

# Построение финансовой политики региона в условиях начинающегося мирового экономического кризиса



Сергей ПАХОМОВ, председатель Комитета государственных заимствований города Москвы

– Сергей Борисович, не секрет, что мировой финансовый кризис может отразиться и на нашей стране, а это неизбежно повлияет на мировые цены на ведущие российские экспортные товары. Как, на Ваш взгляд, региональные власти должны реагировать на эти сигналы?

– Мой опыт подсказывает, что Россия вряд ли останется в стороне от мировых финансовых проблем: наша экономика уже достаточно глубоко интегрирована в мировую систему, рубль конвертируем, поведение отечественных инвесторов ничем не отличается от поведения зарубежных, а значит, в случае опасности их капитал также мгновенно покинет проблемную зону.

Даже если не учитывать то, насколько долгим и глубоким может оказаться финансовый кризис на Западе, в 2008 г. российским государственным органам необходимо выстраивать свои действия, принимая во внимание фактор слабой предсказуемости общей экономической ситуации, и, конечно,

важно предусмотреть меры на случай возможного падения цен на экспортные товарные группы, от которых очень сильно зависит наша экономика.

– Какие шаги предпринимают столичные власти в преддверии общемировых финансовых проблем?

– В текущем году бюджетный план Москвы сверстан с большим дефицитом – около 180 млрд руб. Существенная часть этого дефицита (более 117 млрд) будет покрыта за счет облигационных займов. В первом квартале мы планируем привлечь на рынке рублевых облигаций на 15 млрд руб., во втором квартале – на 25 млрд. Объемы заимствований на третий и четвертый кварталы будут корректироваться с учетом бюджетных доходов.

Переходящий остаток на столичных счетах составляет на сегодняшний день немногим более 130 млрд руб., что позволяет нам чувствовать себя достаточно уверенно в ближай-

шей перспективе. Сейчас Москва не испытывает острой необходимости в заимствованиях и делает это с учетом возможного негативного сценария развития событий, чтобы обеспечить стабильность столичной финансовой системы в более отдаленной перспективе и сохранить темпы поступательного движения московской экономики на заданном уровне.

6 февраля мы провели аукцион по размещению 49-го выпуска облигаций Москвы, в результате которого в городскую казну привлечено около 1,8 млрд руб. по ставке 6,96% годовых. 20 февраля состоялся аукцион по размещению 45-го выпуска облигаций в объеме 1 млрд руб. под 6,91% годовых с погашением в 2012 г. 5 марта мы разместили «короткую» бумагу 46-го выпуска с погашением в 2009 г. в объеме 1,9 млрд руб. под 6,88% годовых.

Выходя в первом квартале 2008 г. на аукционы после фактически двухлетнего перерыва, мы отчетливо понимали, что размещения будут трудными.





На каждом из указанных аукционов мы выставляли облигации на 5 млрд руб. по номиналу, однако инвесторы приобрели только 36% (6 февраля), 20% (20 февраля) и 38% (5 марта) от предложенного объема. Низкий спрос фактически отражает реакцию инвесторов на события, происходящие на финансовом рынке: падение доллара, резкий провал на фондовом рынке, изменение ставки РЕПО в ЦБ РФ, размещение в один день с Москвой федеральных облигаций на 25 млрд руб. В результате среди эмитентов возникла острая конкуренция за денежные средства. На рынке внутренних заимствований продолжается резкое повышение ставок и увеличение числа крупных эмитентов с высоким рейтингом, готовых привлекать деньги на внутреннем рынке по ставкам 8% и даже 9% годовых на короткие сроки. В ситуации нестабильности рынков, которая осложняется недоверием инвесторов, нам придется маневрировать, предлагая более «короткие» выпуски и удерживая доходность по ним

в приемлемых для города рамках. Москва не готова размещать облигации «любой ценой» при неопределенной конъюнктуре на финансовых рынках и значительном остатке бюджетных средств.

**– С чем Вы связываете возможность и вероятность разрастания мирового финансового кризиса? Как он отразится на финансовых институтах и их поведении на рынке капитала?**

– Кризис на рынке так называемой американской второсортной (субстандартной) ипотеки обусловил реальный спад в экономике США. Дело в том, что американская ипотека всегда была мощным стимулятором экономики страны, особенно в период исторически низких процентных ставок. Повышение ставки ФРС повлекло за собой рост ставок по ипотечным кредитам и совпало с началом платежей по ним. Выяснилась старая как мир истина: если заемщики перестают платить по своим кредитам и это явление носит массовый характер, тут же рушится вся система секьюритизированных ипотечных облигаций и основанных на них производных финансовых инструментов, что и происходит сейчас на глобальном рынке капиталов. Наложение двух негативных процессов – кредитного кризиса и потенциально-го спада в экономике США – ничего хорошего мировой экономике, конечно, не несет.

Сейчас кризис уже начал затрагивать другие секторы финансового рынка. Например, серьезные проблемы возникли в страховом бизнесе США, в частности в специализированном страховании облигационных займов. Сложности в этом, ранее достаточно энергично развивающемся секторе финансовых услуг возникли именно из-за того, что практически все ставшие проблемными займы были застрахованы, и в настоящий момент рейтинг очень большого количества ипотечных облигационных займов (речь идет о тысячах выпусков) серьезно снизился. Теперь американскому правительству и финансовому

сектору, очевидно, придется спасать страховые компании в случае предъявления инвесторами исков о компенсации потерь. Неизбежно возникнет вопрос о понижении рейтинга страховых компаний и банкротстве целого ряда из них, что неминуемо повлечет за собой проблемы в таком секторе финансового рынка, как облигационные займы американских штатов и муниципалитетов. Это огромный рынок, измеряемый триллионами долларов. Таким образом, кризис может разрастаться подобно снежному кому, а борьба с его потенциальными последствиями требует от США все новых государственных расходов.

В настоящее время, несмотря на усилия Федеральной резервной системы США (ФРС) по снижению цены кредита на американском рынке, на рынке займов еврооблигаций прослеживается устойчивая тенденция к повышению ставок. Например, еврооблигация Москвы, которую мы разместили в октябре 2006 г. сроком на 10 лет с доходностью 5% годовых, сейчас на рынке имеет доходность 6,5% годовых. Я присоединяюсь к мнению экспертов, считающих, что тенденция к росту ставок и на зарубежных, и на отечественном рынке сохранится. ФРС не сможет долго удерживать ставки, потому что сейчас они уже на уровне инфляции в США. В данный момент – с учетом предвыборного года – американские регуляторы предпочли поощрение внутреннего спроса, что будет способствовать росту инфляции. Я уверен, что достаточно быстрый откат в обратную сторону неизбежен и, вероятно, ФРС будет вынуждена снова взять курс на повышение процентных ставок.

Пока с последствиями американского ипотечного кризиса не все ясно – ни в плане потерь конкретных банков и фондов, ни в плане секторов финансового рынка, которые будут затронуты кризисом. В связи с этим на мировом рынке капитала существует очень высокая степень неопределенности, которая побуждает крупнейших инвесторов сокращать объем имеющихся на руках долговых обязательств,

отказываться от приобретения новых, уходить в малорисковые инструменты или просто в наличные. Причем такое поведение характерно в равной степени как для зарубежных, так и для отечественных инвесторов.

**– Что в этой связи ожидает Россию и Москву?**

– Естественно, для нашей страны этот кризис тоже будет достаточно болезненным. Хотя российские банки не участвовали в приобретении «субстандартных» ипотечных облигаций и не понесли потерь в этой сфере, я в принципе не согласен с той точкой зрения, что Россия – некий счастливый, изолированный от глобальных бурь остров. Мы зависим от потоков иностранного капитала – как от его притока, так и от оттока. Развитие нашей экономики во многом определяется ценой международного и внутреннего кредита, которая устойчиво возрастает. Вероятно, на внутреннем рынке вырастут ставки, обострится конкуренция за привлечение денег, неизбежно повысится стоимость рефинансирования долгов российских банков и корпораций, а следовательно, и кредитов реальному сектору и потребительских кредитов. Это в свою очередь снизит внутренний спрос, позволявший в последние годы тянуть российскую экономику вверх: только в столице более 50% всего валового регионального городского продукта создается в сфере потребления. Если население будет меньше покупать, это скажется на экономике Москвы и в целом на экономике России.

Конечно, в нашей стране имеются большие внутренние резервы, есть Стабилизационный фонд. Хотя я бы не стал преувеличивать их размеры: например, валютные резервы Китая превышают российские более чем в 3 раза, Японии – в 2 раза.

Сейчас ситуация с московским бюджетом такова, что заемные средства городу не нужны. Но непредсказуемость мировой экономики и опасения по поводу предстоящего сбора доходов в городской бюджет побуждают нас действовать. Столица в этом году планирует провести масштабную программу заимствований. Ее общий объ-

ем – более 122 млрд руб., из них через размещение облигаций должно поступить 117 975 млн, на банковские кредиты предусматривается 4 400 млн. Для нас главный вопрос заключается в следующем: будет ли эта программа осуществлена в полном объеме? Опыт подсказывает, что в полном объеме ее проводить не придется, поскольку есть большой переходящий остаток средств бюджета. И хотя большая часть переходящего остатка решениями, связанными с исполнением бюджета, уже распределена на другие расходы, несколько десятков миллиардов рублей этого остатка и сверхплановых доходов бюджета 2008 г. будут направлены на сокращение программы заимствований. Но даже если программа будет уменьшена вдвое, 50–60 млрд руб. привлечений на внутреннем рынке в нынешней непростой ситуации – это много. Как все сложится в реальности, будет зависеть от результатов сбора доходов в городской бюджет в первом квартале и первом полугодии текущего года.

**– Известно, что купить облигации Москвы вправе и обычные граждане. Чем для них могут быть привлекательны эти ценные бумаги по сравнению хотя бы с акциями крупных российских компаний?**

– Приобретение московских городских облигаций интересно главным образом для консервативно настроенных людей, то есть для тех, кому стабильность и сохранность средств важнее, чем высокий и рискованный доход.

Сейчас для многих частных инвесторов наступает отрезвление по отношению к спекулятивному заработку на фондовом рынке. Быстрый рост стоимости акций в последние годы заставил людей поверить, что доходность 50–60% или даже 100% годовых практически гарантирована. Однако сейчас, в период падения рынка, они несут серьезные потери – особенно те, кто вошел на рынок на пике цен 2006 г., участвовал в «народных» IPO (первичных размещениях акций) Внешторгбанка или Роснефти. Ситуация с фондовым рынком слабо предсказуема, это очень рискованный вид инвестиций, и люди должны это хорошо понимать.



Вложение средств в федеральные или столичные облигации гораздо менее рискованно. Например, доходность по нашим ценным бумагам, несмотря на все кризисные явления, менялась в пределах 0,1–0,15%. Облигации Москвы – очень стабильный рынок, на котором кредитное качество эмитента гарантирует сохранение вложенного капитала и выплату процентов. Да, доход невысок, сейчас он ниже уровня инфляции – 6,6–7%, но это все же некая компенсация части инфляции, в то время как на фондовом рынке можно понести убытки.

Я убежден, что практически для всех категорий населения вложения в государственные облигации – достойная альтернатива фондовому рынку. Особую привлекательность московским облигациям придает тот факт, что мы обязуемся выкупить их у частного инвестора в любой момент, причем по текущей рыночной цене, – в то время как, например, на фондовом рынке продать ценные бумаги и избавиться от своего портфеля очень сложно, в

период нестабильности покупатели исчезают или приобретают акции по значительно более низким ценам. Падение фондового рынка на 10% в день – реальность, с которой надо считаться. Если спад принимает затяжной характер, дела частного инвестора совсем плохи.

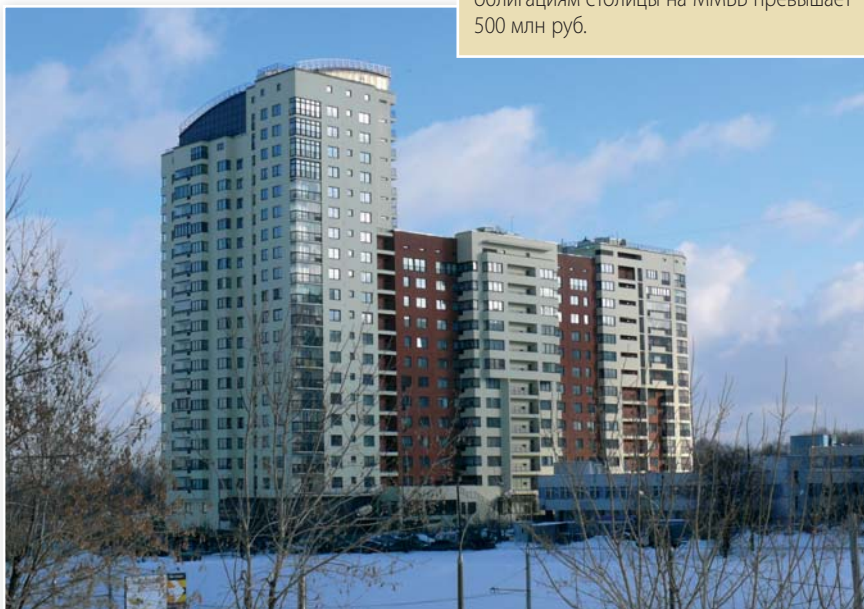
**– Куда инвесторы будут вкладывать средства в сегодняшней ситуации? Какова специфика работы Москвы с портфельными инвесторами?**

– Есть все основания считать, что и отечественные, и зарубежные инвесторы предпочтут наименее рискованные инструменты долгового рынка с

находится на уровне 15%. Среди крупнейших держателей наших рублевых облигаций можно назвать Сбербанк. Причем это инвестор консервативный, который, как правило, приобретает большие объемы городских обли-

**Справка**

По состоянию на середину февраля 2008 г. на фондовом рынке обращаются девять выпусков облигаций Москвы общим объемом около 57 млрд руб. Основными их приобретателями являются российские и западные банки, финансовые, инвестиционные и управляющие компании, а также управляющие компании паевых и негосударственных пенсионных фондов. Среднедневной оборот по облигациям столицы на ММВБ превышает 500 млн руб.



очень высоким кредитным рейтингом, в частности государственные облигации и облигации избранных эмитентов, корпоративных и региональных. При этом они будут требовать более высокой доходности. Для эмитентов так называемого второго эшелона жизнь будет трудной.

В размещении городских облигаций мы рассчитываем прежде всего на российских инвесторов. События на внешних рынках способствовали достаточно заметному сокращению объема средств иностранных инвесторов на рублевом рынке: если пару лет назад он был на уровне 35–40% всего рынка рублевых облигаций, то сейчас

держит их до погашения, неохотно ими торгует.

Сейчас в аукционах по размещению облигаций Москвы банки участвуют на основании собственных решений, никаких обязательств по участию в аукционах у них перед нами нет. До недавнего времени мы использовали в своей работе институт так называемых андеррайтеров, однако теперь Федеральный закон № 94-ФЗ не позволяет этого делать. В предыдущий период мы проводили определенный отбор, аккредитацию лучших банков России и отечественных «дочек» иностранных банков, которые принимали на себя обязательства уча-

ствовать в проводимых нами аукционах, обеспечивая избыточный спрос на облигации города. Работая на аукционе с банками-андеррайтерами, мы могли гораздо точнее предсказывать спрос на наши облигации, имели согласованный «потолок» доходности и всегда получали переспрос на планируемый выпуск.

Комиссия, которую мы платили банкам в случае, если их заявка была удовлетворена, составляла всего 40 базисных пунктов; распределенные, например, на 10 лет обращения облигационного выпуска, они добавляли к доходности наших облигаций 4 базисных пункта в год. А банки со своей стороны были заинтересованы в получении комиссии и не стремились завышать ставки. Ни о какой монополизации в описанной ситуации не могло быть и речи, поскольку 30 крупнейших российских и иностранных банков являлись нашими андеррайтерами и регулярно участвовали в аукционах, остро конкурируя между собой. При отсутствии института андеррайтеров нам придется платить гораздо более высокую премию по доходности, что предполагает существенно более высокие расходы городского бюджета на обслуживание долга.

Таким образом, выполнение норм Федерального закона № 94-ФЗ в случае с операциями столицы на рынке капитала привело не к экономии бюджетных средств, а, напротив, к их излишнему расходованию, и создало неоправданные трудности для Москвы при размещении государственных облигаций с длительным сроком обращения в условиях финансовой нестабильности.

Тем не менее накопленный в предыдущие годы запас прочности, высокая кредитоспособность столицы, репутация города как надежного заемщика позволяет нам, несмотря на сложность обстановки на финансовых рынках, с уверенностью смотреть в будущее. ☀

**Материал подготовил  
Валерий ПЕРЕВАЛОВ**