Журнал «Банковское дело», февраль 2010 г.

Интервью Председателя Комитета государственных заимствований города Москвы С.Б.Пахомова

Рубрика: ПРАКТИКА/ Финансовая политика

Заемная политика Москвы: управление долгом в условиях угрозы второй волны глобального финансового кризиса

О долговой политике Москвы, московских облигациях и их доходности, применении международного опыта управления муниципальным долгом в российских условиях, ситуации на финансовых рынках в мире и в России мы побеседовали с С.Б.Пахомовым, председателем Комитета государственных заимствований г. Москвы

Сергей Борисович, расскажите, пожалуйста, о стратегии развития долговой политики в субъектах Федерации.

Субъектам Федерации приходится руководствоваться ограничениями, которые установлены бюджетным кодексом, поэтому любая долговая политика, будь то государственная или региональная, не должна выходить за рамки этих ограничений.
Особое беспокойство вызывает положение в тех субъектах Федерации, где был высокий уровень задолженности и произошло падение бюджетных доходов из-за кризиса. Сейчас некоторые субъекты балансируют на грани неплатежеспособности. Москве это не грозит, потому что ее долговая политика была, с учетом пережитого тяжелого периода в 1998-1999 гг., и остается консервативной. В 2009 г. мы выполнили крупнейшую в нашей истории программу заимствований. Правительство Москвы и мэр при этом в целях сохранения темпов развития экономики города исходили из того, что он обладает большим запасом экономической прочности, надежной кредитной историей, поэтому выполнение программы заимствований не подорвет кредитоспособность Москвы, не повлияет на ее рейтинг и на способность платить по долгам.

В чем отличие российской системы межбюджетных отношений от подобных систем в европейских странах?

Проблемы межбюджетных отношений в России лежат в плоскости сочетания, с одной стороны, федеративного принципа устройства государства, а с другой –

жесткого контроля Федерации над местными налогами и местными источниками доходов. Регионы и муниципалитеты несут ответственность за решение своих разнообразных задач (социальных, инфраструктурных и т.п.), что требует больших средств. Но одновременно с этим федеральный центр лишил их права определять собственные источники доходов – не могут вводить новые налоги или снижать/повышать уровни налогов сверх пределов, установленных федеральным правительством. Налоги – их введение, определение, распределение – это функции федерального центра. Принципиальное отличие российской системы межбюджетных отношений от подобных отношений в европейских странах и США в том, что там местная власть имеет право вводить собственные налоги. Она этим пользуется в случаях возникновения угрозы неплатежеспособности или для решения серьезных местных задач развития. Реформы межбюджетных отношений в России привели к тому, что значительная доля доходов, которая ранее была в распоряжении местной власти, уходит в федеральный бюджет – так называемый механизм выравнивания бюджетной обеспеченности субъектов Федерации. Происходит перераспределение сбора налогов. Естественно, такой механизм межбюджетного кредитования от вышестоящих бюджетов к нижестоящим не может заменить самостоятельной независимой долговой политики, ограничивает активное участие банковского капитала в финансировании регионов и муниципалитетов.

В ряде западноевропейских стран перераспределение доходов через центральный бюджет тоже играет большую роль. Например, муниципалитеты Голландии, Финляндии очень большую долю своих налоговых поступлений получают из центрального бюджета. Однако потом они имеют право проводить самостоятельную долговую политику и за счет заемной деятельности в строго определенных законом рамках финансировать развитие социальной и жилищно-коммунальной инфраструктуры, энергетического обеспечения и т.п.

Второе принципиальное отличие в этом плане – это отсутствие у нас государственной системы помощи местным органам власти в получении наиболее выгодных условий доступа на финансовый рынок. Федеративный уровень устройства предполагает свободу органов местной власти в определении собственной политики, а на деле наша местная власть лишена источников доходов, и все определяется во многом щедротами из центра. Конечно, долг не может дать возможность жить безбедно всю жизнь, но это способ консолидации ресурсов, который ускоряет экономическое развитие в случае расходования займов на инвестиционные цели.

Какова долговая политика Москвы?

Доходы московского бюджета в 2009 г. по отношению к 2008 г. снизились более чем на 30% и составили чуть меньше 1 трлн руб. а это довольно большой убыток для бюджета. Одновременно с этим расходы сократились в гораздо

меньшей степени: социальные не пострадали, снижение, прежде всего, коснулось городских инвестиционных расходов, ряд проектов был отложен, а многие программы, традиционно финансировавшиеся в достаточно большом объеме, – либо резко сократили, либо вообще свернули. Возник большой дефицит бюджета, и его решили финансировать за счет увеличения программы заимствования. Суммарно в 2009 г. на долговом рынке привлечено в городской бюджет примерно 115 млрд руб., а 20 млрд. составили кредиты из федерального бюджета.

На какие сроки рассчитаны московские облигации, какова их доходность?

Доходность в 2009 г колебалась очень сильно. В период плановой мягкой девальвации рубля, которую проводил Банк России с начала года, мы размещали самые короткие облигации – со сроком обращения в один год. Спроса практически не было, потому что в то время гораздо выгоднее было на рубли купить доллары или евро и при неоднократных операциях на конвертации валюты получать высокую прибыль. Поэтому вначале приходилось предлагать рынку **облигации с доходностью, близкой к 17%.**
В целом высокая доходность наших облигаций во многом объясняется еще и тем, что уровень ставок ЦБ РФ был на пике. Московские облигации, как и облигации других высококлассных заемщиков, принимаются в залог ЦБ при кредитовании банков.
С окончанием девальвации и возобновлением устойчивой тенденции к росту курса рубля резко возрос и спрос на облигации Москвы. Снижалась и доходность. Данная тенденция, хотя резко нарастал объем наших заимствований, привела к тому, что сейчас она составляет около 6,5% по «коротким» облигациям и до 9% по самым «длинным», находящимся в обращении. В основном размещались облигации с горизонтом погашения до 7 лет (а начинали с одного года).

Несмотря на масштабную программу заимствований, сегодня долг по отношению к бюджетным доходам города низок: в конце 2009 г. он составил 24–25%. Это – один из самых лучших показателей в сравнении с крупнейшими мегаполисами мира, во многих из которых долг либо близок к годовым бюджетным доходам, либо превышает их. Пока наша политика остается консервативной, но при возобновлении тенденции к росту дефицита наш долг будет расти. Конечно, это долг дорогой, средняя стоимость заимствований по портфелю, размещенному в 2009 г., превышает 15% (за счет размещения большого объема облигаций с доходностью 16– 17%).
Мы будем принимать меры, чтобы заимствовать в 2010 г. по гораздо более низким процентным ставкам, используя конъюнктуру. Станем работать над улучшением структуры долга и в направлении снижения общей доходности

портфеля, поскольку высокая доходность означает высокие бюджетные расходы на долг.

Кто покупает московские облигации?

Львиная доля наших покупателей – банки, которые являются главными инвесторами на долговом рынке России вообще. Мы приняли меры для того, чтобы наши облигации вошли в котировальные списки ММВБ первой категории, что по российским законам позволяет управляющим компаниям и пенсионным фондам приобретать облигации. Благодаря этому произошло относительное сокращение доли банков, одновременно увеличилась доля управляющих компаний, специализированных депозитариев, через которые работают пенсионные фонды. Раньше эта доля составляла 3-4% в общем портфеле, а сейчас превысила 7,5%. На наш рынок по мере роста курса рубля и стабилизации обстановки стали возвращаться иностранные банки. Возобновилась глобальная арбитражная игра между валютами с низкими и с высокими процентными ставками. Если иностранные инвесторы приобретали облигации с доходностью 15%, а затем рубль дорожал еще на 8%, то инвесторы получили дополнительно 8% за счет курсовой разницы. Именно высокие процентные ставки и рост курса рубля являются, как и до кризиса, причинами возобновления притока иностранного капитала.

Как обстоит дело с муниципальными заимствованиями в России, ведь пока доходы бюджетов в большей части муниципальных образований недостаточно обеспечены финансовыми ресурсами?

Сейчас для местных властей зачастую единственным источником долгового финансирования являются кредиты местных банков, имеющих ограниченную по объемам и дорогую ресурсную базу. В то же время уже сформировался достаточно емкий рынок публичного долгового финансирования, представленный субфедеральными и муниципальными облигациями, общий объем которого, несмотря на кризис, превышает 380 млрд руб. Современные механизмы выпуска, обращения и погашения облигационных займов органов исполнительной власти позволяют привлекать финансовые ресурсы на нужды местного развития в значительном объеме.

Кризисная ситуация внесла коррективы в эту деятельность?

В период кризиса остро стоял вопрос о муниципальных заимствованиях. Российские муниципальные образования из-за кризиса, незначительных (по сравнению с ведущими российскими эмитентами) размеров местных бюджетов и, как следствие, небольших и недостаточно ликвидных на рынке объемов

займов не могли рассчитывать на использование преимуществ привлечения финансовых ресурсов на рынке облигаций.
До сих пор размещение на фондовом рынке облигаций российских муниципальных образований носит единичный характер – до кризиса это были облигации Барнаула, Брянска, Волгограда, Казани, Новосибирска, Красноярска, Перми, Томска, Уфы, а также Клинского, Ногинского и Одинцовского районов Московской области. Процентные ставки данных займов были достаточно высоки (8–10% в докризисный период), а сроки обращения в основном не более трех лет, в отдельных случаях до пяти лет. Общий объем этих долговых обязательств до кризиса составлял около 10 млрд руб., сейчас он сократился до 6,5 млрд руб. В кризисной ситуации выход на рынок для российских муниципалитетов полностью оказался закрытым.

Не назрела ли в период масштабного глобального кризиса необходимость активного применения лучшей международной практики управления муниципальным долгом в российских условиях?

Думаю, уже перезрела. В ряде западноевропейских стран накоплен позитивный опыт по привлечению государственных финансовых институтов для эмиссии долговых обязательств от имени муниципалитетов, обеспечению им доступа к дешевым и долгосрочным рыночным заимствованиям и управлению долгом местных властей. Такими финансовыми институтами выступают государственные долговые агентства и банки с особым статусом, ставшие крупнейшими и надежными эмитентами облигаций в масштабах мирового финансового рынка. В их числе: специализированный кооперативный банк KommuneKredit (Дания) (основан в 1898 г.); агентство муниципальных заимствований Kommuninvest (Швеция) (создано в 1986 г.); агентство муниципальных заимствований MuniFin (Финляндия) (1989 г.) и др.
Долговые агентства в своей регулярной деятельности по эмиссии и управлению долгом имеют автономию, но при этом подлежат тщательному государственному контролю и регулированию. Они созданы и действуют на основе специально принятого законодательного акта или системы актов, дающих им особое положение и определяющих регламент их деятельности. Эти агентства ***без потерь*** прошли кризис и сумели сохранить фондирование муниципалитетов своих стран на прежнем уровне.

Может ли муниципальное долговое агентство в России стать институтом национального развития, преодоления неравномерности экономического и социального положения российских муниципальных образований, инструментом финансирования приоритетных национальных проектов*?*

Безусловно. Это – единственный эффективный способ централизованного рыночного кредитования муниципалитетов России на цели их социально-экономического развития, тем более в кризисной ситуации.
Агентство по управлению долгом муниципалитетов в России может быть федеральным эмиссионно-кредитным государственным агентством с особым статусом, специальными задачами и правом эмиссии облигаций в целях привлечения средств для кредитования бюджетных инвестиционных программ, ориентированных на социально-экономическое развитие российских муниципалитетов и на реализацию приоритетных национальных проектов.
Такое агентство превратило бы мелкие муниципальные займы и отдельные короткие банковские кредиты в крупные высоколиквидные и обращающиеся на всероссийском рынке капиталов выпуски облигаций.

Сергей Борисович, до кризиса довольно активно велись разговоры о том, что необходимо Москву сделать одним из международных финансовых центров. Какие шаги нужны, в частности, чтобы Москва стала международным долговым центром?

Для превращения Москвы в международный финансовый центр (МФЦ) необходимо принятие ряда мер в регулятивной, законодательно-правовой, налоговой и других сферах. Например, если говорить о долговом рынке, нужны решения, которые бы позволили иностранным юридическим лицам использовать российский рынок для размещения своего собственного долга в рублях. Пока на это имеют право только российские юридические лица. Это – первый шаг. Второй – в Москве должен быть сосредоточен рынок долга на инструменты, пользующиеся международным спросом, например еврооблигации в рублях. Отличие еврооблигаций от российских облигаций в том, что они выпускаются, во-первых, по английскому праву, и, во-вторых, они обращаются в международных клиринговых торговых системах. Наши облигации обращаются на ММВБ, и если иностранный инвестор хочет с ними вести операции, то он обязан войти в инфраструктуру российского рынка и здесь работать. Если наши еврооблигации в рублях будут обращаться в глобальных торговых системах и на глобальном внебиржевом рынке, тогда иностранные инвесторы станут их приобретать там сравнительно легко. Создание долгового рынка в Москве в других валютах, очевидно, более отдаленное будущее. Когда рубль станет региональной международной резервной валютой, тогда возникнут крупные депозиты в рублях иностранных компаний, которые уже будут вложены за пределами России. Тогда возникнет самостоятельный рынок, который будет еще одним шагом развития Москвы, как МФЦ.

Почему Лондон является глобальным мировым финансовым центром? Потому что там можно получить любую финансовую услугу в любой валюте. Основа могущества Лондона зиждется, с моей точки зрения, на двух «столпах». Первый: Лондон – это мировой центр торговли валютой, порядка 65% всего международного объема глобальной торговли валютой приходится на него. Второй: Лондон – центр рынка еврооблигаций, где происходит свыше 60% оборота этого рынка. Лондон также является традиционно мощным страховым центром, один из центров торговли производными финансовыми инструментами. Естественно, здесь концентрируются специалисты, профессионалы финансовой сферы.

Вероятно, для создания МФЦ в Москве необходимо выйти на более качественный уровень регулирования финансового рынка?

Регулирование всех сфер финансового и фондового рынков должно как можно скорее приблизиться к международным стандартам. Сейчас сделки, которые могут проходить, например в Лондоне в рамках английского права, невозможны в рамках российской правовой системы. Для этого нужны определенные изменения в законодательстве. Но работа эта непростая и продолжаться будет не один год. Она необходима и во многих других странах сейчас пересматриваются стандарты регулирования финансовых рынков. Через несколько лет стандарты регулирования глобального финансового рынка и рынка производных финансовых инструментов будут выглядеть во многом по-иному. На саммите G20 было предложено создание единого международного регулятора.

Создание единого международного наднационального регулирующего органа вряд ли возможно, но вполне возможно будет создан некий орган – отслеживающий и координирующий деятельность национальных финансовых рынков, выпускающий «предупреждения» в случае нарастания предпосылок к новому кризису. Думаю, ни одна страна не захочет пожертвовать своей национальной системой регулирования, поскольку это вопрос государственного суверенитета.

Сергей Борисович, каков Ваш прогноз относительно ситуации на финансовых рынках в мире и в России?

Основная проблема связана с тем, что весь современный мир в плане временной финансовой стабильности и впечатляющего роста фондовых рынков в 2009 г., полностью пока зависит от продолжения государственных программ поддержки экономики и финансовой системы. Эти программы финансируются за счет госдолга (за исключением Китая и России, где меры осуществлялись за счет

государственных резервов), что не может продолжаться бесконечно. Основной вопрос 2010 г. – когда начнется сокращение государственных программ финансирования, и какими темпами это будет происходить.

Некоторые страны уже начали процесс повышения процентных ставок, ограничили финансируемые государством программы выкупа корпоративных и ипотечных долговых обязательств, программы выкупа собственного госдолга, повысили требования к долговым инструментам, принимаемым при залоговом кредитовании центральными банками. При отсутствии признаков здорового экономического роста в ведущих экономически развитых странах эти меры приведут к новому падению на финансовых и фондовых рынках, поскольку из мировой экономики уйдет единственный пока эффективный кредитор – государство. Банковская система и международный долговой рынок еще не возобновили свою обычную масштабную деятельность по кредитованию реального сектора экономики. Эта ситуация характерна и для России. Если сокращение фискальной государственной поддержки экономики и финансовой системы будет носить резкий и масштабный характер, это приведет ко второй волне кризиса со всеми вытекающими последствиями, которые мы все недавно пережили.

Беседовал Сергей Хорошев