

Интервью председателя Комитета государственных заимствований Москвы Сергея Пахомова агентству ПРАЙМ-ТАСС

Вопрос: *Сергей Борисович, расскажите, пожалуйста, про действия Комитета по управлению государственным долгом города. Не так давно Москва провела аукционы по откупу облигаций на рынке, почему для таких операций была выбрана форма аукциона?*

Ответ: Это не первые аукционы по выкупу облигаций, которые проводит Москва. У нас еще весной проводился аукцион по выкупу наших облигаций, погашаемых в 2005 г. Аукционы мы стали проводить для того, чтобы стимулировать целый ряд банков к тому чтобы они оценили свою ликвидность и, может быть, реструктурировали свои портфели. Операции по откупу облигаций, которые мы периодически проводим на рынке, ограничены по масштабам, а на аукционе можно предложить гораздо более крупный пакет, фактически не влияя на рыночную цену. Это имеет свои преимущества как для нас, поскольку мы можем выкупить сразу большие пакеты, так и для банков-участников рынка - они могут продать большие пакеты, не влияя на рыночные котировки облигаций.

Последние аукционы были проведены четко по рыночной цене, это признали и профессиональные участники рынка. Мы откупили достаточно большие объемы облигаций, погашаемых в 2006 г.

Вопрос: *Спрос на последних аукционах составил почти 8,5 млрд руб, а было выкуплено облигаций в три раза меньше...*

Ответ: Да, неудовлетворенными остались заявки, в общем-то находящиеся выше рынка, мы должны были бы заплатить инвесторам некую премию. Но, ситуация такова, что у нас нет уж очень большой заинтересованности в откупе нашего внутреннего долга, которая бы оправдывала цену выкупа выше рыночных котировок. Тем не менее, мы считаем эти аукционы успешными, они позволили нам инвестировать часть дополнительных доходов бюджета в наш собственный долг и сократить его. В следующем году у нас погашается целый ряд выпусков на общую сумму 16 млрд руб, из этой суммы мы уже откупили немногим более 10 млрд руб. То есть фактический объем рефинансирования следующего года будет уже 6 млрд руб.

Вопрос: *Продолжится ли в декабре откуп облигаций на открытом рынке?*

Ответ: Все зависит от конъюнктуры рынка, у нас нет задачи - откупить долг любой ценой. Может быть, мы что-то откупим, если предложения от участников рынка будут экономически оправданы для нас, финансовые возможности у нас для этого есть.

Вопрос: *Каков же будет объем государственного долга Москвы на конец 2005 г?*

Ответ: Он сократился на объем откупленного долга - на сумму порядка 10 млрд руб. С учетом этого, облигационный долг Москвы сейчас находится на уровне близком к 50 млн руб. Внешний долг остается на том уровне на котором он есть, с ним мы никаких операций не ведем и вести не планируем. Весной 2006 г мы готовимся к рефинансированию еврооблигационного займа, объем его будет немногим более 400 млн евро.

Вопрос: *Ранее Вы говорили об объеме до 410 млн евро...*

Ответ: У нас есть некие неясности с финальной цифрой, поскольку не известен обменный курс. Кроме того, возможно, придется доработать некоторые бюджетные параметры, для того чтобы мы рефинансировали еще и часть внешнего долга, привлеченного за счет банковских кредитов, которые погашаются в следующем году. Пока этот вопрос немножко недоработан, но с учетом рефинансирования кредитов сумма займа увеличится незначительно. В любом случае она не будет выше 410 млн

евро, а возможно будет ниже. Насколько ниже – вопрос пока остается открытым. Может быть, заем будет в районе 405 млн евро, а может быть - 408 млн евро, вопрос связан именно с отдельными моментами бюджетного планирования.

Вопрос: *На какой стадии сейчас находится процесс подготовки нового выпуска еврооблигаций?*

Ответ: Мы выбрали всю команду менеджеров и уже решили все организационные вопросы. Сейчас идет юридическая проработка документации. Это достаточно трудоемкая и скрупулезная работа. Кроме того, много времени уходит на подготовку проспекта эмиссии, основная часть которого – это описание города, его экономического и финансового положения.

Вопрос: *Известно когда начнется роуд-шоу выпуска?*

Ответ: Я думаю, оно будет проходить в первую неделю апреля 2006 г. Еврозаем погашается 28 апреля 2006 г и мы, конечно, заинтересованы в том, чтобы получить деньги от размещения нового выпуска за несколько дней до погашения. Ведь тогда не нужно будет проводить операции по получению денег из бюджета на рефинансирование займа, по приобретению валюты, пересылки этой валюты, потом получения денег от размещения, опять продажи валюты, все-таки это лишние расходы. В ходе роуд-шоу определятся окончательные параметры выпуска и его срок обращения. Сейчас можно сказать совершенно точно, что заем не будет короче 10 лет, возможно он будет со сроком обращения 15 лет.

Вопрос: *Вы говорили, что из-за сокращения программы заимствований Москвы на 2005 г участники рынка немного расстроены, но в 2006 г Москвой будет реализована самая крупная программа заимствований в истории города, каким объемом?*

Ответ: Исторически она самая большая, правда объем заимствований в следующем году будет уже ниже на 10 млрд руб, потому что мы часть этой программы осуществили уже в этом году. Поэтому на внутреннем рынке программа будет сокращена как минимум до 62 млрд руб, на внешнем рынке она останется без изменений. В текущем бюджете Москвы на 2006 г не учитываются те операции, которые мы провели по откупу долга в этом году, но они будут учтены при внесении поправок в закон о бюджете на 2006 г, которые, очевидно, будут рассматриваться где-то весной следующего года. В тоже самое время не исключена корректировка программы заимствований на 2006 г с точки зрения увеличения доли финансирования дефицита бюджета за счет облигаций: возможно, что сокращение наших операций в разделе "рефинансирование долга" будет восполнено увеличением операций по финансированию дефицита бюджета. Это опять же, вопрос бюджетного планирования, пересмотра некоторых бюджетных параметров, которые вполне могут быть проведены в ходе внесения поправок в бюджетный закон в следующем году.

Вопрос: *Программа заимствований Москвы на 2005 г была сокращена на 30 млрд руб, возможно ли сокращение долговой программы на 2006 г при повторении ситуации с доходами бюджета?*

Ответ: Программа заимствований на следующий год напряженная, все будет зависеть от того, как долго сохранится благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура, конъюнктура внутри страны, насколько успешным будет развитие экономики в следующем году, сбор налогов. Бюджет Москвы в основном финансируется за счет поступлений от налогов на корпоративную прибыль и от подоходного налога, поэтому если у нас продолжится хорошая экономическая конъюнктура и опять будет нарастать сбор налогов, я уверен, что у нас будут дополнительные доходы в следующем году. Если доходы будут такими же, как 2005 г, я опять не исключаю возможности, что где-то к сентябрю 2006 г, когда ситуация с исполнением бюджета будет уже более-менее проясняться, произойдет корректировка программы

заимствований. Бюджет г Москвы всегда планируется очень консервативно - по принципу "от достигнутого". Я уверен, он будет скорректирован в более позитивную сторону, допустим, к лету 2006 г. Наверняка, будет увеличен прогноз доходов бюджета, пересмотрен ряд расходов, что повлечен за собой изменение некоторых параметров программы заимствований, это у нас регулярно происходит. Каковы будут конкретные цифры программы – будет ясно только в ходе исполнения бюджета.

Вопрос: *Какой объем долга Москвы запланирован на конец 2006 г?*

Ответ: На конец 2005 г объем внутреннего долга города составит порядка 60 млрд руб, это и облигации и кредиты и гарантии. Общий долг – 87,75 млрд.руб. На следующий год бюджетные цифры говорят о том, что верхний предел внутреннего долга – 130 млрд руб, внешнего - 785 млн евро, плюс 5 млрд руб – гарантии.

Вопрос: *На следующий год запланировано размещение 41, 44, 46, 47 выпусков облигаций Москвы, ранее говорилось и о 45-м выпуске, почему его размещение отложено?*

Ответ: Это пока предварительные данные. При размещении облигаций мы решили придерживаться графика по дюрации выставляемых на аукционы бумаг - 3, 5, 10 и 15 лет, 45-й выпуск облигаций "впишется" в эту сетку в 2007 г, именно тогда он будет пятилетним, поэтому возможно 45-й выпуск облигаций мы оставим на 2007 г.

Вопрос: *Когда могут состояться первые в 2006 г аукционы по размещению московский облигаций?*

Ответ: Это последняя декада января. Мы проведем сдвоенный аукцион, в ходе которого будет размещена 3-летняя облигация и вероятно длинная бумага. Опять же, экстраполируя тенденцию последних лет, мы ожидаем, что спрос на облигации в начале года будет очень высоким за счет высокой ликвидности финансовой системы и за счет дефицита инструментов. Мы уже третий год подряд "открываем сезон" и являемся в январе единственным эмитентом на рынке облигаций. Корпоративные эмитенты занимаются подготовкой финансовой отчетности за предыдущий год, и выходят на рынок в лучшем случае только в марте, субфедеральные эмитенты должны регистрировать условия эмиссии в Минфине РФ. Январь, февраль и март являются сезоном государственного долга, в это время размещаются только Москва и федеральное правительство.

Вопрос: *А как регулярно будет Москва проводить аукционы в 2006 г, или пока неизвестно, поскольку нет поквартальной разбивки объемов привлечения средств?*

Ответ: Квартальная разбивка будет у нас достаточно стандартная: грубо говоря, это общий объем программы заимствований деленный на четыре, с небольшим снижением в летние месяцы. Аукционы 2006 г должны быть регулярными. Объем программы заимствований на следующий год в 72 млрд руб требует чтобы в квартал размещалось облигаций где-то на 18 млрд руб, а для этого мы должны будем проводить как минимум два больших аукциона в квартал. Мы стараемся не перенасыщать наш рынок, но я не исключаю того, что в январе объем выставляемых на сдвоенный аукцион выпусков облигаций Москвы будет больше чем 10 млрд руб. Трудно сказать, сколько точно, все будет зависеть от переходящего с 2005 г остатка в бюджете, исходя из него будет ясна потребность бюджета в средствах в 1-м квартале 2006 г. Точную цифру мы должны будем определить во второй половине января, когда будут подведены "рабочие" итоги исполнения бюджета за 2005 г.

Если бы это было только мое решение, я бы, вероятно, поделил общий объем программы заимствований на двенадцать и проводил бы аукционы ежемесячно. Потому что рынку нужна предсказуемость и равномерность. Нельзя создавать какие-

то короткие периоды избыточного предложения облигаций, поскольку это приводит к повышению цены. Также необходимо учитывать ликвидность банковской системы, которая имеет определенную амплитуду. В начале следующего года, с учетом повышенной ликвидности, возможно, у нас будет более крупное размещение, а к лету, когда традиционно ликвидность снижается, вероятно что те аукционы, которые предварительно можно планировать на май, на июнь 2006 г, будут проведены с меньшим объемом размещения.

Вопрос: *В 2006 г Москва планирует разместить выпуск 15-летних облигаций, когда планируется зарегистрировать условия эмиссии и разместить эти длинные бумаги?*

Ответ: Когда мы подаем на регистрацию в Минфин РФ эмиссионные документы, там должны быть отражены параметры бюджета города Москвы на текущий финансовый год. К сожалению, существует некоторая несостыковка между сроками принятия московского и федерального бюджета. Тем не менее, эти два бюджета в некоторых параметрах взаимосвязаны. Мы обязаны включать ряд цифр из федерального бюджета в бюджет города. К примеру, в федеральном бюджете предусматриваются конкретные суммы на межбюджетные расчеты, в том числе с Москвой, и мы обязаны включать эти цифры в бюджет города, а можем мы это сделать только после окончательного принятия федерального бюджета. На сегодня его пока нет, а наш бюджет уже принят, но межбюджетных расчетов в нашем нынешнем бюджетном законе пока нет. Без этих параметров наш бюджет является неполноценным и Минфин РФ просто вернет нам условия эмиссии облигаций, которые мы подадим на регистрацию, поскольку там отсутствуют эти важные цифры. После окончательного принятия закона о федеральном бюджете на 2006 г, мы должны будет взять оттуда официальные цифры межбюджетных расчетов и включить их в процессе внесения поправок в наш закон о бюджете. Мы рассчитываем это сделать весной следующего года. Я думаю, мы будем в ситуации, когда можно будет подавать на регистрацию в Минфин РФ условия эмиссии новых выпусков облигаций в конце апреля 2006 г или даже в мае.

Вопрос: *Но летом Вы не будете размещать 15-летние облигации?*

Ответ: Процесс регистрации займет как минимум месяц. Летний период традиционно не является благоприятным для размещений, поэтому, да, вероятнее всего, он останется на осень.

Вопрос: *А каким объемом будет выпуск?*

Ответ: Зарегистрируем мы объем в 30 млрд руб, но это не значит, что все 30 млрд руб мы будем выставлять на аукцион, этот выпуск будет рассчитан на несколько размещений. Для нашего нынешнего рынка 30 млрд руб - это пока очень много. Рынок сейчас с усилием переваривает выпуски на 15 или 12 млрд руб. Катастрофической спешки с размещением 15-летних облигаций у нас нет, мы уверены что он конечно будет востребован, примет рынок его очень хорошо. Кроме того, много будет зависеть от исполнения нашей программы заимствований в первой половине 2006 г и от возможной ее корректировки осенью следующего года. Поэтому рассчитывать на то, что все 30 млрд руб будут размещены в течение 2006 г не стоит. Наша программа заимствований на 2006 г может быть полностью выполнена за счет выпусков, которые у нас уже имеются.

Вопрос: *Вы говорили, что за 15-летними облигациями в перспективе может последовать выпуск 20-летних, 30-летних облигаций, когда они могут появиться?*

Ответ: Я думаю, пока имеет смысл остановиться на горизонте в 15 лет, потому что, несмотря на бурное развитие рынка, существуют определенные "ограничители", связанные с оценкой рыночных рисков профессиональными участниками, при которой принимается во внимание временной горизонт. Для Москвы 15-летний

выпуск – это экономически оправданный предельный горизонт. Во-первых, чем длиннее выпуски, тем они дороже для эмитента, во-вторых, просто не известна 30-летняя перспектива инфляции. Исходя из сегодняшнего уровня доходности наших длинных облигаций, сегодня можно было бы продавать 15-летний выпуск с доходностью 7,5-8,0 проц годовых. При сегодняшней инфляции, наши ставки ниже ее уровня, но если к 2015 г инфляция снизится до 4-5 проц, наши 15-летние облигации с доходностью в 8 проц годовых будут обременительны для бюджета. Длинные выпуски размещаются в период низких ставок и исторически низкой инфляции, а когда процентные ставки высоки и высоки инфляционные ожидания, приходится горизонт укорачивать.

Вопрос: *В программе антиинфляционных мер, разработанной ведомствами и ЦБ, среди прочих мероприятий содержится выпуск ценных бумаг для населения, известно, что Москва давно этим занимается. Планируется ли в 2006 г выпускать сберегательные займы или другие инструменты, которые смогут приобрести физические лица?*

Ответ: Мы отказались от практики выпуска специальных облигаций для населения, так называемых, сберегательных облигаций, потому что нельзя иметь два разных рынка. Если эти два рынка облигаций начинают различаться между собой по доходности, неизбежно происходит целый ряд спекулятивных операций - профучастники рынка находят пути для приобретения более дорогих и более доходных для себя облигаций, предназначенных для частных лиц. При чем, используются вполне нехитрые комбинации, вполне законные. Частным инвесторам в этом случае не достанется ничего.

Если вспомнить практику размещения ОГСЗ, на аукционах они все приобретались банками, до населения доходила мизерная доля. Наш опыт размещения облигаций для населения в 1997 г был аналогичным, их приобретали банки и до населения ничего не доходило. И с электронными облигациями происходит тоже самое, если возникает разрыв в доходности с биржевым рынком: осенью 2003 г мы их размещали под доходность, которая была "состыкована" с рынком, но тем не менее отличалась, мы разместили все, и опыт размещения был признан успешным. Тогда мы реализовали облигации на 2 млрд руб, много облигаций дошло до населения при размещении. Но когда подошло время платить 1-й купон, мы увидели, что львиная доля одного из выпусков сосредоточилась в нескольких банках. Мы знаем, что были случаи, когда частные инвесторы приходили покупать облигации в банк-агент, а после покупки им тут же предлагали продать их назад, но по цене немногим выше.

Вопрос: *Электронные облигации Москвы для населения еще и на бирже обращались...*

Ответ: Да, они прошли листинг и их можно было продавать на бирже. Мы это сделали специально, чтобы не дискриминировать частных владельцев. Ведь если бумага не обращается на бирже, ее сложнее продать, тогда этот выпуск становится неликвидным и его нужно держать до погашения. Хотя теоретически мы можем создать выпуск, который будет реализовываться исключительно по внебиржевым каналам частным инвесторам и у него не будет биржевого обращения, но в нынешних условиях этот выпуск будет обречен на провал - его не купят. И потом, встает вопрос – у нас есть большой ликвидный биржевой рынок, на котором мы можем с минимальными затратами размещать облигации, и где причины, по которым мы должны кому-то продавать облигации по более низкой цене, с более высокой доходностью, и тем самым наносить ущерб бюджету? Это экономически неоправданно.

Ситуация сейчас такова, что обычные облигации Москвы открыты для приобретения частным инвесторам, мы продаем их с минимальными издержками, у нас организован обратный выкуп этих бумаг у населения. Частные инвесторы сегодня приобрели наших облигаций внутреннего займа на сумму в 6 млн руб. Это небольшое количество инвесторов, около 80 человек. Доходность московских облигаций сегодня такова, что людям выгоднее открыть вклад в банке, и доходность по нему будет выше чем по нашей самой длинной и доходной облигации, при этом открывая депозит, ты не берешь на себя риски колебаний рынка. Поэтому мы пока не конкуренты банковским вкладам. Но если будет принят закон, который запретит населению досрочно отзываться деньги с депозитов, тогда вероятно, конкурентоспособность наших облигаций повысится, поскольку наш рынок достаточно ликвиден и в любой момент наши облигации можно продать.

Вопрос: *На сегодняшний день в обращении на срочном рынке находится фьючерс на корзину трехлетних облигаций Москвы, какие бумаги планируется добавлять в корзину, когда?*

Ответ: На наши первые аукционы в январе 2006 г мы выставим 3-летнюю бумагу и после размещения она сразу же будет включена в корзину.

Вопрос: *Когда появятся новые инструменты на срочном рынке, базовым активом которых будет корзина длинных облигаций города?*

Ответ: Следующую корзину мы планируем создавать из 10-летних бумаг. Сейчас пока находится в обращении один такой выпуск и фьючерс на него не будет ликвиден. В этом горизонте нужно добавить еще как минимум один выпуск объемом 10 млрд руб, в идеале можно было бы и два выпуска, тогда возникнет хорошая корзина на длинные облигации Москвы. В течение первой половины 2006 г мы постараемся эту задачу решить и добавим как минимум еще один 10-летний выпуск, доведя «корзину» до 30 млрд. руб.

Вопрос: *Получила ли развитие Ваша идея по созданию федерального агентства для выпуска облигационных займов, средства от которых или бы на финансирование дефицитов бюджетов регионов и муниципалитетов?*

Ответ: Я не ожидал, честно говоря, что она получит немедленное практическое развитие. Я совершенно трезво смотрю на эти вещи. Эта идея была "засвечена" в октябре, на круглом столе, на который мы пригласили представителей профессиональных агентств управляющих муниципальным и государственным долгом на Западе. Там эта система хорошо опробована, есть своя специфика. Надо понимать, что подобная система рано или поздно сложится и у нас. Я уверен, что подобного рода агентства возникнут. Сейчас идет реформа нашей власти, появляется большое количество муниципальных образований, на их уровень уже передается много дел, ставятся инвестиционные задачи и уже очевидно, что им потребуются заимствования. После реформы встанет вопрос о том, где городам и районам брать деньги, такой вопрос уже остро стоит в Московской области. Поэтому, с моей точки зрения, надо постараться максимально облегчить родовые муки и дать возможность небольшим регионам цивилизованным образом и с минимальными затратами получать средства на свое развитие с рынков капитала. Вот и вся идея.

Вопрос: *По-Вашему, наиболее вероятный путь реализации этой идеи – приход в Россию западных специализированных банков со своими наработками?*

Ответ: Есть иностранные банки, которые специализируются в этой сфере, и они уже ведут работу, изучают ситуацию в России, работают на каком-то уровне над открытием своих филиалов. К примеру, DEXIA целенаправленно осваивает эту нишу – региональные, муниципальные финансы, все что связано с государственным финансированием, бюджетным финансированием, у него есть очень большой опыт и

необходимая инфраструктура. Есть немецкий государственный банк Kreditanstalt für Wiederaufbau bank, его задачей является ведение абсолютно всех программ, направленных на развитие регионов, муниципалитетов, выполнение государственных проектов и так далее. Этот банк предоставлял финансирование по некоторым программам Москвы, связанным с поддержкой немецких экспортеров, у него появились мысли о том, чтобы вести работу с финансированием других российских регионов. Я считаю, что приход западных банков в эту сферу неизбежен, но это вопрос не следующего года.