Сергей ПАХОМОВ,
председатель Комитета
заимствований Москвы

Москва стала первым эмитентом на российском рынке, разместившим в этом году самый длинный выпуск облигаций с начала кризиса. Чтобы выполнить программу заимствований, городу предстоит до конца года разместить бумаги на сумму еще более 100 млрд руб., что увеличит долговую нагрузку столицы с 25% до 38% доходов бюджета. Об особенностях долговой политики Москомзайма, перспективах выхода Москвы на рынок рублевых еврооблигаций, а также о том, почему остальные регионы не спешат заменять банковские кредиты облигациями, в интервью CBONDS REVIEW рассказал председатель Комитета заимствований Москвы Сергей Пахомов.

«МЫ ПРИВЫКЛИ ЖИТЬ в условиях нестабильности»

— Первые аукционы в этом году прошли для Москомзайма достаточно удачно. Ранее вы говорили, что часть программы заимствований может быть перенесена с четвертого квартала на первый. Удалось эти планы реализовать?

— В ходе первого в 2010 году аукциона мы разместили облигации на 20 млрд руб., тем самым реализовав весь запланированный на первый квартал объем бумаг. И быстро выступили с инициативой переноса части заимствований с четвертого квартала, традиционно сложного для долгового рынка. В результате 17 марта мы успешно разместили наши облигации 48 серии на 10 млрд руб. с погашением в 2022 году. Сейчас это самые длинные бумаги, размещенные после кризиса на российском долговом рынке.

На первом апрельском аукционе мы снова предложили рынку 48 выпуск, продав 10 млрд руб. Хотя такого ажиотажного спроса уже не наблюдалось. Возможно, отчасти мы сами в этом виноваты, потому что предложили рынку жесткий ориентир доходности. Но я не склонен переоценивать значимость жестких или мягких ориентиров. Скорее, сыграла роль высокая степень неопределенности на международном рынке, связанная с суверенными долгами в станах ЕС. Сейчас рынок живет надеждами на светлое будущее…

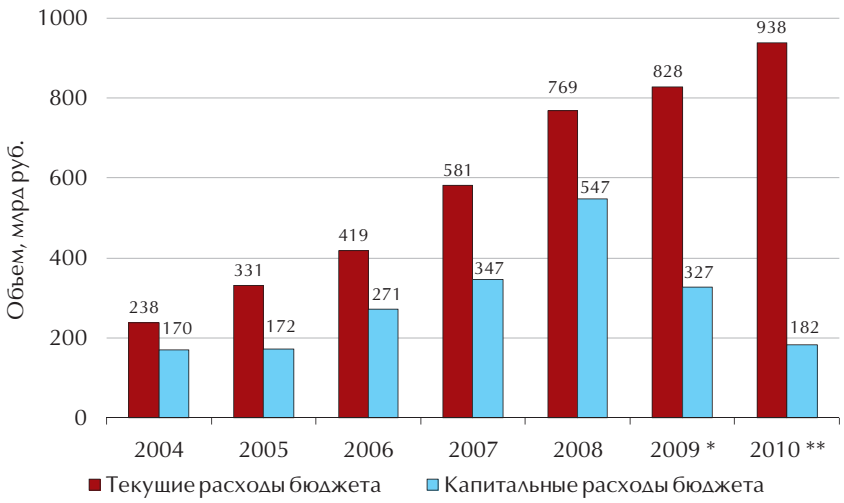
— На ваши планы эта ситуация не повлияла?

— Наши планы остаются без изменений. Программу заимствований никто не отменял. Мы уже привлекли в бюджет около 40 млрд руб., до конца года предстоит еще 105 млрд руб.

Что касается дальнейшего переноса части программы с четвертого квартала на более ранний срок, то сейчас этот вопрос стоит на повестке дня. Скорее всего, примем решение в конце мая. Сейчас казначейство совместно с департаментом финансов и департаментом экономической политики готовит поправки в бюджетный закон. Вероятно, прогноз доходов бюджета будет изменен. Я надеюсь, что в сторону повышения.

— Тогда и программа заимствований будет сокращена?

Рисунок 1
Динамика текущих и капитальных расходов бюджета Москвы



*** оценка исполнения бюджета города Москвы в 2009 году (по данным Департамента финансов)**
**** оценка Комитета**

— Возможно. Но это скорее политический вопрос. Городу предстоит решить, куда направить дополнительные доходы, если они появятся: на увеличение инвестиционных или социальных расходов либо на сокращение текущей программы заимствований. Сейчас сложно сказать, какое решение будет принято.

Проблема в том, что из-за резкого сокращения бюджетных доходов в период кризиса были существенно урезаны инвестиционные программы, в частности по капитальному строительству. Сейчас в бюджете более 50% расходов связано с социальными нуждами. Поэтому не исключено, что львиная доля дополнительных доходов будет направлена на реализацию инвестиционных программ. Думаю, изменения в бюджетный закон будут приняты в третьей декаде июня. Я не исключаю такого варианта развития событий, при котором программа заимствования останется без изменений.

— Какой объем долговых бумаг вам предстоит разместить во втором квартале?

— Согласно планам заимствований, во втором квартале мы должны привлечь 34 млрд руб. Я уверен, что при текущей коньюнктуре мы эту задачу выполним. Поскольку ситуация с бюджетом сейчас достаточно стабильна, временный остаток средств в казначействе на высоком уровне, есть дополнительные доходы, лишних займов на данном этапе не требуется. Думаю, что через месяц, в конце мая, когда этот свободный остаток будет частично потрачен, мы проведем второй аукцион и закроем план второго квартала в июне. Нам осталось привлечь 24 млрд руб., что при текущем состоянии долгового рынка вполне посильная для нас задача.

— Какую бумагу предложите рынку?

— Будем ориентироваться на коньюнктуру. Конечно, для нас предпочтительнее доразместить самую длинную облигацию 48 серии и вывести ее в полном объеме на рынок. Это 30 млрд руб. С другой стороны, если ситуация сложится так, что инвесторы будут осторожно относиться к длинным бумагам, мы в любой момент будем готовы предложить рынку более приемлемые по срочности выпуски. Это и пятилетние облигации, и бумаги с погашением в 2017, 2018 году. У нас есть возможность предлагать гибкий набор инструментов, что позволит выполнить планы по заимствованиям как на второй квартал, так и в целом по году.

— Какова сейчас долговая нагрузка Москвы?

— На данном этапе очень сложно называть какие-то цифры из-за нестабильности

Рисунок 2
Инвестиции в основные средства

объема доходов. Если взять результаты прошлого года, то мы вышли на уровень, близкий к 25% годовых бюджетных доходов. Это относительно низкий показатель.

Если в 2010 году программа заимствований будет выполнена в том объеме, в котором она запланирована, а бюджетные доходы останутся на уровне прогнозируемых, что маловероятно, тогда уровень долга составит 38% доходов бюджета.

— Эта цифра вас устраивает?

— Да, это вполне приемлемый уровень, хоть и свидетельствующий о достаточно активном приросте долга. Но так как мы начали с низкого показателя долговой нагрузки, на ближайшие два года у нас создана хорошая подушка безопасности. К тому же, комитет ведет достаточно консервативную долговую политику и очень тщательно планирует профиль погашения долга. Сейчас мы работаем над тем, чтобы на всем горизонте существования наших долговых обязательств ежегодная сумма погашения долга не превышала 50 млрд руб., то есть примерно 5% от текущего уровня бюджетных годовых доходов. Для чего это делается? Мы уже привыкли жить в условиях нестабильности, кризисы всегда начинаются неожиданно и носят обвальный характер. На случай если рынки капитала окажутся полностью парализованы и у города не будет возможности рефинансировать долг, бюджет, по нашим расчетам, сможет просто погасить долг.

— Каков максимальный уровень долговой нагрузки за всю историю заимствований Москвы?

— После кризиса 1998 года долг Москвы резко вырос с 15% до 62% годовых бюджетных доходов. К этому привела как резкая девальвация рубля, падение бюджетных доходов, так и тот факт, что три четверти долга столицы приходилось на валютные обязательства: три еврозайма и два крупных синдицированных кредита.

«МЫ РАБОТАЕМ НАД ТЕМ, ЧТОБЫ НА ВСЕМ ГОРИЗОНТЕ СУЩЕСТВОВАНИЯ НАШИХ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, ЕЖЕГОДНАЯ СУММА ПОГАШЕНИЯ ДОЛГА НЕ ПРЕВЫШАЛА 50 МЛРД РУБ.»

Максимум долговой нагрузки по бюджетному кодексу — 100% от годовых бюджетных доходов.

— Что вы ждете от долгового рынка в этом году?

— Я думаю, серьезных катаклизмов в этом году ему не грозит. Сейчас на рынке сложилась такая ситуация, когда банковский сектор предпочитает инвестировать в облигации, а не предоставлять кредиты.

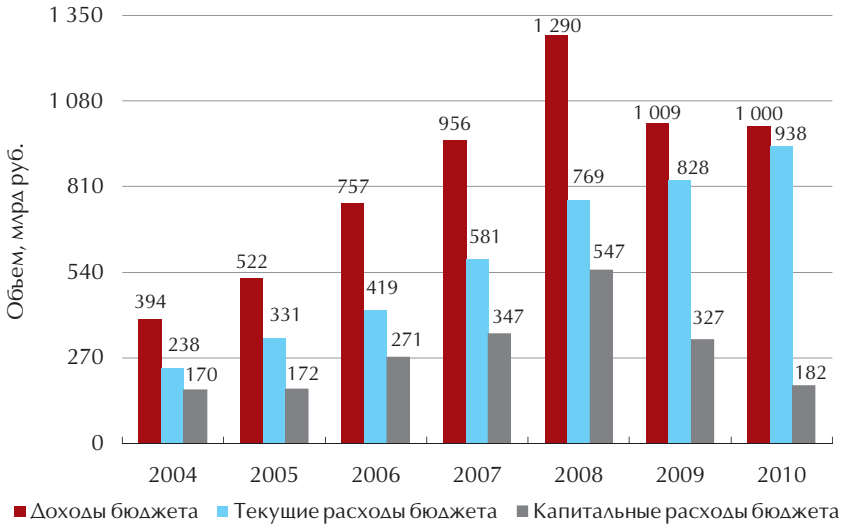


Рисунок 3
Динамика доходов и расходов бюджета Москвы

— И долго это продлится?

— Думаю, до тех пор, пока не появятся устойчивые признаки естественного роста экономики, а не роста, стимулируемого программами господдержки.

— То есть давление регуляторов не ускорит процесс кредитования?

— За риск банка несет ответственность сам финансовый институт, а не регулятор. Поэтому, если какое-то финансовое учреждение заставляют выдавать кредиты, ему есть резон поставить вопрос об ответственности тех, кто оказывает давление, за возврат этих кредитов.

— В последнее время банкиры все чаще говорят о том, что банковский бизнес входит в третью фазу кризиса, которая характеризуется снижением доходов банков от их основной деятельности, и этот период могут не пережить достаточно много банков.

— Могут, я согласен.

— На вас это не скажется? Ведь банки являются одними из основных инвесторов в ваши облигации…

— Львиная доля наших бумаг действительно находится в российских банках. Порядка 10% долгового портфеля приходится на иностранных инвесторов, 7% — это управляющие компании и пенсионные фонды, а оставшиеся 83% — отечественный банковский сектор. При этом доминируют крупные банки с государственным участием.

Чем хорош для нас долговой рынок? Если даже у банка возникают какие-то трудности, наши облигации — это его проблема. А для банка гораздо выгоднее иметь в своем портфеле качественные облигации, нежели кредиты из-за низкой ликвидности последнего инструмента.

— Почему доля пенсионных фондов в структуре инвесторов такая незначительная?

— Государственный пенсионный фонд не имеет права вкладывать средства в облигации Москвы, его инвестиционная программа предусматривает инвестиции исключительно в федеральные долговые инструменты. Пока ВЭБ не приобретает у нас облигации на государственный пенсионный фонд, хотя сам на себя небольшой объем бумаг выкупает.

— А вы вели с ним переговоры по расширению инвестиционной декларации?

— Да, мы общались на эту тему и продолжаем активно вести переговоры. Но у Внешэкономбанка много других задач, помимо рыночных. Пока мы не замечаем особых признаков активности ВЭБа на нашем рынке как управляющей компании пенсионного фонда.

— Раньше Москомзайм проводил аукционы РЕПО по своим облигациям. Вернуться к этой практике не планируете?

— Москомзайм проводил аукционы РЕПО в 2008 году, но они не имели особого успеха по очень простой причине: мы оказались неконкурентоспособными по отношению к рынку междилерского РЕПО и РЕПО ЦБ. Наши банки предпочитают кредитоваться на короткий срок — используют преимущественно однодневные кредиты. У нас технологически нет возможности проводить сделки ежедневного РЕПО, потому что механизм бюджетной отчетности не позволяет осуществлять автоматическую пролонгацию сделки. Мы предлагали рынку двухнедельное и месячное РЕПО, но для банков это оказалось не слишком интересно. Сейчас ситуация примерно та же, хотя технически мы можем проводить РЕПО, и в программе заимствований бюджетом предусмотрено 90 млрд руб. на сделки РЕПО. За последние месяцы еженедельные обороты междилерского РЕПО по облигациям Москвы составляют порядка 80–100 млрд руб.

— Как вы оцениваете политику Минфина на внутреннем долговом рынке? Пока что ведомство не спешит выполнять программу

«ОЧЕНЬ СЛОЖНО НАЙТИ ПАРТНЕРА, КОТОРЫЙ ВОЗЬМЕТСЯ СВОПОВАТЬ В РУБЛИ $1 МЛРД НА 10 ЛЕТ»

внутренних заимствований и не идет на предоставление премии рыночным участникам на аукционах по размещению ОФЗ.

— Политика на рынке заимствований определяется финансовыми потребностями эмитента. Очевидно, что федеральный бюджет не нуждается в таком количестве заемных средств, которое заставляло бы Министерство финансов форсировать размещение облигаций и повышать доходность.

— В апреле Россия разместила два транша суверенных еврооблигаций общим объемом $5.5 млрд. Как это размещение повлияет на рынок корпоративных еврооблигаций российских эмитентов?

— Доходность по размещенным облигациям вполне достойная, особенно с учетом неблагоприятного внешнего фона в момент завершения размещения выпусков. Для облигаций российских корпоративных эмитентов это позитивное событие. Наличие свежих еврооблигационных суверенных выпусков на рынке даст им более точный ценовой ориентир.

— Есть ли налоговые сложности, связанные с размещением еврооблигаций?

— Проблема очень простая. Наш Налоговый кодекс говорит, что купоны по облигациям облагаются налогом у источника. По государственным, региональным, муниципальным облигациям доходы частных лиц налогом не облагаются, при этом институциональные инвесторы должны платить налог. Возникает проблема: как быть с еврооблигациями?

Практика рынка еврооблигаций такова, что у источника никто налог не изымает, каждый инвестор платит налоги в своей юрисдикции. Поэтому в любой документации по еврооблигациям существует пункт о компенсациях: в случае если возникают налоговые выплаты, связанные с проблемами страны юрисдикции эмитента, последний обязан полностью компенсировать инвесторам эти выплаты. Это сразу приводит к удорожанию облигаций, в случае с евробондами цена возрастает в среднем на 15%. То есть, если купон 10%, то нужно платить 11.5%. Ясно, что это абсолютно не в интересах эмитента.

В 1997–1998 гг., когда федеральное правительство активно выпускало еврооблигации, принималось особое разъяснение-меморандум — трактовка еврооблигационного займа как глобального сертификата. Эмитент помещает в депозитарий глобальный сертификат, который потом делится на облигации. С точки зрения законодательства эта депозитарно-клиринговая организация рассматривается как получатель дохода. Если она зарегистрирована и работает в стране, с которой заключен договор о двойном налогообложении с РФ, значит, в России налог не удерживается. Такая схема позволяла и РФ, и Москве выпускать еврооблигации в форме прямых необеспеченных долговых обязательств. В последующие годы государственная налоговая служба выпускала отдельное инструктивное письмо в адрес местных налоговых инспекций о невзимании налога по еврооблигациям.

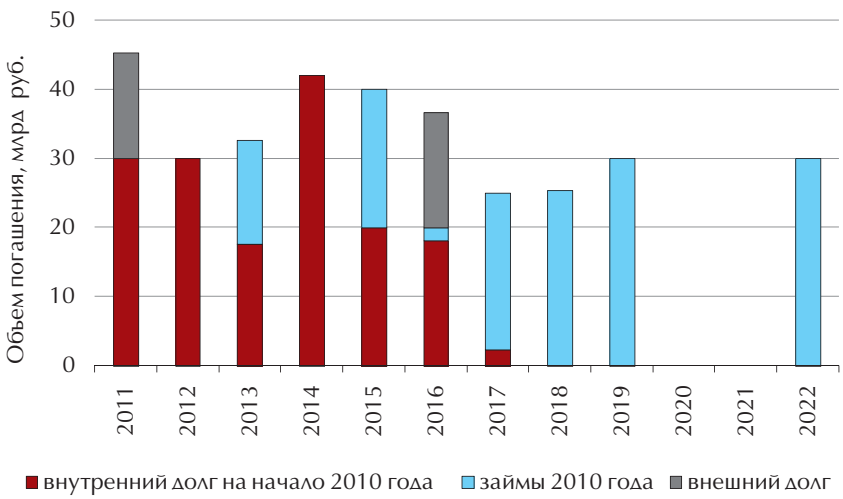
Нынешнее размещение еврооблигаций РФ предполагает, насколько мне известно, иную трактовку вопроса налогообложения купонного дохода. Трактовка будет оформлена особым разъяснительным письмом Министерства финансов, в соответствии с которым Российская Федерация, являющаяся эмитентом еврооблигаций, как публично-правовое образование не отвечает определению организации – налогового агента, содержащемуся в Налоговом кодексе РФ. Следовательно, ни Федерация, ни иные ее органы (Министерство финансов), ни банки, ни депозитарии, ни фискальные или платежные агенты также не рассматриваются в качестве налоговых агентов, обязанных удерживать налог на купонный доход. Уплата налогов на купонный или иной доход по еврооблигациям — дело самих держателей облигаций. Эта трактовка распространяется только на иностранных держателей российских еврооблигаций. Будет ли она касаться еврооблигаций субъектов Федерации — вопрос пока открытый.

— Насколько интересно Москве сейчас выпускать еврооблигации?

— Вопрос не в интересе, а в экономике. Процентные ставки на российском долговом рынке активно снижаются. Я не уверен, что в случае продолжения тенденции к снижению процентных ставок в России через год доходность по десятилетнему займу на

«ПОКА МЫ НЕ ЗАМЕЧАЕМ ОСОБЫХ ПРИЗНАКОВ АКТИВНОСТИ НА НАШЕМ РЫНКЕ ВЭБА КАК УПРАВЛЯЮЩЕЙ КОМПАНИИ ПЕНСИОННОГО ФОНДА»

Рисунок 4
Планируемый профиль погашения долга Москвы на конец 2010 г.



международном рынке капитала для Москвы будет существенно ниже доходности при размещении в рублях на внутреннем рынке. К тому же, не стоит забывать и о валютном риске: бюджет Москвы не располагает валютными доходами.

— Можно предусмотреть свопование.

— Очень сложно найти партнера, который возьмется своповать в рубли $1 млрд на 10 лет. Пока рынок хеджирования в рублях еще не так развит, как долларовый или евро. Кроме того, эмитенту необходима еще и уверенность, что через 10 лет с партнером ничего не случится. Никто не мог предсказать, что Lehman Brothers обанкротится, а ведь этот банк был крупнейшим игроком на рынке свопования.

— Не так давно вы заявили о том, что Москва рассматривает возможность размещения во втором полугодии текущего года рублевых еврооблигаций на 20–30 млрд руб. Насколько это вероятно?

— Выпускать еврооблигации в рублях нам никто и никогда не мешал. Мы серьезно прорабатывали этот вопрос еще в 2007 году и сделали несколько выводов. Во-первых, на рынке отсутствует большой спрос со стороны иностранных инвесторов. Во-вторых, этот спрос сконцентрирован в коротких выпусках сроком обращения три, максимум пять лет. В-третьих, предельный объем размещения в тот период составлял 5–10 млрд руб., что нас совсем не устраивало. В-четвертых, при ценообразовании размещения рублевых еврооблигаций инвесторы ориентируются на кривую NDF (непоставочных форвардов), к чему добавляется еще и премия за размещение в рублях, страховая премия (стоимость кредитного дефолтного свопа), стоимость хеджирования валютного риска, расходы на менеджеров, юристов и консультантов. Все это делало конечную доходность по еврозаймам в рублях неконкурентной с нашей собственной кривой доходности на российском рынке долга. Сейчас мы вновь вернулись к анализу этой проблемы. В случае если доходность по еврозаймам в рублях хотя бы сравняется с доходностью наших собственных сопоставимых по срокам обращения облигаций, выпущенных на внутреннем рынке, их размещение станет экономически целесообразным.

— То есть вероятность выпуска рублевых еврооблигаций в принципе невысокая?

— Для этого внутренний рынок должен перенасытиться, чего я пока не наблюдаю. Нам будет выгодно выпустить рублевые еврооблигации, в том случае если появится устойчивый и объемный спрос со стороны иностранных инвесторов, желающих инвестировать в рубли, но не готовых делать это в России. Такие инвесторы есть уже сейчас, но их мало. Вряд ли мы за их счет сможем решить проблему своих внутренних заимствований. Кроме того, есть сложности, связанные со скоростью реализации таких размещений. Сейчас аукционы по рублевым бумагам практически поставлены на поток, их подготовка занимает у нас 5–10 дней, в то время как организация выпуска еврооблигаций может занять полгода.

— На рынке субфедеральных займов сложилась ситуация, когда конкурсы по выбору организатора размещения выигрывают банки, предложившие минимальную комиссию, зачастую нулевую, а не те участники, кто может разместить бумаги по более низкой доходности. Почему это происходит?

— Субъектам РФ нужно менять условия проведения конкурсов. Нынешнее законодательство ставит регионы в такие условия, когда конкурс выигрывает компания, предложившая наименьший уровень комиссии. При этом не учитываются квалификационные требования к участникам аукционов. В результате участник, выставивший нулевую комиссию, становится организатором размещения, а доходность по бумагам оказывается выше рыночной. В такой ситуации организатор выкупает большую часть выпуска на себя, а затем размещает бумаги в рынок уже по более низкой доходности. В результате, он оказывается в существенном плюсе, а эмитент теряет деньги.

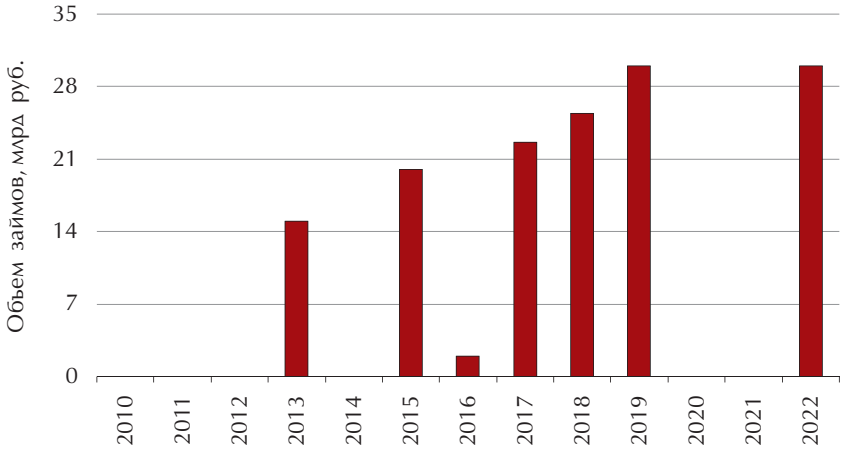
— Ведется ли работа по изменению федеральных законов 94 и 135, которые регулируют проведение конкурсов?

— Насколько я знаю, да. Но мы в этом процессе не участвуем. Комитет еще в 2009 году направлял ряд поправок в эти законы, но федеральные ведомства их не приняли, и законопроект был отвергнут.

Ни 94, ни 135 законы не приспособлены пока к рынку финансовых услуг. Они иде-

«СЕЙЧАС НА РЫНКЕ СЛОЖИЛАСЬ ТАКАЯ СИТУАЦИЯ, КОГДА БАНКОВСКИЙ СЕКТОР ПРЕДПОЧИТАЕТ ИНВЕСТИРОВАТЬ В ОБЛИГАЦИИ, А НЕ ПРЕДОСТАВЛЯТЬ КРЕДИТЫ»

Рисунок 5
Планируемый профиль размещения облигаций Москвы в 2010 г.



ально заточены под организацию конкурсов на приобретение, например, кирпичей, гвоздей или арматуры.

К тому же, эти законы противоречивы. Например, при выборе строительной компании предусмотрены квалификационные требования, а в сфере сложных финансовых услуг никаких требований к организаторам нет.

Многие региональные администрации отпугивает процесс выбора организатора размещения облигаций. Большинство предпочитает более легкий процесс — получение кредита через объявление аукциона среди банков. Конечно, в целом работа на рынке облигаций сложнее, но она окупается, поскольку долговые бумаги являются более гибким инструментом по сравнению с кредитом.

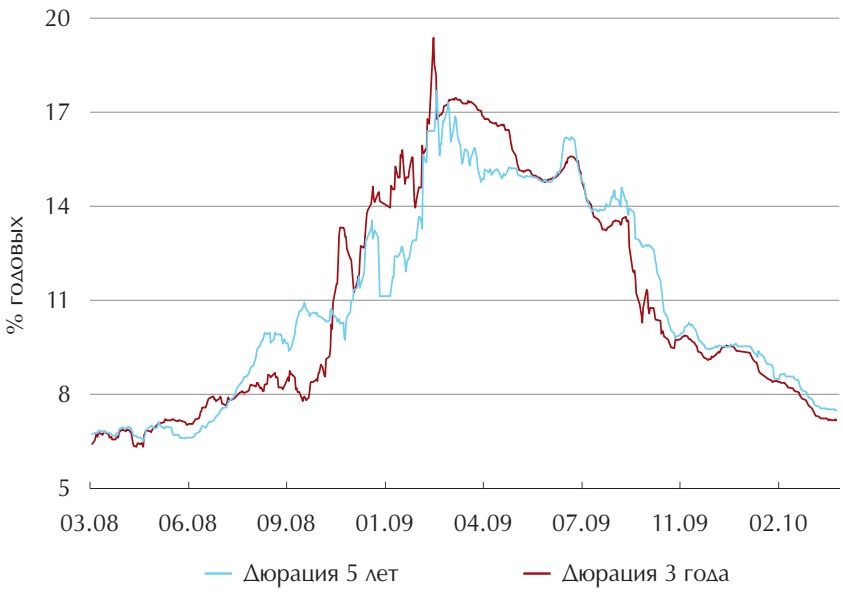


Рисунок 6
Динамика доходности облигаций Москвы, % годовых в рублях

— Помимо введения квалификационных требований к организаторам, какие еще законодательные изменения необходимы?

— Требуется введение определения единственного поставщика услуг. Сейчас сложилась ситуация, когда закон требует на конкурсной основе выбирать не только организаторов, но и биржу и отдельно депозитарий. Но в России есть только одна биржа — Группа ММВБ и ее депозитарий — НДЦ, которые могут предоставить уникальный спектр услуг, необходимый для аукционного размещения и рыночного обращения гособлигаций. Они действуют в неразрывном единстве. Международные рейтинговые агентства также предоставляют уникальные в своем роде услуги, без которых работа на рынке долга практически невозможна.

— ФСФР подготовила ряд законопроектов по облигациям, например по созданию общего собрания облигационеров. Этот институт будет распространяться на ваши бумаги?

— Первоначальный вариант законопроекта распространялся на все облигации в принципе, в том числе и на субфедеральные облигации. Однако в дальнейшем этот пункт был исключен Министерством финансов. То же самое произошло и с законопроектом о секьюритизации. Хотя мы могли бы секьюритизировать, например, налог на имущество.

— В связи с ситуацией вокруг долгов Московской области, нет ли необходимости прописать механизм банкротства или реструктуризации долга субъекта?

— Банкротство органа государственной власти невозможно по определению. Есть, однако, вероятность временной неплатежеспособности государственных бюджетов по долгам. В 1998 году это ярко проявилось. В Бюджетном кодексе РФ ответственность прописана достаточно однозначно: если есть долги — плати. Временная неплатежеспособность должна быть урегулирована через реструктуризацию или новацию долга. Но проблема Московской области состоит в том, что помимо прямого долга, по которому, кстати, не возникало пока задержек с погашением и обслуживанием, у нее имеются большие косвенные долги и обязательства по долгам квазигосударственных компаний. Кстати, Московская область не уникальна в своей проблеме, в иностранных государствах тоже есть подобные прецеденты. Например, в Берлине. Но в Германии при этом существует жесткая система «финансовой солидарности», контролируемая федеральным правительством.

— Какова политика Москвы в отношении косвенных долгов?

— Мы очень жестко ведем их учет, отслеживаем ситуацию с долгами как унитарных предприятий, так и акционерных обществ, где Москва владеет 50% и более акций. Чрезмерная задолженность таких организаций просто не допускается, поскольку свои действия на рынке долга или кредитов они обязаны согласовывать с городом. Кроме того, город практически не выдает гарантии по обязательствам третьих лиц, исключительно в экстренных случаях и в строгом соответствии с городским Законом о гарантиях и поручительствах, который предусматривает выдачу только полностью обеспеченных залогом имущества гарантий. Объем таких гарантий у города мизерный: в бюджете 2010 года — 2.6 млрд руб.

Беседовала **Полина Смородская**

«НАМ БУДЕТ ВЫГОДНО ВЫПУСТИТЬ РУБЛЕВЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ, В ТОМ СЛУЧАЕ ЕСЛИ ПОЯВИТСЯ УСТОЙЧИВЫЙ И ОБЪЕМНЫЙ СПРОС СО СТОРОНЫ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ»