

Председатель комитета государственных заимствований Москвы Сергей Пахомов не исключает сокращения программы заимствований на 2006 год. Он также рассчитывает, что осенью Москва начнет размещать 15-летние облигации на 30 млрд. руб. Об этом С.Пахомов рассказал в интервью агентству АК&М.

Как вы оцениваете итоги размещения 47 выпуска облигаций, размещение которого прошло 18 января?

Итоги аукциона мы расцениваем как положительные. Спрос превысил предложение в два раза, доходности оказались рыночными, что подтверждает высокий спрос инвесторов на наши облигации. Размещение 47 выпуска имело специфические особенности. Во-первых, это был небольшой по объему размещаемых бумаг аукцион. Во-вторых, на аукционе размещался только один выпуск и не целиком, а частично: из 10 млрд. руб. мы разместили 5 млрд. руб. В третьих - учитывая столь небольшой объем размещения, мы не требовали от уполномоченных андеррайтеров брать на себя минимально необходимые обязательства по выставлению заявок на данный аукцион, как мы это делаем обычно, То есть объем своего участия в аукционе все участники определяли для себя самостоятельно в свободном режиме.

При этом на будущее мы не намерены отказываться от услуг банков-андеррайтеров, и ликвидировать этот институт не собираемся. В том случае, если в текущем году мы будем проводить большие по объему сдвоенные аукционы, то конечно, будем использовать услуги банков-андеррайтеров. Договоры с этим банками уже подписаны.

Каков размер московского долга в настоящее время и что с ним будет происходить в этом году? Будет ли опять сокращена программа заимствований Москвы, как и в прошлом году?

Сейчас, после размещения части 47-го выпуска, общий размер долга Москвы составляет 90 млрд. руб., из них на внутренний долг приходится около 55 млрд. руб. В прошлом году мы провели выкуп облигаций на общую сумму около 21 млрд. руб. Значительную их долю – 8 млрд. руб. - составляют бумаги, рефинансирование которых мы должны были провести в 2005 году, но мы несколько ускорили процесс, используя благоприятную ситуацию с городскими доходами. Кроме того, были выкуплены облигации четырех выпусков, погашение которых приходится на 2006 год (27, 32, 35 и 37 выпуски) – на общую сумму 10.76 млрд. руб. А также мы выкупили облигации 31, 40 и 42 выпусков, которые погашаются в 2007 году, на 3 млрд. руб.

В целом в этом году внутренний долг Москвы по оптимистичному прогнозу может увеличиться на 45-50 млрд. руб.

Но, программа внутренних заимствований запланированная бюджетным законом Москвы в 2006 г. только за счет операций по откупу долгов погашаемых в этом году уже уменьшилась с 72 млрд. руб. до 62 млрд. руб. Кроме того, в прошлом году Москва получила очень много дополнительных доходов. Часть этих доходов город потратил на сокращение долга, но в бюджете все-таки остался большой переходящий остаток –

около 44 млрд. руб. Очевидно, что часть переходящего остатка пойдет на финансирование дефицита бюджета в этом году.

Прежде чем давать прогнозные оценки, необходимо еще немного подождать, чтобы выявилась некая тенденция со сбором налоговых и прочих доходов в бюджет. Если процесс сбора доходов будет опять очень успешным, то, вероятно, в течение года программа заимствований вновь будет скорректирована в сторону понижения. Однако, о полном прекращении новых размещений речь не идет.

Тем не менее, я не исключаю, что реальный объем исполнения программы заимствования составит –50-55 млрд. руб., если не будут серьезным образом пересмотрены объемы бюджетного дефицита и прогноз по сбору доходов на этот год.

А какова вероятность того, что они могут быть пересмотрены?

Вероятность очень велика. Первый пересмотр, я думаю, произойдет весной и будет утвержден в середине или конце мая. И, вероятно в сентябре, будет еще один пересмотр прогноза доходов по результатам трех кварталов. То есть окончательная ясность по заимствованиям наступит только в конце сентября - начале октября.

До момента наступления окончательной ясности Москва все же будет присутствовать на рынке?

Конечно, Москва будет присутствовать на рынке. Мы планируем, что на протяжении первых двух кварталов мы разместим на внутреннем рынке как минимум 20 млрд. руб. Поэтому в I квартале мы планируем еще один аукцион. С учетом того, что денег в бюджете много, наверное, мы осуществим размещение в конце февраля – начале марта.

А какой будет объем?

Он составит не более 5 млрд. руб., срок обращения бумаг составит 10 лет.

Вы постоянно увеличиваете длину выпусков и в этом году хотели размещать 15-летний заем. Такие планы сохраняются?

Нам предстоит регистрация условий эмиссии и обращения 15-летней ценной бумаги в Министерстве финансов РФ. Внутренние документы подготовлены, но необходимо внести некоторые поправки в Закон о бюджете города Москвы для того, чтобы он стал соответствовать федеральному закону. Это техническая работа, но без ее выполнения Минфин не регистрирует условия эмиссии. После принятия этих поправок мы зарегистрируем выпуск.

Когда могут быть приняты поправки?

Я, думаю, что в мае. Сейчас подводятся итоги 2005 года, пересматриваются некоторые показатели бюджета на 2006 год. Затем поправки будут внесены в Правительство [Москвы], потом представлены в городскую Думу, затем пройдут слушания. По оптимистичному прогнозу, принятия поправок можно ожидать в апреле, но более реальный срок - вторая половина мая.

Если летом мы зарегистрируем 15-летние облигации, то размещение состоится, скорее всего, в сентябре. Объем выпуска будет – до 30 млрд. руб. Однако, все 30 млрд. руб. одновременно мы размещать не планируем, Мы намерены до конца 2006 г. разместить какую-то часть этого выпуска, а потом будем делать доразмещения. Скорее всего, это будет уже в 2007 году и далее.

Планируете ли вы выпуск 30-летних облигаций?

В бюджетном законе Москвы зафиксирована максимальная длительность городских долговых обязательств - 30 лет. Но мы, пока ограничимся 15 годами. Погоня за длительностью долга – не самоцель. Пока ситуация с процентными ставками в нашей стране не очень устойчивая. Очень длинные облигации имеет смысл размещать в тот момент, когда процентные ставки очень низки, а у нас сейчас прослеживается довольно устойчивая тенденция к понижению процентных ставок, в том числе и доходности по нашим облигациям. Поэтому мы ожидаем, что доходность по облигациям Москвы еще снизится. Сейчас доходность самых «длинных» облигаций - 39 серии - которые будут погашены через 9 лет, составляет около 6,6% годовых.

Кроме того, 30-летние облигации пока нельзя «привязать» к какому-либо ориентиру. Он должен появиться в текущем году, когда Минфин РФ выпустит 30-летние ОФЗ.

Стратегия наша ясна – мы будем выпускать облигации стандартного срока – на 3, 5, 10 и 15 лет. Мы также будем «подстраивать» выпуски для заполнения тех лет, которые нам еще предстоит освоить с точки зрения долга.

Будете ли вы в этом году выкупать облигации?

Это стандартная операция. Для нас желательно выкупать облигации немного раньше окончания срока их обращения, потому что тогда мы экономим на выплате купонного дохода. Держателям облигаций также имеет смысл продать этот долг нам, конечно если у них нет планов держать их до погашения, потому что облигации краткосрочные, и в условиях когда мы выкупили часть выпуска, они, становятся малоликвидными.

Как идет подготовка к выпуску еврозайма на 410 млн. евро?

Подготовка идет в рабочем режиме – готовится юридическая документация и инвестиционный меморандум. В конце марта – в первую неделю апреля будет проведено road-show. Размещение еврозайма запланировано на первую половину апреля.

Я не исключаю, что могут быть какие-то временные подвижки, рыночная конъюнктура на Западе колеблется и может быть неблагоприятный кратковременный период неустойчивости рынка, который попадет как раз на время планируемого размещения. В таком случае мы легко можем перенести размещение займа. Москва обладает средствами для погашения существующего еврозайма из бюджетных средств. А размещение нового займа можно провести в мае – июне.

Мы стараемся по срокам совместить размещение нового выпуска под погашение существующего потому, что так удобнее и дешевле. Ведь все средства московского

бюджета - в рублях, и мы должны получить рубли и купить валюту, чтобы погасить заем. Конечно приходится платить комиссию. Исходя из суммы погашения в 410 млн. евро плюс купон - 450 млн. евро., получается масштабное мероприятие, поэтому покупать валюту придется в течение нескольких дней, чтобы не дестабилизировать рынок. Кроме того, могут быть какие-то не очень благоприятные изменения в валютном курсе. .

Оцените вероятность внесения изменений в Бюджетный кодекс, касающихся разрешения регионам выходить на внешний рынок заимствований в свете предложений о сокращении внешних долгов страны в целом и, в частности, госкомпаний.

Я думаю, что регионам вряд ли разрешат совершать внешние заимствования. Надо быть реалистами. Государство заинтересовано больше в развитии рынка внутреннего долга. Москва останется на внешнем рынке в качестве символического присутствия, оно не такое уж маленькое - 780 млн. евро - но, представлено только в двух еврозаймах. Я считаю, что других российских регионов не будет на внешнем рынке.

Понятно, что когда государство в целом сокращает внешний государственный долг и трудно ожидать, что одной рукой погашая досрочно долг, разрешат другой руке этот долг увеличивать. На мой взгляд, обеспокоенность Минфина увеличением внешнего долга российских корпораций, в том числе государственных, обоснована только с точки зрения необходимости мониторинга этой задолженности. Государство имеет все возможности чисто административным решением повлиять на объем заимствований госкомпаний, потому что во всех этих компаниях представители государства обладают решающим правом голоса в советах директоров, которые утверждают все заимствования. И если государство считает необходимым ограничить внешние заимствования госкомпаний, госбанков, оно легко может это сделать. Для этого не надо принимать каких-то дополнительных законодательных ограничений. С другой стороны, эти компании решают очень серьезные экономические задачи. Им требуются огромные средства для своих инвестиционных программ, а где им брать необходимые средства, если им запретят занимать? Государство не намерено их давать из бюджета или стабфонда. На внутреннем рынке таких средств нет - ни по срокам, ни по объемам, ни по цене. Поэтому логично, что госкомпании, которые ориентированы на внешний рынок, занимают именно на внешнем рынке. Газпрому, нефтяным компаниям требуется, прежде всего, валюта для выполнения своих инвестиционных программ, их львиная доля расходов - это валютные расходы на оборудование, да и доходы у них в валюте.

С Москвой дело обстоит сложнее. Нам, по правде говоря, тесновато на внутреннем рынке. Ситуация когда 50% регионального и муниципального долга приходится на одного эмитента - на Москву - не очень естественна. Мы обладаем опытом управления долгом и вполне успешно могли бы занимать за рубежом. Но здесь имеет место валютный риск. А у нас все доходы в рублях, поэтому, если будет резкая девальвация рубля, риск дополнительных долговых расходов у Москвы гораздо выше, чем у Газпрома или Роснефти.

Ранее вы высказывали мнение, о том, что Бюджетный кодекс должен быть фундаментально переписан. Что, по вашему мнению, в нем требуется изменить в первую очередь?

В Кодекс нужно внести несколько параграфов, которые разрешают регионам и муниципалитетам использовать производные финансовые инструменты для целей хеджирования рисков, возникающих при управлении долгом.

Даже если сейчас будут приняты поправки в Гражданский кодекс, которые уберут определение сделок с производными финансовыми инструментами, как сделок пари, это еще не значит, что регионы и муниципалитеты могут этим пользоваться. Потому что государственные правоведаы при оценке данного вопроса исходят не только из Гражданского кодекса, но и из бюджетного законодательства. До тех пор, пока в Бюджетном кодексе не будет разрешения на использование деривативов, госорганам их использовать нельзя – такова их позиция.

В России, например, уже есть рынок производных инструментов в валюте евро, и мы могли бы это использовать. Конечно, мы не можем хеджировать все наши еврозаймы, но купонные платежи сроком до одного года и объемом до 100 млн. евро мы вполне успешно можем хеджировать уже сейчас, просто приобретая поставочный форвард. Рынок опционов на такие сроки и объемы тоже есть, но использовать их мы не можем. Поэтому приходится жить в ситуации неопределенности, когда наш бюджет не знает, сколько он будет вынужден платить рублей в конкретную дату, когда погашается купон.

Нужно думать над тем, чтобы фиксированную ставку по нашим внутренним и внешним долговым обязательствам можно было бы менять на плавающую, и наоборот. В России практически нет инструментов в рублях с плавающей ставкой, чтобы они возникли - необходимы опять-таки административные и законодательные решения. Государственная система исходит из принципа: «Если не разрешено, значит - запрещено», поэтому необходимы общие одобрения и разрешения таких действий в рамках Бюджетного кодекса.

Вы как-то лоббируете эти предложения?

Конечно. Наши представители входят в состав рабочей группы Минфина по поправкам в Бюджетный кодекс. Мы уже внесли ряд своих предложений, принимаем участие в обсуждениях. Я не думаю, что Бюджетный кодекс в той форме, в которой он, вероятно, будет проголосован в этом году, станет окончательным вариантом. Скорее всего, что вариант, который так спешно принимается опять окажется фактически промежуточным, куда вновь будут вноситься поправки. Это естественный процесс - жизнь идет, развивается рынок, появляются инструменты, которых раньше не было.

А какова вероятность того, что некоторые Ваши предложения будут учтены в этом варианте кодекса?

Вероятность есть. Однако сейчас Кодекс уже в целом сверстан и там нет раздела, посвященного производным финансовым инструментам. И в Минфине вероятно не хотят опять открывать какие-то обсуждения и изменения этого документа, чтобы избежать затягивания дела. Поэтому Минфин предлагает – принять имеющийся вариант, а потом уже в рамках других законодательных инициатив, не спеша его совершенствовать.

Что еще нужно изменить в Бюджетном кодексе?

Есть еще более сложный вопрос – это возможность для регионов и муниципалитетов выпускать секьюритизированные займы. Вопрос действительно тяжелый, так как его решение связано не только с Бюджетным кодексом, а вообще со всей нашей системой права. Например, в США и многих других странах местные органы власти очень активно выпускают займы, которые обеспечиваются разными формами доходов бюджета. Допустим, поступлениями налога на недвижимость, налога на имущество, тарифов. Наше законодательство построено таким образом, что сейчас ни регион, ни муниципалитет не могут разделить свои доходы на различные составляющие; выделить отдельный налоговый поток и направить его на обеспечение целевых займов, например, для жилищного строительства. У нас «железно» утвержден принцип «единства кассы» - все собирается на единый счет и уже оттуда расходуется на бюджетные статьи. Над этой проблемой очень долго бились европейцы, потому что сама система континентального права, по пути которого пошло и новое российское право, не доброжелательно к таким операциям. Английское и американское право с их развитым трастовым законодательством, дают гораздо больше возможностей и обладают большей гибкостью. Видимо, и России не избежать внесения соответствующих изменений в свое законодательство, и идти здесь нужно по пути развитых стран. Иначе будет сложно выпускать, например, облигации, которые обеспечены ипотечными кредитами, потому что нужно будет сначала создать пул займов, обеспеченных ипотекой, а затем выпускать на рынок облигации. Это особенно актуальная проблема для городов и регионов, которые ведут масштабное жилищное строительство и пытаются развивать ипотечное кредитование через свои ипотечные агентства. Логично, чтобы какие-то городские или региональные агентства могли бы делать такие вещи с использованием бюджетного финансирования жилищного строительства, но по Бюджетному кодексу сейчас это не возможно.

Какова специфика управления госдолгом в Москве? Ведь Москва в этом опережает российские регионы. Насколько опыт Москвы может быть применим другими субфедеральными эмитентами?

Без излишней скромности можно сказать, что мы находимся впереди не только регионов, но и многих стран с развивающейся экономикой. Мы занимаем очень достойное место в качестве эмитента и управляющих долгом, являемся членом Всемирной ассоциации организаций, управляющих долгом. Наш опыт полезен для регионов, и мы им активно делимся. Конечно, не стоит нашу систему копировать, потому что она создавалась для Москвы с ее большим объемом долга, и для регионов, которые выпускают займы объемом 1 или 2 млрд. руб. два раза в год, это экономически не оправдано. А пользоваться методами, которые мы применяем, полезно. Использовать принципы нашей работы и создать собственные заемные системы, конечно, в более компактном виде - вполне возможно (заемная система Москвы состоит из трех организаций: Москомзайм, Мосфинагентство и «Гарант-М» - АК&М). Наша система использует опыт лучших западных образцов, но отнюдь их не копирует, поскольку имеются особенности правового и административного регулирования деятельности подобных организаций в разных государствах. Что возможно в Голландии или Финляндии, невозможно в России.

Как идет процесс обсуждения вашей идеи консолидации региональных заимствований?

Есть Международная ассоциация крупных городов и столиц (МАГ), членом которой является Москва. В нее входят крупные города России, столицы стран СНГ. Идея о консолидации заимствований встретила большой интерес среди российских городов – членов ассоциации. Я выступал на учредительном заседании экономического совета ассоциации, где изложил эту идею. По итогам заседания я был введен в экономический совет. И сейчас принято решение начать в рамках этого совета детальную проработку идеи создания долгового агентства при этой ассоциации. Так что идея получила достаточно интересное продолжение, сейчас мы будем прорабатывать, ее практическую реализацию.

Российские города испытывают потребность в инвестиционных ресурсах, в займах. А с учетом того, что они, за исключением Москвы и Санкт-Петербурга, не делают очень крупные заимствования, их займы малоликвидны. Размещение городом займов в 200-300 млн. руб. для нынешнего рынка мало. А поскольку заем неликвиден и фактически находится на книгах у банков-андеррайтеров, банки требуют премию. В случае если, допустим, выпуски 10 городов консолидируются в один заем, то появится возможность гораздо дешевле привлечь ресурсы.

Здесь есть много проблем, вопрос сложен юридически и организационно. Но при условии готовности сторон, это реализуемая задача. Сейчас мы это проработаем на уровне заинтересованных городов, чтобы они поняли эту идею. Им нужно будет принять определенные непростые решения, их финансовая политика должна быть скорректирована - она должна стать более дисциплинированной и прозрачной, потому что они уже будут отвечать не только сами за себя, но и нести коллективную ответственность.. Не думаю, что мы сразу сможем заинтересовать этой идеей и объединить десятки городов, но на уровне российских областных центров мы планируем провести такую работу и, вполне вероятно, начать практическую деятельность. Надо будет, конечно, согласовывать ряд вопросов с Федеральным Правительством, необходимо будет с его поддержкой принять определенные нормативные и законодательные акты. По крайней мере, эта идея встретила весьма заинтересованную реакцию и со стороны Госдумы, и со стороны администрации Президента, и от мэров городов.

Первый этап подготовки – обсуждение на уровне городов – займет 5-6 месяцев. Мы, вероятно, посвятим этой идее нашу очередную конференцию по региональным и муниципальным заимствованиям, которая пройдет весной. Затем еще месяц–два потребуются на создание на нашем уровне проектов нормативных документов. И затем начнется работа по проведению этих нормативных документов в вышестоящие органы власти. Сколько займет этот этап работы - трудно сказать. Но в течение этого года мы имеем возможность при поддержке МАГ всю эту работу выполнить.

Как вы оцениваете практику продажи облигаций Москвы частным инвесторам и какова перспектива развития этого рынка?

Частных инвесторов, приобретающих облигации Москвы нужно разделить на две категории. Одна категория совсем небольшая. Это те инвесторы, которые покупают

облигации непосредственно в нашем пункте продаж путем заключения договора купли-продажи. Мы организовали такой пункт прямой продажи московских облигаций (через уполномоченного агента Москомзайма - ЗАО «Гарант-М»), который обеспечивает не только продажу, но и обратный выкуп облигаций. Это означает, что в случае необходимости частный инвестор может не дожидаясь погашения продать свои облигации обратно городу, а мы гарантированно обеспечиваем ему выкуп бумаг по текущей рыночной цене. Количество таких людей пока невелико – около 80 человек. Ряд из них заключили уже несколько контрактов с нами. Сейчас они имеют на руках облигации на сумму 6,5 млн. руб.

Не секрет, что высокий спрос на московские облигации снизил доходность в том спектре, где их приобретают частные инвесторы, на уровень от 5.5% до 6.5% годовых. Поэтому логично, что многие частные инвесторы предпочитают банковские депозиты от года и больше. С другой стороны, у нас есть явное преимущество. Наши облигации гораздо более ликвидны с учетом того, что мы берем на себя обязательства по их выкупу. В банке нужно ждать обычно не менее года, чтобы получить хорошие проценты по вкладу, но если деньги понадобятся раньше срока, то от процентов придется отказаться. В нашем случае человек всегда может продать облигации назад, получить накопленный купонный доход, а если повезло, то еще и положительную курсовую разницу. Отмечу тот факт, что население уже хорошо ориентируется в операциях на фондовом рынке, разбирается в инструментах с фиксированной доходностью. Поэтому, когда нам звонят на «горячую линию», нет необходимости разъяснять, что такое облигации, доходность, купон. Людей интересуют технические вопросы заключения договоров, комиссия, а главное – уровень годовой доходности

Другая гораздо более многочисленная категория частных инвесторов непосредственно к нам за облигациями не обращается, а покупает их через брокеров на бирже. Многие частные инвесторы очень активно работают на фондовом рынке, на рынке долга с использованием интернет-торговли, брокерских организаций. Например, на последнем аукционе было несколько очень агрессивных заявок от интернет-брокеров на общую сумму несколько сотен миллионов рублей. Мы имеем основание полагать, что за этими интернет-брокерами стоят продвинутые частные инвесторы, которые таким образом работают на рынке. Мы, конечно, точно пересчитать их не можем, но такие люди есть. Говоря о планах на будущее, могу с уверенностью сказать, что мы и далее будем развивать систему продаж облигаций Москвы для частных инвесторов.

Каким образом вы планируете ее развивать?

Мы ведем небольшую рекламу, продолжаем разъяснять населению преимущества московских облигаций. Убежден, что здесь постепенно произойдут позитивные сдвиги. Подобная работа делается во всем мире. Например, в региональных банках ФРС США есть «окна», куда может подойти частное лицо и купить американские казначейские облигации. Несмотря на то, что таких лиц не так уж и много, государство продолжает вести эту политику. Мы ее тоже считаем важной и намерены продолжать. Это, может быть, не помогает привлекать какие-то большие суммы в бюджет, но зато способствует разъяснению заемной политики города. Если хотите – это своеобразный PR-ход, в результате которого люди на доступном уровне получают информацию о рынке московского долга и об экономике Москвы. Пусть они пока не приобретают облигации Москвы, но зато в будущем могут взвешенно принять решение о вложении сбережений

в наши ценные бумаги. А это уже не только экономическое решение, но и вопрос доверия к власти.

Сергей Борисович, вы уже давно на госслужбе, не возникают ли у Вас мысли о переходе, например, в какой-нибудь крупный инвестбанк?

Я с полной ответственностью отношусь к занимаемой должности, считаю ее серьезной. Каких-то планов о переходе пока не строю и намерен быть на этом посту столько, сколько потребуется мэру, городу. Конечно, я понимаю, что все на свете имеет свое начало и конец, и наступит время, когда мне по каким-то причинам придется этот пост оставить. Но смотрю на это совершенно спокойно и в чем-то философски: «Будет день и будет пища». Однако могу сказать, что мир велик, долгов в нем много, и на мой век хватит, а где это будет востребовано, время покажет.

Я никогда не руководствуюсь сиюминутными интересами и желаниями. Есть серьезные обязательства и надо отвечать за них. Кроме того, хочу отметить и отношение к кадрам Мэра Москвы, он к людям относится очень бережно. Наша команда, работающая в сфере управления долгом, практически не менялась с 1997-1998 года. Это позволило сконцентрировать здесь уникальный для России опыт и знания, которых в других местах в нашей стране практически нет. Ведь не секрет, что наша национальная особенность – это пренебрежение к своему прошлому опыту, каждое новое поколение пытается жить с чистого листа. Так вот мы гордимся тем, что в московской заемной системе есть преемственность, есть высококвалифицированные специалисты. Нигде в нашей стране ни в сфере государственного, ни регионального и муниципального, ни корпоративного долга подобной команды пока нет. Были специалисты, успешно работавшие в Минфине РФ, но где они сейчас? ... Правда, должен отметить, что некоторых из них мы пригласили на работу к нам и не жалеем об этом (например, Александр Коваленко и Александр Чумаченко – АК&М)