

- Может, начнем с вашей программы по продаже облигаций Москвы населению, которую вы так активно рекламируете? Несколько лет назад вы ведь также активно предлагали согражданам купить облигации сберзайма, но этот проект провалился. Почему вы вернулись к этой теме, и чем новая программа отличается от старой?

- У нас было несколько попыток выпусков займов, предназначенных исключительно для населения. В 1997 г., например, мы выпускали обыкновенные облигации на бумаге и продавали их через систему банков-агентов. Но до частных инвесторов они так и не дошли – банки покупали эти облигации и оставляли их у себя в портфелях.

- Они делали это сознательно?

- Конечно, потому что для банка покупка обязательств – уже осуществленная рыночная операция, вложение средств под определенную доходность, и заниматься еще какой то работой, тратить на нее ресурсы человеческие и временные для него невыгодно.

- Но ведь они за это получали комиссию.

- Да, они перепродавали бумаги с более низкой доходностью, и могли заработать, но, как правило, делали это без энтузиазма, чисто формально. А если продукт не продвигать на рынок, то, естественно, его никто не покупает. Та же самая ситуация была с облигациями государственного сберегательного займа, которые мы выпускали уже после кризиса в 2003 г.

- Но ведь была такая громкая рекламная компания. Кстати, сколько на нее было потрачено денег?

- В 1997 г. я не помню, а в 2003 г. - около 70 млн руб. Это большая сумма, и реклама была очень продуктивна. К нам поступило несколько десятков тысяч обращений от частных инвесторов. Оба выпуска, каждый по 1 млрд руб., один сроком на один год, другой - на полтора года, были полностью реализованы. Но когда мы стали разбираться по результатам, выяснилось, что помимо того, что займы были достаточно затратными с точки зрения рекламы, частным инвесторам досталось совсем немного.

- Кто же их купил?

- Бумаги покупали профессиональные участники рынка ценных бумаг, маскируясь под частных инвесторов.

- То есть?

- Например, незадолго до закрытия приходят в отделение банка-агента, допустим, три хорошо одетых молодых человека. Становятся в очередь, каждый просит продать ему московские облигации, предназначенные для частных инвесторов, каждый готов вложить по 30 млн. руб. Все оформлено, четко организовано. Но, понятно, что это вовсе не частные инвесторы, а работники брокерских или инвестиционных компаний, которые решили заработать на разнице в доходностях между бумагами, торгующимися на бирже и продаваемыми населению (чтобы повысить ликвидность, мы с самого начала прошли листинг на МММВБ).

- Почему возник такой разрыв?

- Котировки на бирже постоянно росли, а продажа облигаций населению предполагает, что хотя бы неделю мы обязаны держать один уровень доходности. Мы не можем менять его в соответствии с колебаниями рынка несколько раз в день. Это невозможно даже просто технологически. Вот и получилось, что у банков-агентов можно было купить бумаги с доходностью немного выше, чем на биржевом рынке. А потом продать подороже через биржу, причем сделать это в течение

одного-двух дней, заработав при этом 1,5-2% на разнице. Это очень хорошие деньги для профессионала в пересчете на годовую доходность.

- Как-нибудь вычислить и наказать?

- Как же мы их накажем? Соблюдаются все правила, формально они ничего не нарушают. Это законный арбитраж между рынками.

- А если в условиях обращения бумаг написать, что они продаются исключительно населению? И потом: довольно солидные суммы, налоговые органы могли бы заинтересоваться...

- Поверьте, что эти люди знают, как снять с себя подозрения. Там все было законно, не подкупаешься. Деньги перечислялись безналично, по банковским каналам, а банки сейчас в этом отношении очень щепетильны. В целом же, мы никогда не влезаем во взаимоотношения частных инвесторов и налоговых органов, не посылаем никому никаких извещений. Это дело банков-агентов.

- Итого. Вы разместили все облигации, но проект, тем не менее, оказался неудачным.

- Не совсем. Мы привлекли внимание населения. У нас все-таки было около тысячи реальных мелких частных инвесторов. Причем не только в Москве, но и по всей России. Реклама шла по общероссийским каналам, печаталась в региональной прессе и т.д. К нам поступило очень много обращений от частных лиц, причем из разных городов. О московских облигациях узнали все.

- Что значит обращений – они покупали бумаги или просто интересовались?

- Звонили, задавали вопросы и выказывали желание купить. Но механизма продажи облигаций населению в регионах у нас не было и до сих пор нет.

- И теперь вы решили изменить схему.

- Да. Сберзаймы уже погашены, и сейчас мы продаем наши обычные облигации напрямую – через дочернюю компанию "Гарант-М". Она реализует их строго по биржевой доходности и гарантирует выкуп по рыночным ценам.

- И каковы результаты? Сколько частных инвесторов вам удалось привлечь?

- Сейчас нашими бумагами владеют около 80 частных лиц.

- И сколько они вложили?

- Примерно 6 млн руб.

- Не густо.

- Согласен. Но это цифра только по "Гаранту-М". А он – не единственный канал. Купить облигации частные инвесторы могут и на бирже через брокеров. Но такой статистики у нас, к сожалению, нет. Интерес же с их стороны достаточно велик. Если мы даем рекламу, скажем, в метро, то нам в день поступает несколько десятков звонков. Причем надо отметить, что уровень подготовки людей очень высок. Им уже не надо объяснять, что такое облигация, что такое город Москва. Их, как правило, интересует доходность.

- В этом смысле московские бумаги – не самые привлекательные инструменты. На них много не заработаешь.

- Да, нынешний уровень доходности – от 5% до 6,8% годовых – вдвое ниже уровня инфляции. И депозиты в банках выглядят предпочтительней для населения.

- Может все дело в этом: низкая доходность – крошечный спрос?

- Все относительно. Каждый человек должен понимать, что банк заплатит более высокий процент только по истечении срока вклада, в противном случае он может не только не заплатить проценты, но и взять комиссию за досрочное расторжение договора. Тогда как наши бумаги он может прийти и продать в любой день с рыночной доходностью. Кроме того, он может заработать еще и на рыночных колебаниях котировок. Например, те люди, которые покупали сберзайм в 2003 г.,

неплохо заработали. В прошлом году рынок рос очень быстрыми темпами, и многие инвесторы начали фиксировать прибыль уже во время выплаты первого купона. Когда в прошлом году мы погашали первый сберзайм, выяснилось, что 95% выпуска скопилось в руках одного крупного иностранного банка, вернее, его российской "дочки".

- Как быстро вы выплачиваете деньги?

- На следующий день.

- Почему вы отказались от выпуска сберегательного займа, ведь частным инвесторам, особенно неискушенным, комфортнее иметь на руках бумагу, а не выпуску по счету?

- В сегодняшних условиях при высокой степени электронизации сберзайм – это анахронизм. Выпуск облигаций в бумажной форме, печать бланков, системные схемы защиты, транспортировка, охрана, - все это увеличивает издержки на 2-2,5%. Непозволительная роскошь.

- А зачем Москве вообще нужны частные инвесторы? Может проще общаться с профучастниками?

- Нам нужны всякие инвесторы, в том числе и частные. Все-таки основа фондового рынка как глобального, так и российского – сбережения домохозяйств. Деньги, которые вкладывают в наши бумаги, скажем, банки – это тоже частный капитал. Есть, конечно, и корпоративные деньги, но их не так много, ведь у корпораций практически все – в обороте.

- Вы сказали, что механизма продажи облигаций населению в регионах до сих пор нет. Что же делать провинциальным инвесторам, которые жаждут вложить деньги в столичные долги?

- Они могут купить бумаги через брокеров, а напрямую - только в случае приезда в город.

- Через Интернет?

- Отсутствует электронно-цифровая подпись. Нет соответствующего закона.

- Если я – неискушенный инвестор, но меня убедила ваша реклама и я захотела приобрести московские облигации или обязательства какого-нибудь другого региона. На что я должна обратить внимание? Как мне убедиться в том, что заемщик кредитоспособен?

- Для неискушенного инвестора наиболее простой и наименее трудоемкий путь – смотреть на рейтинг, который сейчас есть практически у каждого регионального заемщика, хотя бы раз выпускавшего облигации. Самостоятельно проводить финансовый анализ сложно.

- Но не все доверяют чужим расчетам.

- В этом случае надо смотреть на несколько показателей. Прежде всего, на отношение объема совокупного долга к годовым бюджетным доходам. Чем оно ниже, тем кредитоспособность региона лучше. Кроме того, очень важен профиль долга. Я имею в виду расписание погашений. Инвестор должен убедиться, что платежи распределены равномерно, а не выплачиваются в один момент или в течение короткого интервала. Ежегодные затраты региона на обслуживание долга (без учета погашений) не должны превышать 5% от его доходов.

- А сам долг?

- Бюджетный кодекс разрешает региону иметь общий долг в сумме не более 100% от его годовых бюджетных доходов. То есть, долг Москвы, например, теоретически мог бы составлять сейчас порядка 500 млрд руб. У нас он сейчас значительно ниже – меньше 90 млрд руб. Но мы сознательно наложили на себя дополнительное ограничение - максимум 33% от годовых бюджетных доходов (сейчас меньше 20%). Это консервативный уровень. Хотя если показатель приблизится к 50%, инвестору уже стоит задуматься.

- Москва – крупнейший субсуверенный заемщик на внутреннем рынке, а ее бумаги служат ориентиром для инвесторов. Но из-за сверхплановых доходов город сокращает свой долг. Не боитесь, что, утратив ликвидность, московские облигации перестанут пользоваться спросом?

- Действительно, в этом году мы планировали увеличить объем рынка облигаций на 20 млрд руб., а пришлось сократить его на 10 млрд руб. Но текущего размера – порядка 50 млрд руб. вполне достаточно для того, чтобы сохранять высокую ликвидность.

- Но люди-то ждут.

- Ждут. Многие профучастники лично мне высказывали свое разочарование по поводу нашей долговой политики. Но то, что произошло с нашим долгом в этом году, было неизбежно. В последние годы бюджет Москвы исполняется очень хорошо. И доходы в среднем на 15% превышают запланированные уровни. Это приводит к тому, что каждый год, начиная с 2001 г., у нас образуется очень большой переходящий остаток. Причем он сопоставим с запланированным на год объемом займов. Вот и встал вопрос о том, чтобы на инвестиционные цели направить этот остаток, а деньги не занимать. В этом году город так и сделал, правда, пришлось не только не занимать, но еще и выкупить часть обращающихся на рынке облигаций. На это как раз и пошли те 10 млрд руб., на которые уменьшился наш долг. Всего на выкуп бумаг с рынка было выделено 14 млрд руб. Из погашаемых в 2006 г. облигаций Москвы в рублях объемом 16 млрд руб. выкуплено более 10 млрд руб.

- Каким образом происходит выкуп?

- Ничего особенного. "Гарант-М" выходит на рынок и покупает облигации по рыночным котировкам.

- Но разве это не создает почву для инсайда?

- Исключено. Во-первых, есть определенная этика. Во-вторых, все наши действия предельно прозрачны - мы еженедельно публикуем подробный отчет о наших операциях на вторичном рынке. Сыграть на этом невозможно. К тому же мы не просто не скрываем своих планов, а напротив оповещаем о них инвесторов. Часть бумаг мы даже выкупили на специально организованных аукционах.

- Так что, в 2006 г. новых бумаг Москвы можно тоже не ждать?

- Вообще нет. Мы избавились от огромной денежной подушки и можем снова привлекать деньги. Переходящий остаток, скорее всего, сохранится, но он уже не будит таким угрожающим. Бюджет на следующий год предусматривает заимствования на 72 млрд руб. Эта цифра будет меньше на 10 млрд руб. за счет выкупа облигаций, погашаемых в 2006 г.. Из оставшихся 62 млрд руб. новые размещения составят 56 млрд руб.

- Включая евробонды, которые вы должны выпустить?

- Нет, еврооблигации в эту сумму не входят.

- Какие это будут выпуски по объему, срокам?

- Облигации будут выпущены на три, пять и 10 лет. Если все будет хорошо, то мы разместим и 15-летние бумаги. Объем 10-летнего выпуска составит порядка 20 млрд руб., а 15-летнего – 30 млрд руб.

- Вы собираетесь привлечь все 30 млрд руб. за один раз?

- Нет, в несколько этапов. Пока еще это слишком большая сумма для нашего рынка. Скорее всего, в следующем году мы разместим половину этого выпуска, а остальное доразместим в 2007 г.

- А вы собирались выпускать 30-летние облигации. Эта идея еще жива?

- Мы не то чтобы собирались. Мы просто увеличили в законе о бюджете города максимальную длительность своих долговых обязательств до 30 лет, но пока предложить такие бумаги инвестору не планируем. Таких длинных денег у

российских инвесторов нет, а иностранцы, насколько мне известно, готовы вкладывать деньги, в основном, в пределах 5 лет. К тому же это экономически нецелесообразно. Ставки для таких длительных займов достаточно высоки, а плавающих ставок в России нет.

- А как же облигации ЕБРР, привязанные к ставки межбанковского рынка?

- Слишком неустойчивый показатель. У нас был проект с использованием так называемых беспоставочных валютных форвардов, но мы от него отказались. Они тоже очень нестабильны. Хотя в принципе со временем ориентиром могут стать фьючерсы на процентные ставки.

- Вы имеете в виду фьючерсные контракты на корзину трехлетних облигаций Москвы, которые в этом году запустила биржа РТС?

- Да, а в следующем году мы надеемся, что появятся фьючерсы на корзину 10-летних бумаг.

- Вы не раз говорили, что запрет на внешние займы пора отменить, по крайней мере, для регионов-доноров. Вы по-прежнему так думаете? Может, привлечение денег на Западе уже не настолько привлекательно, ведь ставки внутри страны значительно упали?

- Ставки в России, конечно, упали, но они все еще гораздо выше, чем на международном рынке. Если бы мы сегодня размещали 10-летние еврооблигации в евро, то вполне могли бы рассчитывать на 4,5% годовых. Здесь такие деньги обошлись бы нам не меньше, чем в 7% годовых. Согласитесь, что 3% в течение 10 лет – очень хорошая экономия.

- "Гарант-М" недавно разместил облигации "Детского мира" с гарантией московского правительства. Чем так отличилась АФК "Система" (основной владелец компании)?

- Дело не в "Системе". Город имеет значительную долю участия в капитале "Детского мира", у которого довольно амбициозные планы расширения своей сети по всей стране. А политика московского правительства как раз и направлена на развитие сферы услуг, в том числе торговых точек, центров, мега-моллов и пр. К тому же само здание "Детского мира" нуждается в реконструкции, но бюджетные деньги тратить на эти цели город не хочет.