Константин ВЫШКОВСКИЙ,
к.э.н., директор департамента государственного долга и государственных финансовых активов, Министерство финансов РФ

В интервью Cbonds Review директор департамента государственного долга и государственных финансовых активов Минфина РФ Константин Вышковский рассказывает о том, готово ли финансовое ведомство выполнить заявленную программу заимствований, для чего и какой ценой Министерство будет занимать на внутреннем рынке, почему оно никак не может договориться с локальными инвесторами в ОФЗ и как пытается привлечь к покупке госбумаг глобальных участников.

«Мы пытаемся действовать гибко»

– Ключевой вопрос, который волнует всех участников рынка — впечатляющие объемы заимствований, запланированные Минфином. В ближайшие полтора года министерство рассчитывает разместить порядка 3 трлн руб.: около 1 трлн руб. до конца года и 2 трлн руб. по итогам 2012 года. Регулятору это по силам?

– Цифры, которые вы называете, действительно остались неизменными после внесения изменений в действующий бюджет, уточнения на базе нового макропрогноза цен на нефть и сокращения дефицита бюджета. Изменились планы относительно обьемов Резервного фонда: если в начале года планировалось использование части фонда (порядка 300 млрд руб.), то сегодня мы видим, что эти средства задействованы не будут, и объем резервов к концу года может практически удвоиться. Принципиальное значение имеет тот факт, что объем внутренней программы заимствований больше, чем необходимо для покрытия дефицита бюджета. Это означает, что именно с точки зрения финансирования дефицита бюджета цели занимать в таких обьемах нет. Но есть задача координации бюджетной и денежно-кредитной политики, вывода избыточной ликвидности из экономики. Это позиция Центрального банка. Таким образом, озвученные вами цифры нужно воспринимать как предельные объемы заимствований. Это не значит, что нам любой ценой необходимо эти деньги привлекать. Мы будем занимать столько, сколько возможно, без ущерба для нашей кривой доходности. Минфин не собирается задирать ставки. Важно, что при текущих ценах на нефть и в условиях притока нефтедолларов в экономику инструмент заимствований и Резервного фонда будет способствовать стерилизации избыточной ликвидности в экономике.

– Но управление предложением денег — это все-таки прерогатива ЦБ. Не опасаетесь, что действия Минфина приведут к ненужному ужесточению денежно-кредитной политики, повышению ставок и ухудшению условий привлечения для корпоративных заемщиков?

– Вы затронули сразу несколько аспектов. Во-первых, когда мы говорим о денежно-кредитной политике, то имеем в виду «основные направления денежно-кредитной политики правительства и ЦБ». Это скоординированные действия. Речь идет о том, что есть возможность в ходе заимствований в какой-то степени решать и задачу, относящуюся преимущественно к функциям Центрального банка. Никто не собирается в этом случае действовать автоматически и безоглядно. Будем смотреть, как реагирует рынок, как меняются доходности. Если вы посмотрите, каких

подходов мы придерживаемся на последних аукционах, то вы увидите, что премии, безусловно, предлагаются. Но мы пытаемся действовать гибко. Никаких запредельных уровней вы не увидите. Речь идет о дифференцированном подходе в зависимости от конкретной бумаги, срока погашения, исходя из целей, которые мы преследуем по дюрации портфеля, по сглаживанию определенных пиков платежей. То есть это выборочный и достаточно аккуратный подход. Повторяю: задирать ставки не планируется. Соответственно, рисков существенного роста ставок для корпоративных заемщиков я не вижу.

– Позвольте вернуться к теме изъятия излишков ликвидности. Если я правильно понимаю, то речь идет о том, что на рынке имеется избыток коротких денег. В то же время, если говорить про действия Минфина, то изымаются с рынка преимущественно длинные деньги. Вы не видите здесь противоречий?

– Временные характеристики ликвидности здесь не столь важны. Речь идет о том, что мы в принципе убираем ликвидность с рынка и, соответственно, не тратим средства Резервного фонда. Рассматривайте его как часть бюджета — бюджетный карман, куда поступают нефтяные доходы, избыточные деньги, возникающие в условиях высоких цен на нефть. Министр финансов неоднократно высказывался на этот счет, говоря о том, что при таких высоких ценах на нефть вообще нельзя иметь дефицит, это неправильно. Мы не имели дефицита и при более низких ценах, и наша позиция неизменна: надо жить по средствам. Во время кризиса мы использовали внушительные объемы средств фондов. Сейчас возвращаемся к той логике действий, которая существовала до кризиса, вновь запускаем механизм накопления суверенных фондов. Есть некий объем нефтегазового трансферта: до достижения этого уровня доходы поступали в бюджет, после его превышения средства направлялись в фонды: в Резервный фонд — в объеме до 10% ВВП, а затем в ФНБ — без ограничений. Сейчас мы либо задействуем этот подход, либо используем немного другой, но с той же логикой. Есть избыток денег, который требуется стерилизовать для снижения уровня инфляции. При этом борьба с инфляцией является общей задачей Минфина и ЦБ. А снижение инфляции — серьезный стимул для появления в экономике длинных денег.

– Если говорить о поддержании ликвидности самого рынка ОФЗ: представители Минфина неоднократно заявляли, что «отжившие» выпуски будут заменяться более ликвидными. Кроме того, если отследить картинку с начала года, то станет понятно, что ведомство стало предлагать к размещению более крупные объемы бумаг. В среднем, объем предложения на аукционах теперь колеблется в районе 20–30 млрд руб. Это тоже способ поддержания ликвидности?

– Эмиссия более крупных выпусков — действительно одна из наших текущих задач. Мы последовательно пытаемся увеличивать средний объем каждого выпуска в обращении. Ориентир по объему для средней эмиссии — 150 млрд руб. Сейчас средний объем в обращении — чуть больше 80 млрд руб. Мы считаем, что это интересно рынку.

> «МЫ БУДЕМ ЗАНИМАТЬ СТОЛЬКО, СКОЛЬКО ВОЗМОЖНО, БЕЗ УЩЕРБА ДЛЯ НАШЕЙ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ»

Что касается обмена старых выпусков на новые, такие идеи неоднократно высказывались. Мы планируем к этой практике перейти. Здесь есть ряд технических тонкостей и сложности нормативного характера. Возможны разные варианты: можно выкупать такие выпуски с рынка (но для этого нужен источник средств в бюджете и какие-то изменения в нормативной базе) либо обменивать старые выпуски на новые.

– На начало июня дюрация портфеля ОФЗ составляла порядка 3.5 лет, при этом звучали заявления о планах увеличить дюрацию до пяти лет. Как планируется достичь этих показателей?

– Пять лет — наша стратегическая цель в среднесрочной перспективе. Это означает, что мы планируем предлагать рынку на аукционах более длинные бумаги, и здесь наша политика будет более гибкой с точки зрения предоставления премий.

– Какими еще методами, кроме премий, планируется привлекать инвесторов к покупке более длинных выпусков? Есть ли какие-то реальные меры, которые будут предприняты уже в следующем году или до конца этого года?

– С этим вопросом связан целый комплекс проблем. Во-первых, сам механизм предоставления премий не является решением проблемы, и мы не считаем, что он приведет к ожидаемому результату. Основная проблема заключается именно в качестве инвесторов, которые сейчас покупают наши бумаги. База инвесторов в ОФЗ сегодня — это ограниченное количество госбанков, при этом данные инвесторы преследуют, как правило, вполне определенные спекулятивные цели. К большому сожалению, на локальном рынке нет достаточного количества институциональных консервативных инвесторов, которые бы рассматривали более длинные горизонты вложения средств. Очевидно, что создать такой класс инвесторов в один момент невозможно. Именно поэтому мы заинтересованы в приходе на российский рынок глобальных иностранных игроков — пенсионных фондов, управляющих компаний, которым как раз интересны более длинные инструменты. Здесь ключевой проблемой является обеспечение прямого и комфортного доступа на российский рынок для такого рода участников.

Вот вам пример: разница в доходностях наших рублевых еврооблигаций и ОФЗ достигала порядка 1 п.п.! На наш взгляд, это абсолютно ненормальная ситуация, ее быть не должно. И когда я слышу о том, что отдельные участники рынка предлагают сыграть на этой разнице, создать на ее базе массу «интересных продуктов», то как эмитент расцениваю данную ситуацию крайне негативно. Это упавшие с неба 100 пунктов, премия ни за что. Риск один, эмитент один. Единственное различие — это право, по которому выпущена бумага, и порядок расчетов. Невозможность для иностранного инвестора приобрести ОФЗ напрямую, имея просто счет в международных клиринговых системах, — существенный минус и очень серьезная проблема, которая препятствует доступу на российский рынок международных участников. Более того, те из них, кто готовы поступиться комфортом и попытаться

выполнить требования, которые существуют на нашем рынке и открыть необходимые счета, тоже сталкиваются с невероятными сложностями и препонами. Я неоднократно слышал от иностранных инвесторов о том, что соблюдение всех этих требований и внутренних процедур занимает год и более. То есть в текущей ситуации можно говорить о том, что есть иностранные инвесторы, которые хотели бы принять суверенный рублевый риск, но они не готовы принимать риски российской инфраструктуры. С другой стороны, есть инвесторы, которые в принципе готовы принимать эти риски, но не могут это сделать в силу каких-то внутренних бюрократических причин. Это ненормально. И мы будем принимать определенные меры, чтобы эту ситуацию изменить.

– Одна из таких мер — организация «моста» между международными расчетными системами и НРД. Как вы оцениваете эту инициативу и на какой стадии находятся эти переговоры?

– Речь идет о сопряжении международной и национальной расчетных систем. Решение этой проблемы и простое, и сложное одновременно: по сути, нужно просто внести изменения в закон о рынке ценных бумаг и предоставить международным депозитарным системам, таким как Euroclear и Clearstream, возможность открытия счета номинального владельца ценных бумаг в НРД. Это базовое решение, которое позволит изменить ситуацию. Я не говорю сейчас о внесении изменений в какие-то подзаконные акты, инструкции и так далее.

– Что тормозит процесс?

– Подобные идеи высказывались давно. Более того, были подготовлены и внесены на рассмотрение в Думу изменения в закон о рынке ценных бумаг. К сожалению, они зависли где-то на втором чтении. Сейчас идея реанимируется. Мы рассчитываем, что до конца года изменения в закон будут приняты.

– У ряда российских участников есть опасения, что такие структурные изменения приведут к уходу части бизнеса за границу. Вы эти опасения разделяете?

– На наш взгляд, это проблема далеко не первого порядка. Нужно понимать, что пока мы не пойдем на данный шаг, российский рынок не сможет на равных конкурировать с другими рынками emerging markets. Почему-то если глобальные инвесторы хотят купить мексиканские или бразильские бумаги, то могут делать это на своей площадке, не пытаясь преодолеть массу бюрократических препон внутри каждой конкретной страны. Именно поэтому мы придаем большое значение решению этой проблемы. Повторюсь, рассчитываем, что это может быть сделано уже до конца года.

На мой взгляд, принципиально важно создание равноправных условий: системы должны конкурировать между собой за инвесторов. Условно говоря, если у нас уйдет 5% инвесторов и это будет 5% бизнеса (я имею в виду участников российской инфраструктуры), но при этом объем рынка на порядок увеличится, то я считаю, что делать это необходимо.

– Все те меры, о которых вы сказали, по вашему мнению, обеспечат массовый приход на российский рынок иностранных участников?

– Технически — да. Мы провели целую серию встреч с иностранными инвесторами и сделали выводы, что в большинстве случаев речь идет именно об инфраструктурных проблемах. К примеру, тема российского права, по которому выпускают ОФЗ, ни для кого не является камнем преткновения. Скорее, это вопрос второстепенный. Главное — возможность прямого доступа к рынку в том формате, который наиболее привычен для глобальных инвесторов. Если эту проблему решить, то это позволит изменить ситуацию.

> «МЫ ПЛАНИРУЕМ ПРЕДЛАГАТЬ РЫНКУ НА АУКЦИОНАХ БОЛЕЕ ДЛИННЫЕ БУМАГИ, И ЗДЕСЬ НАША ПОЛИТИКА БУДЕТ БОЛЕЕ ГИБКОЙ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ПРЕМИЙ»

– Несмотря на стремление Минфина диверсифицировать базу инвесторов за счет иностранных участников, в последнее время представители ведомства часто говорят о том, что планируется ограничить заимствования на международных рынках. С чем это связано?

– Если говорить про наши валютные займы, то в бюджете действительно заложены некие цифры, они, кстати, были снижены с $7 до $3 млрд в этом году. Но, учитывая текущую коньюнктуру (высокие цены на нефть, большой приток нефтедолларов), я не думаю, что мы выйдем на внешние рынки с заимствованиями в иностранной валюте до конца года. В любом случае, на данном этапе для нас этот инструмент — не способ финансирования дефицита бюджета, а элемент сохранения присутствия на внешних рынках и создания ориентиров для корпоративных заемщиков. Это означает, что объем внешних заимствований имеет второстепенное значение.

Что касается рублевых еврооблигаций, то в данном случае для Министерства принципиален момент наличия в арсенале двух рублевых инструментов — ОФЗ и еврооблигаций. Выпустив в этом году рублевые евробонды, мы опять же преследовали цель не столько фондирования дефицита бюджета, сколько обеспечения мостика для тех иностранных инвесторов, которые пока не готовы принять риск российской инфраструктуры, но уже готовы принять рублевый риск. Мы полагаем, что этот мостик позволит им сделать следующий шаг к приобретению непосредственно ОФЗ. Так что нашу работу на международных рынках капитала можно рассматривать как часть мер по снятию излишних барьеров для доступа глобальных инвесторов на российский рынок: в этом случае спред между доходностями ОФЗ и евробондов в рублях резко сократится, и никакого смысла выпускать долг по иностранному праву просто не будет. Соответственно, мы полностью переключимся на развитие рынка ОФЗ.

– То есть, размещая рублевый евробонд, Минфин в первую очередь преследовал цель расширения базы инвесторов?

– Совершенно верно! При первичном размещении как основного, так и

дополнительного выпуска более 95% покупателей являлись иностранными инвесторами. Это была наша сознательная политика. Многие российские участники, которые хотели купить бумаги, остались недовольны такой аллокацией. Но наша позиция здесь однозначна: нам нужны были инвесторы другого качества.

– Представим, что рынок снова переживает шок, похожий на события осени 2008 года. Как, по-вашему, он бы отреагировал на них?

– Здесь мы возвращаемся к самому первому вашему вопросу относительно объемов заимствований, наших возможностей на рынке и так далее. Если отбросить ненужную риторику, все эти аспекты так или иначе сводятся к главному — созданию эффективного механизма финансирования дефицита бюджета. В силу каких-то исторических и экономических причин мы этим рынком не занимались. Существовали какие-то цифры в бюджете по программе заимствований, они практически никогда не выполнялись, но это не имело катастрофических последствий. Либо бюджет был

> МИНФИН ЗАИНТЕРЕСОВАН В ПРИХОДЕ НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК ГЛОБАЛЬНЫХ ИНОСТРАННЫХ ИГРОКОВ — ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ, УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ, КОТОРЫМ КАК РАЗ ИНТЕРЕСНЫ БОЛЕЕ ДЛИННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

бездефицитным, либо задействовались резервные фонды. Сейчас ситуация меняется. Мы хотим создать возможность привлечения ресурсов с внутреннего рынка в необходимых нам объемах и на приемлемых условиях. Наша задача — обеспечить работу этого механизма. Поэтому все вопросы, связанные с повышением ликвидности, с оборотом вторичной торговли, переходом к внебиржевой торговле ОФЗ — это меры, лежащие в русле создания эффективного механизма привлечения ресурсов. И в сложные кризисные периоды тоже. Мы должны добиться того, чтобы у инвестиционного сообщества появилось понимание, что это ликвидный, развитый, глубокий рынок, что действия эмитента и проводимая им политика понятны и прозрачны. Поэтому обеспечение постоянного взаимодействия с инвестиционным сообществом для нас тоже один из приоритетов. Я бы сказал так: мы никогда не занимались этими вопросами так основательно, как сейчас. Пришло время.

– Вы сказали, что ведете постоянный диалог с участниками внутреннего рынка. В то же время, очевидно, что у них по-прежнему много вопросов к действиям и политике Минфина. На ваш взгляд, где основные точки непонимания?

– Поймите, если инвестор думает только о премии и больше ни о чем, то прийти к пониманию с ним по всем вопросам сложно, если вообще возможно. К примеру, первый вопрос, который мне задавали многие наши инвесторы после размещения рублевых евробондов: «Почему, разместив рублевую еврооблигацию, Минфин сразу дал премию в несколько десятков базисных пунктов, в то время как, предлагая ОФЗ на аукционах внутренним инвесторам, Министерство ограничивается 10 б.п.? Что за дискриминация?» Ответ очень простой. Когда для нас как для эмитента будут существовать одинаковые условия по стоимости заимствований на внутреннем и на внешнем рынках, тогда можно будет говорить о равенстве премий. Обратите внимание на парадоксальное обстоятельство: присутствие иностранных глобальных инвесторов на внутреннем рынке крайне небольшое (меньше 5%), а стоимость заимствований для нас здесь существенно выше. Это означает, что наши бумаги в России покупают в основном наши родные инвесторы, а не иностранцы, вынужденные принимать на себя дополнительные риски, связанные с несовершенством инфраструктуры и системы расчетов. При этом локальные инвесторы требуют с нас более высоких премий. Почему? Потому что перед ними стоят другие цели. Это не значит, что одни инвесторы плохие, а другие хорошие. Просто это разные классы инвесторов.

– Но ведь эти свои, «родные» вам тоже нужны?

– Конечно. Именно поэтому мы стараемся регулярно проводить встречи в Минфине с основными участниками рынка. Давно уже обсуждается идея

> КОГДА ДЛЯ НАС КАК ДЛЯ ЭМИТЕНТА БУДУТ СУЩЕСТВОВАТЬ ОДИНАКОВЫЕ УСЛОВИЯ ПО СТОИМОСТИ ЗАИМСТВОВАНИЙ НА ВНУТРЕННЕМ И НА ВНЕШНЕМ РЫНКАХ, ТОГДА МОЖНО БУДЕТ ГОВОРИТЬ О РАВЕНСТВЕ ПРЕМИЙ

(и мы по-прежнему пытаемся ее реализовать) создания Российского финансового агентства. Это специализированная рыночная структура. Она будет отвечать в том числе и за вопросы оперативного управления государственным долгом. Одна из ее основных функций — постоянный прямой диалог с инвестиционным сообществом.

– Значит, идея создания Российского финансового агентства еще жива?

– Она не просто жива, пакет документов уже находится в правительстве. Очень рассчитываем, что до конца года он будет внесен в Думу. Речь идет об изменениях в Бюджетный кодекс. Соответственно, со следующего года мы сможем приступить к практическому развертыванию деятельности этой структуры. Потребовалось значительное время, чтобы убедить представителей различных уровней власти в том, что появление такой структуры и передача ей в управление существенных активов (агентство будет отвечать как за управление средствами суверенных фондов, так и за управление долгом) не создаст новых рисков. Но наше глубокое убеждение состоит в том, что это абсолютно необходимый и логичный шаг на пути к современным методам управления государственными активами и созданию эффективной системы управления госдолгом.

Беседовали: **Елена СКУРИХИНА, Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА**