

## Интервью 06.02.08 ИА ФИНМАРКЕТ

<http://www.finmarket.ru/z/nws/interview.asp?id=769024&rid=1>

### "Вряд ли нам стоит рассчитывать на западный капитал" - глава Москомзайма Сергей Пахомов

Москва после двухлетнего перерыва выходит на рынок рублевых облигаций, да еще и в период нестабильности мировых финансовых рынков. О планах заимствования Москвы, о своих ожиданиях относительно ближайшего аукциона и о своих оценках того, что сейчас происходит на рынках, в интервью агентству "Финмаркет" рассказал глава Комитета государственных заимствований Москвы Сергей Пахомов.

Сергей Борисович, в прошлом году Москомзайм не проводил размещений новых выпусков. Скажите, пожалуйста, какая работа проводилась в это время?

Мы занимались текущей работой, обеспечивали платежи, одновременно изучали ситуацию на рынке, участвовали в работе по планированию бюджета, провели обмен нескольких краткосрочных выпусков на среднесрочные. В целом объем операций был неплохой, по обмену прошло сделок на сумму более 21 млрд рублей, но поскольку технология отработана, мы провели эту операцию всего за два рабочих дня, хотя ей предшествовала большая подготовительная работа.

В то же время, изобилие бюджетных средств Москвы вызвало сокращение программы заимствований и ее последующую отмену, поэтому новых выпусков в прошлом году мы не размещали.

Те кризисные явления, которые наблюдались на мировом рынке с начала осени, как повлияли на конъюнктуру рынка московских долгов?

На наш долг это тоже существенно повлияло. Прежде всего, были периоды повышения доходности по тем выпускам, которые торгуются активно, но оно не было катастрофическим. Рост доходности составлял 20-25 базисных пунктов.

Вместе с тем наметилась тенденция по расширению спреда между нашими облигациями и федеральными бумагами. Раньше у нас в спокойные периоды спред был на уровне 20-30 базисных пунктов, но сейчас он вырос до 40-50 пунктов. Тенденция не очень благоприятная, но объективная.

Почему это происходит?

Это рынок, и здесь играет роль не только доверие к Москве как эмитенту, которое по-прежнему высоко, но и присутствие этого эмитента на рынке. Инструменты должны активно торговаться, а мы на рынок не выходили почти два года - последний выпуск был размещен в апреле 2006 года. Снижение ликвидности, концентрация существенных объемов наших бумаг у нескольких крупных банков, которые используют их в первую очередь для межбанковского репо и репо с ЦБ, приводит к тому, что по облигациям приходится платить повышенную премию.

Это может быть ликвидировано только путем нашего активного присутствия на рынке, размещения новых облигаций, крупных выпусков с участием большого количества активных участников. Тогда в процессе нормальной рыночной торговли, я думаю, этот спред будет уменьшен.

Как Вы считаете, насколько кризисные явления на рынках будут долгосрочными?

События августа-сентября прошлого года на мировых рынках были только прелюдией. Мы видим, что этот кризис продолжает углубляться, усиливаться. ФРС США принимает радикальные меры к снижению процентных ставок и удешевлению кредита, но пока это не приносит стабильности на фондовый рынок, и долговой рынок также находится в состоянии неустойчивого равновесия.

Думаю, что стоимость денег, кредитных ресурсов будет увеличиваться как на мировом рынке, так и в России. Это связано с тем, что ряд российских банков и корпораций активно заимствовали за рубежом, а сейчас у них либо такой возможности нет, либо займы надо привлекать дороже. Займы, кредиты надо рефинансировать, и в данной ситуации источником рефинансирования для целого ряда российских заемщиков может выступить только внутренний рынок. Я полагаю, будет большой приток эмитентов именно на внутренний рынок, из финансового, корпоративного сектора, и будет довольно острая конкуренция за денежные ресурсы.

Если же говорить о более общих вещах, все соглашаются, что начинается спад в мировой экономике. Хотя пока непонятно, насколько он будет сильным, будет ли сокращение ВВП США, падение потребительского спроса. Если это случится, то могут возникнуть кризисные явления и в мировой экономике, спад спроса и цен на сырьевые ресурсы, в том числе на нефть, металлы, которые являются основой российского экспорта. Это может напрямую негативно затронуть наш бюджетный сектор, сектор государственных финансов.

Как это все может отразиться непосредственно на Москве?

В московском бюджете есть два "столпа" - налог на корпоративную прибыль и подоходный налог - они в совокупности дают около 85 проц. доходов московского бюджета. Налог на корпоративную прибыль волатилен, и падение выручки компаний,

которое может быть спровоцировано негативной конъюнктурой мировых рынков, естественно, вызовет падение объемов сбора налога на прибыль. Сокращение прибыльности компаний ведет к сокращению зарплат, а это затрагивает уже и подоходный налог.

Из-за этой неопределенности, непредсказуемости ситуации со сбором налогов, несмотря на то, что имеется достаточно большой остаток средств бюджета с прошлого года, было принято решение начать займы. Составлен примерный график займов, хотя он будет корректироваться с учетом бюджетных поступлений.

Можно ли узнать планы Москвы по заимствованиям на 2008 год?

Надо учесть, что наш бюджетный закон сверстан достаточно жестко по доходам и расходам, в нем предусмотрен большой дефицит, порядка 180 млрд рублей. Существенную часть этого дефицита планируется финансировать за счет займов. Программа заимствований на 2008 год сейчас составляет 122 млрд. рублей, облигационные займы - более 117 млрд рублей.

На первый квартал предусмотрено привлечение на рынке 15 млрд рублей, на второй - 25 млрд рублей, на третий квартал объемы будем уточнять после корректировки доходов бюджета, в июне.

Стоит отметить, что в Москве, как и во многих других регионах, прогрессирует болезнь неритмичности использования бюджетных денег. В 2007 году 42 проц. всех годовых расходов бюджета было произведено в течение последних трех месяцев, и только в декабре - более 20 проц. Это вносит большую напряженность в нашу работу, поскольку если исходить из этого графика, комитет в течение всего года должен ничего не делать, а аврально заниматься работой в конце третьего - начале четвертого квартала. Очевидно, что это физически невозможно, поэтому принято решение начать реализацию программы заимствований уже сейчас.

Насколько высок сейчас интерес к облигациям Москвы, которые будут размещаться 6 февраля?

Реакция банков пока достаточно осторожная, и мы не ожидаем ажиотажного спроса. Облигация сроком обращения 10 лет, и это достаточно рискованное решение в условиях нестабильности рынка - входить в такие длинные бумаги, если есть ожидания повышения процентных ставок.

Это будет довольно трудное мероприятие. Кроме того, в связи с новым 94-м федеральным законом по проведению конкурсов и тендеров мы, к сожалению, не можем использовать наш институт андеррайтеров. В этом плане закон, с моей точки зрения, не только не способствует развитию долгового, фондового рынка, но ему препятствует.

Очевидно, банки, не имея обязательств андеррайтера, не получая комиссионного вознаграждения за свои услуги меньше заинтересованы в участии в наших аукционах.

Какие у Вас ожидания по ставкам на аукционе 6 февраля?

Я могу говорить только об ожиданиях по спреду по отношению к кривой ОФЗ. Мне казалось бы, что справедливой с учетом нынешней ситуации была бы премия по доходности порядка 40-45 базисных пунктов. Я могу ошибаться, у банков могут быть другие воззрения, с учетом стоимости ресурсов, которые они инвестируют.

Слабость нашей банковской системы в том, что она держится не на депозитной базе, а на кредитных ресурсах, а сейчас эти ресурсы дороги. Так что может случиться, что ряду банков ситуация не позволит агрессивно претендовать на приобретение наших облигаций, так как доходность для них будет не сопоставима с той стоимостью, по которой они сами привлекают деньги.

На этот вопрос трудно ответить еще и учитывая двухлетний перерыв в размещениях. Наш рынок во многом потерял ликвидность, и мы только начинаем работу по его развитию. Мы постараемся в течение года вывести целиком или большей частью тот выпуск, который сейчас предлагаем рынку, общим объемом 25 млрд рублей, сделать ликвидным, хорошо торгуемым, сделать его базовым ориентиром. Интересно посмотреть, как рынок воспримет его, как будут проходить вторичные торги. И тогда можно будет говорить о нынешнем реальном положении Москвы на долговом рынке.

На бирже РТС торговались фьючерсы на корзины краткосрочных и среднесрочных облигаций Москвы. Какова теперь их судьба, с учетом ситуации на рынке самих облигаций Москвы?

Один инструмент уже исчез - контракт на короткую корзину наших облигаций, торги прекратились, поскольку ряд выпусков погашен, ряд выпусков близок к погашению и неликвиден. Торговля по корзине облигаций, погашаемых в 2014-15 годах еще идет, но наверное, если мы не будем предпринимать мер по выводу на рынок новых крупных и хорошо торгуемых выпусков, и этот фьючерсный контракт прекратит существование.

А есть планы поддерживать жизнь в этом фьючерсе?

Жизнь в этом фьючерсе поддерживают на РТС участники рынка, мы можем только давать для этой жизни исходный материал. Если наши планы по займам резко не изменятся, я предполагаю, что мы проведем операции в размере 50-60 млрд. рублей.

Рынку, в том числе и фьючерсов на облигации Москвы, это даст хороший материал для работы.

У нас будет большой ликвидный выпуск десятилетних облигаций на 25 млрд рублей, который мы сейчас размещаем, у нас в запасе 15-и летний выпуск объемом 30 млрд рублей, и есть среднесрочный выпуск, на 7-8 лет, порядка еще 15 млрд рублей. Очевидно, мы будем ориентироваться на максимально возможный вывод на рынок хотя бы двух выпусков - больших, ликвидных, долгосрочных, а среднесрочный мы пока придержим. Сейчас мы не можем по ряду обстоятельств чрезмерно увеличивать объем краткосрочного долга, по крайней мере, нам хотелось бы поддерживать дюрацию долга на уровне 5-6 лет в среднем.

Вы упоминали, что в ближайшее время привлечение средств может быть более дорогим, и увеличится конкуренция на рынке. Как Вы считаете, как это отразится на кредитовании, в частности, физических лиц, и на депозитных ставках?

Очевидно, будут расти ставки по депозитам частных лиц и компаний, они уже начали расти. Банки тут вынуждены проявлять все большую гибкость. Аукционы, которые проводит казначейство Москвы по размещению свободных средств бюджета, показывают, что банки очень активно конкурируют, и ставки размещения тоже растут.

Отсюда неизбежно увеличение ставок по ипотечным кредитам, автокредитам, потребительским кредитам. Это, очевидно, приведет к тому, что сократится количество людей, способных брать такие кредиты, потому что стоимость обслуживания будет дорожать. Соответственно, сократится объем кредитования.

Модель развития системы кредитования в России в последние несколько лет была основана на привлечении дешевых ресурсов на Западе и массивном кредитовании потребительского спроса. Но эпоха дешевых денег, все же, подходит к концу, потому что, снизив процентные ставки, денежные власти США наверняка столкнутся с достаточно высоким уровнем инфляции. Оценки таковы, что размер процентных ставок ФРС уже ниже уровня инфляции, и дальше пойдет обратная реакция - повышение процентных ставок, чтобы сдержать рост цен, взять их под контроль. Сейчас в дилемме "инфляция или сохранение экономического роста", с учетом, что в США выборный год, американские регуляторы выбрали путь поддержания, может даже и искусственно, потребительского спроса.

Получается, что если, по вашему мнению, ставка ФРС снижена ненадолго, надо быстрее стараться занимать в долларах?

То, что произошло в мире - это не совсем кризис ликвидности, это, прежде всего, кризис доверия. Ведь деньги в мировой финансовой системе остались, хотя и были определенные потери. И в данный момент, когда ставки ФРС понижены, это еще не значит, что рынок вдруг по мановению волшебной палочки откроется для наших

заемщиков. Конечно, наиболее сильные наши банки и корпорации смогут и дальше заимствовать, но платить им придется дороже, потому что низкая стоимость ставки ФРС вовсе не означает, что будут снижаться ставки и по облигационным займам для российских эмитентов.

Нужно сейчас следить за рынком российских еврооблигаций. Если доходность по ним начнет снижаться, можно говорить о благоприятном развитии событий, а если останутся на прежнем уровне или даже подрастут, это будет очень негативный сигнал, поскольку означает расширение спрэдов.

Сейчас цены на московские еврооблигации ниже цены размещения в 2006 году, то есть те инвесторы, которые купили их тогда, сейчас сидят в потерях. В абсолютных цифрах величина потерь небольшая, но это все же потери. И это при том, что мы - один из лучших заемщиков, и ни у кого нет сомнений в нашей кредитоспособности. Это просто общая ситуация на развивающихся рынках.

В связи с этим вряд ли нам стоит рассчитывать на западный капитал и на активное присутствие иностранных инвесторов на нашем фондовом рынке и рынке внутренних облигаций. Если 2-3 года назад где-то 20-30 проц. держателей наших облигаций составляли иностранные инвесторы, а по отдельным выпускам их доля доходила до 50-60 проц., то сейчас эта доля держится стабильно на уровне 15 проц. Значительное количество иностранных инвесторов ушло с рынка рублевых облигаций, а с учетом больших планов по заимствованиям государства, корпоративного сектора, потребностей регионов, все это предполагает жесткую конкуренцию за привлечение денежных ресурсов.

А Москва на международный рынок должна выйти в 2011 году?

Не должны, а можем, никто нас туда силой не заставляет выходить. Прежде всего, мы можем выйти на международный рынок в 2011-м году потому, что начинает действовать один из параграфов бюджетного кодекса, который разрешает заимствовать регионам не только для рефинансирования долга, но и для финансирования дефицита бюджета. Но это еще достаточно далеко, и трудно прогнозировать, нужно ли нам будет через три-четыре года выходить на внешний рынок.

Вы еще упоминали о потребностях регионов в заимствованиях. Я помню, Вы выдвигали идею создания агентства, которое бы консолидировало потребности регионов и вместо ряда неликвидных некрупных выпусков делало большой и ликвидный, в результате и заимствования будут более дешевыми. В каком состоянии сейчас эта идея?

Если быть точным, концепция этого агентства разрабатывалась не для регионов, а для муниципалитетов, городов. Регионы не очень этим интересуются, они могут выходить на рынок и размещать бумаги на 1-2 млрд. рублей, а это неплохие объемы. Другое дело - города, муниципальные образования. Как раз для них и по заказу Международной ассоциации столиц и крупных городов, куда входят практически все столицы субъектов

федерации, мы разрабатывали эту концепцию. Для них это представляет интерес, мэры крупных российских городов выступают в поддержку этой идеи.

Проектные документы направлены в федеральные органы власти. Минфин, насколько нам известно, проанализировал их и написал заключение, направил его в Экспертное управление при администрации президента. Сейчас рассматривает эту концепцию и Министерство регионального развития, у которого в связи с перераспределением полномочий возникает существенная заинтересованность в реализации этих предложений.

Если серьезно говорить о реализации концепции, прежде всего, необходимо участие федеральных органов власти, государственное участие, тут требуется общий федеральный механизм, требуются гарантии федерального бюджета, иначе это экономически нецелесообразно, требуются решения, связанные с налогообложением купонного дохода по облигациям агентства. При условии этих решений, принятых федеральной властью, эта концепция может быть реализована.

Сергей Борисович, сейчас часто поднимают вопрос создания международного финансового центра в Москве. Насколько, по Вашему мнению, это возможно, в какой перспективе, и что для этого нужно?

Москва - сама по себе уже финансовый центр. Как правило, финансовые центры создают сами себя на протяжении достаточно длительного времени. В этом плане Москва прошла значительный путь, финансовый центр возник, но пока это чисто национальный центр.

Наверное, у него есть неплохие шансы стать международным центром регионального плана в рамках СНГ. Выйти на европейские просторы вряд ли удастся, потому что международный финансовый центр во многом определяется валютой. Там, где зона евро, будут доминировать прежде всего Франкфурт и Лондон.

Какие бы ни были приняты постановления и законы, они сами по себе финансового центра не сделают. Никакой могущественный правитель не может приказать хлебам колоситься, коровам доиться, свиньям пороситься. Все, что можно сделать - создать предпосылки, чтобы законодательство не мешало, а способствовало развитию рынка финансовых услуг.

Тут необходимо принятие ряда мер, которые бы позволили Москве развиваться дальше. А это должно прежде всего относиться к регулированию налогообложения финансовых услуг, к банковскому регулированию, обеспечению свободного перетока капитала, к системе подготовки высококвалифицированных кадров, поскольку в финансовых технологиях очень высока роль человеческого фактора.

Нужна, и здесь должны сделать свой вклад в первую очередь, городские власти, благоприятная инфраструктура, необходимо способствовать тому, чтобы качество жизни было лучше, должно быть офисное пространство, телекоммуникации мирового уровня, решение транспортных проблем, культурная среда, поскольку это еще и место поведения высококачественного досуга, высокий уровень не только высшего, но и начального и

среднего образования. Надо решать ряд транспортных проблем, которые велики в любом мегаполисе.

Франкфурту, чтобы создать международный финансовый центр, понадобилось около 20 лет целенаправленной работы в этом направлении, и Москве в этом плане есть над чем работать, и если нам удастся уложиться в 15-20 лет с нынешнего времени, это будет хорошо. Может быть, с учетом того, что время у нас все больше спрессовывается, скорость преобразований увеличивается, международный финансовый центр крупного масштаба возникнет в Москве и быстрее.

06.02 09:54 /Финмаркет/            все интервью