

Тема: Долговая политика Правительства Москвы. Об операциях Москвы на рынке капитала в 1 полугодии 2008 года.

Выступающий: Пахомов Сергей Борисович - председатель Комитета государственных заимствований города Москвы от 06.02.2008

Стенограмма:

ВЕДУЩИЙ: Добрый день, уважаемые журналисты. Тема нашей пресс-конференции – Долговая политика Правительства Москвы. Об операциях Москвы на рынке капитала в 1 полугодии 2008 года."

В пресс-конференции участвуют:

Пахомов Сергей Борисович - председатель Комитета государственных заимствований города Москвы;

Чумаченко Александр Владимирович – заместитель председателя Комитета государственных заимствований города Москвы.

Вы получили материалы. Мы готовы ответить на ваши вопросы.

ВОПРОС: Хотелось бы услышать оценку Москомзаймом ситуации на рынках капиталов. Может быть, есть анализ, какое-то исследование? Каково Ваше личное мнение?

С.Б.ПАХОМОВ: Мы проводим в постоянном режиме анализ событий, которые происходят на российском и на международном рынке капиталов. Оценка наша текущей ситуации на рынках капиталов сводится к тому, что ситуация является сложной. Известны факты кризисных явлений на международном рынке, связанные, прежде всего, с кредитным кризисом. Известны факты кризисных явлений по поводу банковской ликвидности во второй половине 2007 года. Поэтому мы считаем, что ситуация в 2008 году на рынках капиталов как внутри страны, так и за ее пределами, будет достаточно сложной и труднопредсказуемой. Прежде всего, уменьшатся возможности для рефинансирования долга за рубежом для российских банков и корпораций. Для тех из них, у кого эти возможности останутся, стоимость заимствований будет значительно выше, чем в первой половине 2007 года. Целый ряд из этих банков и российских компаний для рефинансирования своего долга будут вынуждены прийти на внутренний рынок, и конкуренция за ресурсы внутреннего рынка капиталов, мы считаем, очень сильно обострится.

Существует большая программа заимствований в Министерстве финансов РФ, существуют общие планы по размещению долга в рублях в ведущих российских банках. Большая программа заимствований запланирована и в бюджете г. Москвы, она целиком и полностью должна осуществляться на внутреннем рынке. То есть все это свидетельствует о том, что за ресурсы, привлеченные на российском рынке капиталов, да и за рубежом, в этом году придется платить больше, чем раньше. То есть эпоха дешевых денег, на чем во многом основывался бурный рост российской экономики, очевидно, подходит к концу.

ВОПРОС: Агентство "Интерфакс". В раздаточных материалах есть объем долга г. Москвы и долговая нагрузка. Вы можете привести динамику, как она за прошлый год изменилась? И с учетом заимствований прошлого года как она изменится в текущем году?

С.Б.ПАХОМОВ: Тенденцией последних лет было сокращение объема долга к объемам дохода городского бюджета. Объем долга у нас сокращался последние два года, долг рефинансировался как на внешнем рынке, так и на внутреннем. В 2006 году мы вообще не выпускали долговых обязательств, просто был проведен обмен одних наших облигаций на другие. Одновременно последние два года наблюдался бурный рост налоговых доходов. И поэтому динамика соотношения долга к росту доходов направлена резко на сокращение. Если пару лет назад она у нас была на уровне 18-20%, то сейчас этот показатель упал примерно до 10%. Если мы возьмем объем доходов бюджета 2007 года - 956 млрд. руб., ну и наш долг находится в зависимости от обменного курса где-то на уровне 92-93 млрд. руб. То есть Москва в плане долговой нагрузки - город совершенно безопасный, это очень низкий показатель по всем международным и российским стандартам.

Что будет в этом году, сказать сложно, потому что год во многом непредсказуем на рынке капиталов и во многом непредсказуем с точки зрения бюджетных доходов. Бюджетные доходы запланированы в Москве на очень высоком уровне – более 1 трлн. рублей. При этом запланирован большой дефицит нашего городского бюджета – в объеме более 180 млрд. руб. И 122 млрд. рублей этого дефицита – это рефинансирование бюджетного дефицита за счет займов. Это очень большая цифра, и не секрет, что объем бюджетных доходов, как на уровне федеральном, так и на уровне регионов, муниципалитетов, в России связан с внешнеэкономической конъюнктурой, существует очевидная привязка темпов роста доходов федерального бюджета и бюджета г. Москвы к мировым ценам на энергоносители, на товары сырьевого экспорта. И надо иметь в виду, что московский бюджет основан на двух налогах, 85% всех доходов московского бюджета дает налог на корпоративную прибыль (55%) и подоходный налог (45%).

Известно, что налог на прибыль корпораций, компаний очень подвижен, и, естественно, падение цен на энергоносители, товары российского сырьевого экспорта тут же скажутся и на уровне прибыли ведущих российских корпораций, банков. Очевидно, будут задеты зарплаты, они не будут расти так бурно, как в прошлом году. И очевидно, это тоже скажется на темпах сбора в московский бюджет. Поэтому бюджет сделан достаточно напряженно, у нас уже сложилась некая привычка ожидать, что цены на нефть будут расти бурно. Но консенсус всех аналитиков таков, что роста цен ожидать не следует, он останется на этом же уровне и, возможно, будет даже снижаться. Много вопросов, связанных с непредсказуемостью ситуации в экономике США. Никто не может сейчас ответить достоверно, будет ли там экономический спад, и насколько глубоким он будет. Естественно, спад в экономике США скажется на мировой экономике и приведет к падению цен на целый ряд товарных групп, прежде всего, тех, от которых зависит рост экспорта.

Несмотря на то, что в бюджете 2008 года сейчас из 2007 года существует достаточно большой переходящий остаток (по информации нашего Департамента финансов, он превышает 130 млрд. руб.), тем не менее, эта ситуация с плохой предсказуемостью общего положения и с большим объемом программы заимствований побудила нас к тому, что мы все-таки начинаем размещение наших займов. Вот сегодня у нас происходит аукцион, мы предлагаем рынку 5 млрд. рублей из 15-миллиардного выпуска со сроком обращения 10 лет, и, учитывая то, что мы два года отсутствовали на рынке займов, это в целом будет достаточно показательное испытание и для нас, и для рынка. Учитывая, что сегодня достаточно трудный день, на фондовом рынке второй день продолжается спад, доллар растет, большая неуверенность, мы в целом не ожидаем, что будет головокружительный спрос на наши облигации. То есть это достаточно трудный аукцион.

ВОПРОС: "Аналитический банковский журнал". Сергей Борисович, как Вы оцениваете ситуацию с финансовым кризисом, и чем она отразится на Москве?

С.Б.ПАХОМОВ: Ну, в чем-то я уже ответил на этот вопрос. Это не просто кризис кредитно-финансовой системы на Западе, связанный с рынком американской субстандартной ипотеки. На это еще накладывается и спад в американской экономике. В чем это эти вещи взаимосвязаны, поскольку ипотечное кредитование в США является одним из очень мощных способов стимулирования экономического роста и создания за счет кредитных ресурсов спроса на жилье. Это толкает вперед такой мощный сектор экономики, как строительный, и в целом ведет экономику. Мне кажется, еще далеко не все ясно и понятно с последствиями этого кризиса. Речь идет не только о том, какой банк сколько миллиардов потерял, а о том, что этот кризис начинает затрагивать другие секторы финансового рынка.

Сейчас очень остра проблема со страховщиками в США, так называемое специализированное страхование облигационных займов. В связи с тем, что целый ряд и большой объем как раз облигационных займов, в основе которых лежала второразрядная, или субстандартная ипотека, сейчас признаны неплатежеспособными, произошло очень серьезное снижение рейтинга. Речь идет о тысячах облигационных выпусков, целый ряд этих займов были застрахованы такими компаниями, и вот сейчас американскому правительству и финансовому сектору придется спасать вот эти страховые компании. Речь идет уже о повышении рейтинга самых этих компаний и целом ряде банкротств. А это тянет за собой еще такой серьезный сектор американского фондового рынка, как облигационные займы штатов и муниципалитетов американских, а это огромный рынок, измеряемый триллионами долларов. То есть мы видим эффект цепной реакции, и кризис разрастается со скоростью снежного кома.

И вот в связи с тем, что пока еще не до конца ясны последствия этого кризиса, неясно, какой сектор финансового рынка будет затронут этим кризисом, конечно, на мировом рынке капиталов существует очень большая степень неуверенности. И она побуждает инвесторов отказываться от приобретения новых долговых обязательств, сокращать свои позиции в имеющихся долговых обязательствах, уходить в нерисковые инструменты или же просто в наличные.

Естественно, для России последствия этого кризиса будут, я не согласен с той точкой зрения, что Россия – некий счастливый изолированный остров. Из моего опыта это абсолютно не явствует. Россия очень зависима от потоков капитала, от притока иностранного капитала, очень зависима от его оттока. И это вполне может сказаться и на состоянии экономики в целом, я предвижу, что у нас гораздо дороже будут стоить потребительские кредиты, автокредиты. Естественно, это сократит внутренний спрос, а он являлся как раз тем двигателем, который российскую экономику и тянул последние годы вверх. Очень большая часть нашего внутреннего валового продукта, и в случае с Москвой это особо видно, формируется в сфере оптовой и розничной торговли. В г. Москве это более 50% всего валового регионального городского продукта. Если наши потребители будут меньше покупать, это скажется на экономике Москвы и в целом на экономике России.

То, что в стране большие внутренние резервы и стабилизационный фонд... Ну, во-первых, они относительно большие, наверное, в нашей истории никогда не было таких резервов, но в сравнении с китайскими валютными резервами наши резервы выглядят достаточно скромно. То есть мы им уступаем где-то в 3-3,5 раза. В Японии они тоже велики, но тем

не менее Японию они не спасают от трудностей и внутренних проблем. Очевидно, что российская экономика тоже подвергнется испытаниям.

ВОПРОС: Агентство "Рейтер". Вы сказали, что нынешний аукцион будет сложным, тем не менее, Вы можете сказать, как регулярно Вы будете выходить на рынок? И планируете ли в этом году аукционы по выкупу облигаций?

С.Б.ПАХОМОВ: Предварительно на первый квартал запланировано размещение наших облигаций в объеме 15 млрд. руб. То есть помимо сегодняшнего аукциона мы планируем еще два аукциона, один из них пройдет в первую среду марта, и последний третий аукцион, тоже на 5 млрд. руб., мы планируем в одну из сред в середине марта. Это предварительный план, конечно, мы будем оценивать наши действия по результатам нынешнего аукциона, и, конечно же, будем смотреть за конъюнктурой рынка.

Если мы говорим о сегодняшней ситуации в московском бюджете, то именно сейчас городу заемные средства не нужны, мы могли бы воздержаться от привлечения займов в первом квартале. Но непредсказуемость ситуации и опасения по поводу предстоящего сбора доходов в городской бюджет побуждают нас к крайнему началу действий. На второй квартал мы запланировали размещение займов в объеме 25 млрд. руб. Ну, это будет корректироваться нами по результатам сбора доходов в городской бюджет в первом квартале.

ВОПРОС: Агентство "Рейтер". Уточните, пожалуйста, по поводу мартовского аукциона?

С.Б.ПАХОМОВ: Сейчас мы предлагаем 49-й выпуск. В целом наш план - либо продолжать предложения этого выпуска, либо скорректировать наши действия в зависимости от результатов аукционов. Пока мы планируем продвигать на рынок 49-й выпуск, погашаемый в 2012 году.

ВОПРОС: Телевидение Центрального округа. Скажите, пожалуйста, эффективно ли вкладывать деньги в ценные бумаги, в облигации?

С.Б.ПАХОМОВ: Я считаю, что вложения в облигации подходят людям, консервативно настроенным, настроенным на стабильность своего дохода. Я думаю, то, что сейчас происходит на российском фондовом рынке и что происходит с ПИФаами, это будет очень хорошей школой для наших российских частных инвесторов, которые на протяжении последних лет воспринимали, что доходность 50-60% или 100% годовых – это некая гарантированная вещь. Сейчас те, кто имеет вложения на фондовом рынке, особенно кто вошел на рынок в пиковой ситуации 2006 года, думаю, они несут серьезные потери. Те, кто участвовал в "народных" первичных размещениях банков, будь то Внешторгбанк, Роснефть, тоже уже понесли потери. Ситуация с фондовым рынком слабопредсказуема и это очень рискованный вид инвестиций. То, что происходит сейчас, это конкретный пример рискованности подобного рода инвестиций.

Инвестиции в облигации, будь то федеральные или московские облигации, гораздо менее рискованны. Например, доходность по нашим облигациям, несмотря на все кризисные явления, практически не менялась, речь шла об изменениях, скажем, в несколько, ну в 10 базисных пунктов, 0,1%, 0,15%. То есть это очень стабильный рынок, на котором кредитное качество такого эмитента, как Москва, практически полностью гарантирует сохранение процентов и выплату этих процентов по этому доходу. Да, доход ниже инфляции – 6,6-6,7%, но это все же некая компенсация части уровня инфляции, в то время как на фондовом рынке помимо уровня инфляции еще и очень ощутимые потери. Поэтому

я считаю, что практически для всех категорий населения вложения в облигации - достойная альтернатива фондовому рынку. Особенно с учетом ликвидности московского рынка облигаций, с учетом того, что мы берем на себя обязательства по обратному выкупу портфеля облигаций у частного инвестора в любой момент, но по текущей рыночной цене. В то время как сейчас на фондовом рынке России продать и избавиться от своего портфеля очень сложно, сейчас рынок продавцов, покупателей практически нет.

ВОПРОС: Газета "Коммерсант". Можно озвучить общий объем заимствований, предполагаемый на 2008 год? Сколько из этого объема приходится на облигации? Насколько он большой по сравнению с другими городами? Правильно ли я помню, что три года назад Москомзайм говорил о том, что в ближайшие два года занимать через облигации не планирует? И еще один вопрос по поводу доходности - может ли доходность по сегодняшнему выпуску превысить 7%?

С.Б.ПАХОМОВ: Начну с последнего вопроса - очень бы не хотелось, но будем смотреть на результаты аукционы. Пока прошел аукцион, сопоставимый с федеральной облигацией, она погашается в 2018 году, доходность составила 6,4%. Министерство финансов не стало привлекать весь объем, оно из 10 млрд., привлекаемых на рынке, привлекло 7,5 млрд. Сейчас проходит второй аукцион по второй облигации федеральных займов, а будет несколько короче. Очевидно, что та премия, которая предполагается, - реально доходность выглядит на уровне 7%, но мне хочется надеяться, что он будет ниже 7%, мне кажется, справедливо было бы 6,9%, с учетом премии примерно в 50-55 базисных пунктов на той облигации, которая размещалась.

Объем программы заимствований в этом году превышает 122 млрд. руб. Из них при привлечении через размещение облигаций должны составить сумму, близкую к 118 млрд. руб., точнее 117 млрд. 975 млн. руб. На банковские кредиты предусматривается 4 млрд. 400 млн. руб. Для нас главный вопрос заключается в следующем: будет ли эта программа заимствований осуществлена в полном объеме или нет. Мой опыт подсказывает, что, очевидно, в полном объеме ее осуществлять не придется, потому что существует большой переходящий остаток средств бюджета. И хотя большая часть этого переходящего остатка решениями, связанными с исполнением бюджета, уже распределена на другие расходы, но несколько десятков миллиардов рублей переходящего остатка, я уверен, будут использованы на сокращение программы заимствований. Но даже если программа заимствований будет сокращена вдвое, все равно 50-60 млрд. рублей привлечений на внутреннем рынке - это очень большая программа. Во-первых, эти 122 млрд. рублей - такой цифры в нашей истории не было никогда. Но если она реально осуществится хотя бы наполовину, я думаю, в нашей истории таких объемов займов тоже не было никогда реально осуществленных.

ВЕДУЩИЙ: Вопрос из Интернета. Задавали вопрос по уровню доходов, которые у Москвы были в 2007 году и о планах доходов в 2008 году.

С.Б.ПАХОМОВ: В 2007 году уровень доходов московского бюджета по результатам этого года за вычетом доходов, полученных от реализации активов ЮКОСа, составил 956 млрд., 196 млн. рублей. В связи с решениями, принятыми на высшем уровне федеральной власти, доходы от продажи активов ЮКОСа пошли у нас на решение федеральных проблем, поэтому в московский бюджет эти доходы не поступили, хотя могли бы поступить. С такими доходами общий уровень доходов составил бы сумму, близкую к 1 трлн. 187 млрд. руб. Доходы 2008 года запланированы на уровне, который немного не дотягивает до 1 трлн. - это 998 млрд. 701 млн. 307 тыс. 100 руб. А общий объем расходов бюджета Москвы запланирован на уровне 1 трлн. 169 млрд. 346 млн. 402,1 тыс. руб. То есть

превышение доходов над расходами или дефицит бюджета составляет в этом году 170 млрд. 645 млн. 95 тыс. руб. Из этого, как я уже сказал, более 122 млрд. рублей планируется профинансировать за счет займов.

ВЕДУЩИЙ: Вопрос из Интернета. На что будут направлять взятые в долг средства в 2008 году?

С.Б.ПАХОМОВ: Теоретически они будут направляться на рефинансирование долга, но это очень немного, всего лишь 1,5 млрд. рублей. Значительную часть долга, погашаемого в 2008 году, мы уже рефинансировали путем обмена облигаций в начале 2007 года. Львиная доля пойдет на финансирование дефицита бюджета, то есть это финансирование инвестиционных расходов г. Москвы, прежде всего, это адресные инвестиционные программы Москвы. Но это в том случае, если программа заимствований состоится в полном объеме и не будет отменена, как она отменялась в 2007 году. Я, кстати, полной отмены не жду.

ВЕДУЩИЙ: Вопрос из Интернета. Что делается для повышения информационной прозрачности города Москвы как эмитента? Как Вы оцениваете уровень прозрачности сегодня?

С.Б.ПАХОМОВ: Пресс-конференции проводим, активно общаемся с прессой, журналистами, рейтинговыми агентствами, аналитиками банков. Существует наш интернетовский сайт, на котором мы постоянно раскрываем информацию о финансовом положении Москвы, долге Москвы, о всех операциях, которые мы проводим на долговом рынке. То есть всем желающим представляем большой объем информации. В сфере долга прозрачность практически полная. В сфере финансового положения Москвы, я считаю, что очень высокий уровень раскрытия информации просто через бюджетный закон г. Москвы, это очень большой документ, его бы потребителям информации суметь бы переварить. В сфере других аспектов деятельности города предпринимаются большие усилия, и в сфере проведения конкурсов и аукционов, в сфере имущественных, земельных отношений. В сфере политики города - руководители города постоянно присутствуют на телевидении, в СМИ, активно общаются. Моя личная оценка уровня прозрачности – к абсолютной прозрачности надо стремиться. Очевидно, еще что-то в этой сфере мы должны сделать, будем стараться.

ВОПРОС: "Московские инвестиции". В этом году каковы объемы погашения долга? Как изменится соотношение привлекаемого и погашаемого долга по сравнению с годом минувшим?

С.Б.ПАХОМОВ: Объемы погашения я уже называл – это 1 млрд. 504 млн. руб., это остатки необменяемых облигационных займов, погашаемых в этом году. Этот долг нами будет рефинансирован. Соотношения привлечения и погашения очень сильно в пользу привлечения, то есть в 122 млрд. и 1,5 млрд. – погашение. В целом это соотношение очень сильно изменилось в сторону объемов привлечения, но это опять же связано с теми операциями, которые мы провели заранее по рефинансированию долга.

ВЕДУЩИЙ: Вопрос из Интернета. Верно ли, что профессиональная заемная система Москвы стала лучшей в Восточной Европе? Хвалить себя не принято, но, тем не менее, как мы можем сами себя оценить по сравнению с системами других государств и городов?

С.Б.ПАХОМОВ: Во-первых, надо разделить. Если мы возьмем страны, где существуют профессиональные системы управления долгом (Венгрия, Чехия, Польша), я бы не стал

сравнивать нас с этими организациями, поскольку речь там идет совсем о других вещах - это управление суверенным долгом. С точки зрения управления долгом городов, Москва, несмотря на маленький объем долга, все-таки является крупнейшим эмитентом долга среди столиц Восточной и Центральной Европы. По данным рейтинговых агентств, на Москву приходится более 30% всех долговых обязательств, выпущенных столицами Восточной и Центральной Европы. В этом плане – да, у нас хорошие системы управления долгом, рейтинговые агентства оценивают высоко нашу систему и рассматривают наличие профессиональной системы управления долгом в Москве как положительный фактор при присвоении рейтинга. В российских условиях наша система является уникальной, больше ни один город такой системы не имеет.

ВОПРОС: "Аналитический банковский журнал". Уважаемый Сергей Борисович, скажите, пожалуйста, как будут меняться ставки на мировом рынке капитала, и во что будут вкладываться инвесторы?

С.Б.ПАХОМОВ: Если бы я знал ответы на эти вопросы, я был бы, наверное, богаче Уоррена Баффета. Я могу только предполагать. Я думаю, что, несмотря на усилия федеральной резервной системы по снижению цены кредита на американском рынке, все-таки на рынке займов еврооблигаций устойчивая тенденция к повышению ставок. Например, еврооблигация, которую мы в октябре 2006 года разместили сроком на 10 лет с доходностью 5% годовых, сейчас на рынке имеет доходность 6,5% годовых. Поэтому тенденция все же будет к росту ставок. Я думаю, что и федеральная резервная система не сможет долго удерживать ставки на низком уровне, потому что сейчас они уже на уровне инфляции в США. В данный момент с учетом предвыборного года американские регуляторы выбрали решение в пользу поощрения внутреннего спроса, но одновременно с этим они будут способствовать росту инфляции. Я уверен, что неизбежен достаточно быстрый откат в обратную сторону и, наверное, федеральная резервная система опять начнет повышать процентные ставки. Я могу ошибаться, конечно.

Куда инвесторы будут вкладываться? Я думаю, они будут вкладываться в наименее рискованные инструменты долгового рынка с очень высоким кредитным рейтингом. Не секрет, что это будут государственные облигации и облигации избранных эмитентов, в том числе и на корпоративном, региональном рынках. Для эмитентов так называемого второго эшелона жизнь будет трудной.

ВЕДУЩИЙ: Вопрос из Интернета. Когда Москва перестанет брать кредиты?

С.Б.ПАХОМОВ: Я думаю, что вопрос имеет гораздо более общий план, очевидно, задавший вопрос имел в виду, когда Москва вообще перестанет брать долг, потому что кредитов банковских мы уже не берем давно. Я не думаю, что у нас состоятся кредиты, запланированные в программе заимствований на этот год. Выпуск облигационных займов в данной ситуации является для нас более привлекательным. Когда Москва вообще перестанет брать в долг? В 2007 году мы в долг не брали, в 2008 году планируем что-то сделать. Мне кажется нецелесообразным Москве отказываться от возможностей долгового рынка для решения программ экономического, социального развития. Привлечение дополнительного капитала с помощью операций на долговом рынке во всем мире играет очень позитивную роль в стимулировании регионального экономического развития и развития экономики страны в целом. Поэтому я считаю, что, наверное, никогда не откажутся от займов.

ВЕДУЩИЙ: Вопрос из Интернета. Была группа вопросов, связанных с евровыпусками. И про законодательство – секьюритизация активов и т. д.

С.Б.ПАХОМОВ: Я считаю, что секьюритизация активов – это вещь при нынешнем законодательстве недостижимая, до тех пор, пока бюджетное законодательство у нас основано на принципе "единство кассы" и нет возможности выделить налоговый или финансовый поток из средств бюджета и этот поток секьюритизировать. Там надо денежный поток из бюджета вывести, изолировать, заложить в пользу инвесторов в облигации, там очень сложный юридический механизм, для чего в нашем законодательстве совершенно отсутствует какая-то база. Поскольку мы имеем право выпускать долговые обязательства пока только на внутреннем рынке, я считаю, что секьюритизированные займы для нас полностью исключаются. Все те проекты осуществления секьюритизированных займов, которые провели российские банки, все они делались за рубежом и в рамках английского права. С точки зрения выпуска наших стандартных внешних долговых обязательств, ситуация тоже не очень понятная, потому что сейчас наши еврооблигации существуют в форме так называемых облигаций участия в кредите. То есть на западном рынке они обращаются как нормальные стандартные еврооблигации, но они служат всего лишь инструментом, обеспечивающим кредит, предоставленный нам одним из западных банков.

Мне кажется, это очень неудобная ситуация как для г. Москвы, так и для всех других российских эмитентов. Это удорожает займы, это делает структуру таких займов менее понятной инвесторам. В 1997-1998 годах Москва, например, выпускала прямые еврооблигации, я считаю, что желательно вернуться к этой практике. Но этой практике, к сожалению, сейчас препятствует и российское налоговое законодательство в части обложения купонного дохода - по еврооблигациям купонный доход по определению не облагается налогом. И вторая особенность нашего закона о выпуске государственных муниципальных ценных бумаг – они подразумевают, что глобальный сертификат по облигациям, выпускаемый нашими российскими местными органами власти, должен депонироваться в российской депозитарной организации. Это, конечно, тоже препятствует выпуску прямых еврооблигаций, делает невозможным даже выпуск еврооблигаций в рублях.

Сейчас рубль стал конвертируемой валютой, и мы могли бы выпускать еврооблигации в рублях, не нарушая федерального законодательства. Но здесь есть два фундаментальных препятствия. Первое – это как раз вопрос, связанный с депонированием глобального сертификата на еврооблигационном рынке, у нас будет стоять проблема, как этот глобальный сертификат законным образом депонировать в такой организации. И второе – вот в результате того, что необходимо решать вопрос о налогообложении купонного дохода, нам необходимо будет выпускать опять же этот еврозайм в рублях даже на евторынке исключительно через посредническую структуру. Сейчас принято выпускать их не через банки, а через специально созданное юридическое лицо, которое является эмитентом еврооблигаций, а потом бенефициару предоставляет кредит. Как правило, такое юридическое лицо учреждается либо самим эмитентом за границей, либо учреждается с помощью трастового законодательства.

В рамках знаменитого закона ФЗ №94, который подразумевает, что все финансовые услуги мы должны выставлять на открытые конкурсы, тендеры, встает вопрос, как на таком открытом тендере мы можем отобрать свою собственную организацию, которая нам представляет кредиты и сама выпускает эти еврозаймы. То есть 94-й закон, с моей точки зрения, в сфере финансовых услуг - это прокрустово ложе, он совершенно не учитывает особенности этого рынка, уровни тех организаций, которые работают на этом рынке, и не учитывает ограниченного числа игроков на этом рынке, и того фактора, что самая низкая цена услуги еще не гарантирует исполнения. То есть нам надо будет отбирать очень

крупные авторитетные банки, которые будут размещать еврозаймы, и далеко не факт, что они будут самыми дешевыми организациями, предоставляющими эти услуги. В 2011 году вступает в действие новый параграф кодекса, который разрешает внешние займы регионам, в том числе на финансирование дефицита бюджета, а не только на рефинансирование внешних займов. Но поскольку прямых облигаций мы выпускать не можем, все иные формы заимствований на внешнем рынке будут осуществляться в соответствии с особым порядком, который должен быть разработан федеральным правительством. Когда он будет разработан, сказать невозможно.

ВОПРОС: Мы знаем, что часть средств стабилизационного фонда размещена в американских сегментах экономика. Возможно ли в связи с кризисом в США измерить наши потери? А во-вторых, возможны манипуляции какие-то? Если говорить прямым текстом – деньги исчезли, потому что был кризис.

С.Б.ПАХОМОВ: Доллар остается главной резервной валютой, поэтому несмотря на все явления, происходящие с ним, я честно говоря, не вижу другого объекта инвестиций для таких крупных инвесторов, как страны, обладающие огромными валютными резервами, как Япония, Китай, Корея, Тайвань и Россия в том числе. Рынок в валюте евро не способен поглотить эти резервы. Поэтому, несмотря на всю шумиху, все декларации, объем средств, инвестируемых странами с высоким уровнем валютных резервов в американские казначейские облигации, не уменьшается. То есть из американских казначейских облигаций государственные деньги не бегут.

Могут ли исчезнуть эти деньги? Они могут обесцениться. Инфляция высокая, в том числе и в США, доходы по казначейским обязательствам США находится тоже не уровне инфляции. Другой альтернативы просто-напросто нет для такого объема денег. Предпринимаются, конечно, меры для диверсификации валюты, часть инвестируется в долларовые оуары, часть в евро, но, тем не менее, надо иметь в виду следующее. Есть такая теория: игра на валютном рынке – это игра с нулевой суммой, то есть рост одной валюты компенсируется падением другой валюты, в итоге, если вы это перемножите, получите ноль. Отсюда следует вывод, что спасение заключается в диверсификации валюты, что в принципе и делается Центральным банком и Министерством финансов. Движения доллар - евро очень велики, несколько лет назад за евро давали 83 американских цента, нет никакой гарантии, что через несколько лет евро опять не будет стоить 80 центов за доллар. Валютные курсы в принципе непредсказуемы, если находятся люди, которые готовы предугадать, это неверно.

ВОПРОС: Газета "Коммерсант". Сергей Борисович, на каких крупных инвесторов рассчитываете? Возможно ли участие Сбербанка? В прежние годы вы проводили конкурсы на андеррайтеров, в этом году вы своими силами организовали?

С.Б.ПАХОМОВ: Рассчитываем, прежде всего, на российских инвесторов. В результате событий на внешних рынках объем средств иностранных инвесторов на нашем рублевом рынке сократился достаточно сильно. Если пару лет назад он был на уровне 35-40% всего нашего рынка рублевых облигаций, то сейчас эта цифра держится на уровне 15% от объема рынка. Сбербанк играет очень большую роль, это крупнейший держатель наших рублевых облигаций, причем это инвестор консервативный и, как правило, он приобретает большие объемы наших облигаций, держит их до погашения, неохотно торгует. Поэтому мы рассчитываем и на российских инвесторов, и Сбербанк примет участие. Наши предварительные консультации с их казначейств говорят, что эта бумага им интересна. Ситуация на долговом рынке тоже очень подвижна. Повторюсь, сегодня

далеко не самый удачный день для размещения займов и проведения аукциона в связи с тем, что происходит на валютном и фондовом рынках.

По поводу андеррайтеров – мы никогда не проводили конкурсов на отбор "клуба андеррайтеров". Да мы проводили определенный отбор, аккредитацию в данный момент у нас 30 банков, которые входят в эту группу, это лучшие российские банки, дочерние предприятия иностранных банков. 94-й федеральный закон нас побуждает к тому, что любая финансовая услуга, оказываемая нам, должна проводиться через открытый конкурс.

К сожалению, это не позволяет нам использовать наш институт андеррайтеров, как мы его условно называем, а вообще это институт первичных дилеров. То есть это банки, которые брали на себя обязательство в рамках отдельного аукциона выставлять минимальную заявку на аукционы по доходности не выше, чем согласованный с нами потолок. Поскольку в рамках каждого отдельного аукциона мы должны заключать отдельные соглашения с такими банками в рамках общего соглашения, теперь такое соглашение заключить мы не имеем возможности. Поэтому мы нашим банкам объявили, что, к сожалению, не можем их использовать в качестве андеррайтеров. Они участвуют на основании своих собственных решений, никаких обязательств по участию в аукционе у них перед нами нет.

Это затрудняет ситуацию, нам гораздо легче было бы проводить аукцион именно на основе банков-андеррайтеров. Мы бы могли гораздо точнее предсказать спрос на наши облигации, имели некий согласованный потолок доходности, наверняка мы имели переспрос на наш планируемый выпуск. А комиссия, которую мы бы заплатили банкам, те 40 базисных пунктов, распределенные на 10 лет, добавляют в доходности наших облигаций 4 базисных пункта в год. А я боюсь, что при отсутствии института андеррайтеров нам придется платить гораздо более высокую премию по доходности, а это предполагает, с моей точки зрения, гораздо более высокие расходы городского бюджета на обслуживание долга. То есть 94-й закон в данном конкретном случае достиг обратного эффекта: вместо снижения стоимости услуги, стоимости заимствований для города, он увеличивает эту стоимость.