалы не раздаются. Голосование происходит списком, а не по каждому отдельному полномочию. Администрация района не представляет отчета о том, каким образом исполнялись переданные полномочия в предшествующий период, какие средства были на это затрачены. Разграничение объектов собственности никоим образом не коррелирует с разграничением полномочий: например, полномочия по коммунальному обслуживанию передаются органам местного самоуправления муниципального района, при этом в муниципальную собственность принимаются котельные.

В результате можно сделать вывод: хотя перечень вопросов местного значения, реально решаемый вновь созданными поселениями и сложившийся под воздействием как регионального законодательства, так и заключенных соглашений, различается от региона к региону, однако наиболее часто органы местного самоуправления поселений осуществляют свои полномочия в следующих сферах:

- создание условий для массового отдыха жителей поселения и организация обустройства мест массового отдыха населения;
- организация сбора и вывоза бытовых отходов и мусора;
- организация благоустройства и озеленения территории поселения;
- организация освещения улиц и установки указателей с названиями улиц и номерами домов;

– организация ритуальных услуг и содержание мест захоронения.

В ряде случаев к данным вопросам добавляются также содержание дорог, работа с детьми и молодежью, обеспечение жителей услугами организаций культуры. В подавляющем большинстве случаев на районном уровне централизуются вопросы распоряжения земельными ресурсами. Казначейское исполнение бюджетов поселений также осуществляется на уровне муниципальных районов.

Хотя массовая передача полномочий происходит от органов местного самоуправления поселений муниципальным районам, есть отдельные примеры и обратного процесса – передачи полномочий от муниципальных районов поселениям. Наиболее часто поселениям передается организация дошкольного образования (что вполне объяснимо, поскольку услуга носит локальный характер), иногда добавляются также такие вопросы, как организация дополнительного образования, текущее содержание общеобразовательных учреждений, текущее содержание учреждений здравоохранения, в первую очередь фельдшерско-акушерских пунктов (ФАП). Однако этот процесс получил наибольшее развитие применительно к ранее существовавшим поселениям и отражает отмеченную выше тенденцию к приведению компетенции органов местного самоуправления этих поселений к дореформенной: если ранее данные вопросы решались на поселенческом уровне, то теперь они передаются на этот же уровень по соглашениям.

Особой проблемой является организация финансирования вновь созданных муниципальных образований. Практически во всех регионах в данной сфере возникали существенные сложности. Не было базы как для прогнозирования доходной базы поселений, так и для планирования их бюджетных расходов.

Также возникли определенные трудности с земельным налогом, по которому с 2006 г. была радикальна изменена налоговая база. По информации из регионов, прогнозирование поступлений от данного налога тем не менее осуществлялось «от достигнутого», исходя из информации прошлых лет. Это привело к существенным ошибкам, поскольку объемы поступлений от земельного налога изменились существенно, по-разному затронув различные регионы и муниципальные образования. Так, в муниципалитетах Калужской области доходы от данного налога снизились практически на порядок, в то время как в некоторых районах Оренбургской области налоговые платежи по земельному налогу выросли в 6 раз.

В различных регионах используются совершенно разные подходы к предоставлению поселениям финансовой помощи: начиная от финансирования разницы между фактическими либо нормативными расходами и доходами и заканчивая применением сложных механизмов расчетов, связанных с определением индекса налогового потенциала и индекса расходных потребностей. Однако применение методических рекомендаций, вытекающих из положений Бюджетного кодекса, еще не обеспечивает реального финансового выравнивания поселений. Так, в Оренбургской области, где финансовое

выравнивание является региональным полномочием, делегированным на районный уровень, и распределение финансовой помощи осуществляется на основе выравнивания бюджетной обеспеченности с учетом индексов налогового потенциала и расходных потребностей (т.е. система полностью вписывается в федеральное законодательство по данному вопросу), реальное различие в бюджетной обеспеченности поселений в различных районах составляет более 10 раз. Применительно к поселениям широкое распространение также получило выделение дотаций, по сути являющихся целевыми, что полностью искажает природу данного инструмента.

Что касается казначейского исполнения бюджетов поселений, то, за редким исключением, данное полномочие передано на районный уровень.

2.6.3. Цена муниципальной реформы – расходы на управление

В период подготовки к реализации муниципальной реформы не утихали споры о том, каков будет результат преобразований с точки зрения эффективности бюджетных расходов. Особый интерес представляет данный вопрос применительно к расходам на управление. Здесь сформировались две противоположные позиции. С одной стороны, существовало мнение, что предлагавшийся в Законе № 131-ФЗ подход к реформированию местного самоуправления значительно снизит эффективность управленческой деятельности и приведет к росту управленческих расходов. С другой стороны, имела место и противоположная аргументация: поскольку общий объем полномочий органов государственной власти и местного самоуправления не изменяется, а происходит лишь их перераспределение между различными уровнями власти, не должны увеличиваться и управленческие расходы. Только анализ фактических расходов на управление может ответить на вопрос, действительно ли в результате создания десятков тысяч новых муниципальных образований поселенческого уровня возникают значительные потери от недостаточного масштаба управленческой деятельности, ведущие к росту управленческих расходов.

Естественно, окончательные итоги подводить преждевременно. Тем не менее анализ данного вопроса, проведенный за первое полугодие 2006 г. на основе данных бюджетной статистики по России в целом, а также исследование ситуации в конкретных регионах позволяют сделать следующие предварительные выводы.

Во-первых, рост управленческих расходов муниципальных бюджетов в 2006 г. по сравнению с 2005 г. существенно опережал аналогичный показатель предшествующих лет. Это может объясняться различными факторами. При этом вполне обоснованным выглядит вывод о том, что в значительной степени это стало результатом реализации муниципальной реформы. Данный вывод подтверждается тем, что в регионах, декларировавших полную реализацию реформы в 2006 г., соответствующий прирост был выше, чем в остальной совокупности регионов. В то же время наиболее высокий прирост наблюдался в регионах, полностью внедривших муниципальную реформу,

для которых было характерно значительное увеличение числа муниципальных образований. Если в среднем по всем регионам расходы на содержание органов местного самоуправления в реальном выражении возросли на 30,7%, то по регионам, полностью внедрившим муниципальную реформу, прирост составил 32,8%, а по регионам, полностью внедрившим реформу, где число муниципальных образований увеличилось более чем в 2 раза, – 41,7%.

Во-вторых, в ходе исследования были выявлены факторы, свидетельствующие о реальных потерях от недостаточного масштаба деятельности на уровне поселений, причем, судя по всему, в ходе реформы эта проблема не смягчилась, а, напротив, обострилась. Этот вывод можно подкрепить следующими аргументами:

- по результатам анализа бюджетов за первую половину 2006 г. доля расходов на содержание органов местного самоуправления на уровне поселений составляет более 30%, тогда как на уровне районов – более чем в 4 раза меньше, т.е. 7%; по отдельным поселениям, ситуация в которых была проанализирована в ходе региональных исследований, – более 80%;
- расчеты численности населения поселений, приходящейся на одного сотрудника местных администраций, демонстрируют достаточно четкую обратно пропорциональную зависимость по отношению к численности населения в поселении; другими словами, чем меньше жителей в поселении, тем больше относительная численность местной администрации;
- в ряде поселений, существовавших до начала муниципальной реформы, в результате реформирования разграничения полномочий и реализации других положений Закона № 131-ФЗ доля управленческих расходов существенно увеличилась; например, в Хомутиновском сельском поселении Челябинской области она возросла более чем вдвое.

В-третьих, потенциал роста управленческих расходов в связи с реализацией муниципальной реформы еще не исчерпан ни в регионах, выбравших эволюционный путь реализации муниципальной реформы, ни в регионах, декларировавших ее полное внедрение. Повышение управленческих расходов будет связано с несколькими факторами, среди которых:

- неизбежный рост численности администраций поселений в значительном количестве регионов и соответственно рост расходов на их содержание (на настоящий момент рост численности администраций поселений во многих случаях сдерживается административно, что не позволяет им реально решать вопросы местного значения);
- необходимость дополнительного обеспечения местных администраций техническими средствами: компьютерами, оргтехникой, служебным транспортом;
- острая потребность в повышении квалификации кадров.

Таким образом, полноценная реализация реформы местного самоуправления потребует дополнительных бюджетных расходов, причем, согласно оценкам, по объему они сопоставимы с теми, которые уже затрачены на компенсацию потерь, связанных с недостаточным масштабом управленче-

ской деятельности на уровне поселений. Тем самым вопрос об оптимизации данных расходов за счет рационального разграничения вопросов местного значения между муниципальными районами и поселениями, а также организации межмуниципальной кооперации приобретает первостепенное значение. В то же время очевидно, что в значительной мере подобный рост управленческих расходов при выбранной модели муниципальной реформы неизбежен, и предпринимающиеся в регионах попытки ограничить его административными методами могут привести лишь к дезорганизации работы органов местного самоуправления поселений.