***Сергей Пахомов**,*
*председатель Москомзайма*

# Сергей Пахомов: «Россия — это скорее «остров невезения»

**СПУСТЯ ПОЛТОРА ДОЛГИХ ГОДА МОСКВА ВЕРНУЛАСЬ НА РЫНОК ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ И ПРОТЕСТИРОВАЛА ЕГО НЫНЕШНЕЕ СОСТОЯНИЕ, ВЫСТАВИВ В РАМКАХ СВОИХ АУКЦИОНОВ ВЕСЬМА АГРЕССИВНЫЕ ЗАЯВКИ.**

**О ТОМ, КАК БУДЕТ СТРОИТЬСЯ ДАЛЬНЕЙШАЯ ДОЛГОВАЯ ПОЛИТИКА СТОЛИЦЫ И КАК В БЛИЖАЙШЕМ БУДУЩЕМ БУДЕТ РАЗВИВАТЬСЯ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ, В ЭКСКЛЮЗИВНОМ ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ ПРЕДСЕДАТЕЛЬ МОСКОМЗАЙМА СЕРГЕЙ ПАХОМОВ.**

**В начале февраля Москомзайм провел аукцион по размещению 49 выпуска городского облигационного займа на сумму 5 млрд руб. Это первый за последние полтора года выпуск облигаций столицы, открывающий серию заимствований, запланированных на этот год. Но вам удалось разместить лишь 36% выпуска — бумаги на сумму 1.816 млрд руб. Москомзайм собирается размещать оставшуюся часть займа в ближайшее время?**

Мы пока не приняли окончательного решения. Что-то очень «кислая» реакция у рынка.

**Реакция рынка вялая, наверное, оттого что вы ставку купона повышать не хотите.**

Да нет, она в целом вялая.

**А с чем связан пессимизм рынка?**

С неясностью того, что нас ждет впереди, с полной неопределенностью ситуации на рынке, особенно в сфере процентных ставок.

**Вы бы гораздо лучше разместили заем, если бы доходность повыше инвесторам дали.**

Естественно. Однако сейчас многие банки серьезно задумываются о том, что нужно вообще уходить в кэш и ждать, что будет дальше. Потому что банки наши из-за своих источников фондирования чрезвычайно зависимы от всего того, что происходит на Западе. И совершенно ясно и понятно, что никакого «острова стабильности» в России быть не может.

**То есть Россию нельзя назвать «островом стабильности» в океане кризиса?**

Скорее это «остров невезения». Только вроде бы жизнь у нас наладилась, вернулись к докризисному уровню, расслабились, как легкая жизнь заканчивается. Все развращены, избалованы низкими процентными ставками, но почему-то нет понимания того, что период таких низких ставок — это уникальный период в мировой экономической истории, и он уже подошел к концу.

**После аукциона по размещению 49 выпуска облигационного займа Москвы объемом 5 млрд руб., из которого было размещено лишь 1.7 млрд руб., на интернет-форуме сайта cbonds.info появилась тема «Провал размещения бондов Москвы?».**

**Анонимный участник форума спрашивал:**

*«Итоги размещения облигаций Москвы (размещено 1.7 млрд руб. из 5), полагаю, можно считать полным провалом. Что это значит — что рынка пока еще нет (даже для Москвы), или что Пахомов пожадничал давать адекватную доходность?»*

**Участник форума под ником «Пахомов» отвечал на это:**

«Не скрою, пока пожадничал. Для нас это было тестирование рынка после двухлетнего отсутствия в трудной ситуации без андеррайтеров, с тяжелой бумагой, чтобы понять, где мы реально стоим. Сокрушительной победы не ждали, мы все-таки реалисты, 11 лет уже потеем на этой работе. Кстати, больше мы андеррайтеров использовать не можем из-за Закона 94-ФЗ, а жаль. Деньги для бюджета сейчас не являются актуальным вопросом, поэтому есть возможность жадничать. Однако рынок наш надо возрождать, это понятно, хотя сугубо добровольные заявки на 4.5 ярда в такой ситуации — это уже хорошо. А как народ отнесется к проведению нами сделок РЕПО с нашими облигациями? Мы сейчас серьезно готовимся к этому вместе с ММВБ. Бюджетные деньги пока позволяют немного помочь нашей банковской системе через РЕПО. Думаем о недельном или месячном РЕПО».

**Возвращаясь к долговой политике Москвы, размещать 49 заем до конца вы не будете?**

Десятилетний заем в данной ситуации совершенно точно невозможно немедленно разместить полностью. Да у нас и нет острой необходимости именно сейчас привлекать деньги любой ценой, невзирая на размер ставки.

**Ограничитесь 36% выпуска, которые вам удалось разместить?**

Пока да. Мы наблюдаем за вторичным рынком, и если ситуация на нем будет как-то стабилизироваться, то мы задумаемся о размещении оставшейся части выпуска. Вчера, например (интервью с господином Пахомовым состоялось 13 февраля 2008 года, прим. Cbonds Review), вообще не было торгов по нашим облигациям, это показатель того, что все инвесторы очень насторожены, они ждут развития событий, оценивают процессы, происходящие в глобальной экономике.

**На интернет-форуме Cbonds активно обсуждались итоги аукциона по размещению 49 займа Москвы, на форуме были ответы от вашего имени — вы сами пишете ответы на сообщения участников форума?**

Да, конечно, сам пишу, я отслеживаю настроения рынка, и через этот форум в том числе. Мне очень важна обратная связь с людьми, непосредственно работающими на рынке с нашими облигациями, важна откровенность их высказываний и оценок, поскольку они все выступают под никами и особенно не скромничают. Делаю, кстати, выводы, что-то меняю в своих оценках и подходах.

**У Москомзайма были планы реализовать схему РЕПО. Вы готовите запуск этой схемы?**

Мы работаем над этим. Мы, конечно, хотим биржевые аукционы РЕПО проводить, но пока не урегулировали некоторые чисто технические вопросы с ММВБ, а особенно наши внутренние проблемы получения разрешения Правительства Москвы на этот вид операций с бюджетными средствами и оформления их учета.

**К аукционам будет иметь доступ любой участник рынка?**

Да. Но предварительно могу сказать, что, естественно, мы намерены предоставить рынку более льготные условия, чем Центральный банк. Очевидно, дисконты по нашим облигациям в случае нашего РЕПО будут меньше, чем дисконт Центрального банка.

**Каким может быть дисконт?**

Центральный банк наши облигации дисконтирует на уровне 2.5%, в то время как федеральные облигации — на уровне 1.25%. Естественно, мы как минимум на уровне федеральных облигаций будем свои собственные облигации дисконтировать, возможно, даже и меньше этих 1.25%.

**Какие технические вопросы с ММВБ вы никак не можете решить? Санкт-Петербург, например, давным-давно проводит аукционы РЕПО, и там все технические проблемы решены.**

Правильно, в Санкт-Петербурге совсем другая обстановка. Там все эти процессы — и технические аспекты биржевых аукционов РЕПО, и условия их проведения — гораздо больше регулируются Комитетом финансов. Питерские биржи, естественно, гораздо более гибки по отношению к родному городу, тем более что эти операции — очень весомая часть их заработка. Москва для ММВБ — хоть и крупный, но всего лишь клиент, у нас нет там никаких преференций, хотя отношения с руководством прекрасные.

**Все-таки когда переговоры с ММВБ могут закончиться и можно будет проводить операции РЕПО с бумагами Москвы?**

Переговоры все завершены к взаимному удовлетворению. ММВБ ни в коей мере не отказывается проводить операции РЕПО с нашими облигациями. Сейчас просто отрабатываются технические вопросы, связанные с функционированием электронной системы, в частности, выставлением заявок, идет обкатка системы, к сожалению, пока кое-какие шероховатости есть. Пока эти шероховатости не будут устранены, операции РЕПО начинать нельзя.

**К середине года вы их устраните?**

Мы рассчитываем, что это произойдет гораздо раньше. С финансовой точки зрения мы уже готовы проводить сделки РЕПО.

**То есть в апреле-мае 2008 года уже проведете первые аукционы РЕПО?**

Мы будем стараться сделать это как можно раньше. Средства в нашем казначействе для проведения операций РЕПО есть, и желание у нашего казначейства проводить операции РЕПО тоже есть. Объем средств позволяет «зареповать» все наши облигации, обращающиеся сейчас на внутреннем рынке. Хотя, скажем, банковские депозиты сейчас дают нашему казначейству больше, чем предполагаемые операции РЕПО. Но учитывая полное отсутствие риска этих операций для Москвы, наше казначейство склонно к тому, чтобы выделить необходимую сумму денег на проведение этих операций, потому что сейчас временно свободных денег в казначействе достаточно. Нам остается лишь принять несколько внутренних документов, чтобы легитимизировать сделки РЕПО с точки зрения разрешительных процедур, отчетности.

**Будет озвучена какая-то сумма, допустим, 10 млрд руб., и выпуски, под которые город готов разместить деньги?**

Да. В качестве пилотной обкатки она будет относительно небольшой. Затем может значительно возрасти.

**Появятся некие регламенты, определяющие, какой максимальный объем средств город может выставить на аукцион, или жестких рамок не будет?**

Жестких рамок мы не устанавливаем. Поскольку операции РЕПО носят револьверный характер, обороты по ним будут, вероятно, большими в течение года, но в каждый отдельный момент сумма, задействованная в этих операциях, может быть для Москвы достаточно умеренной.

**Вы будете проводить именно недельные РЕПО?**

Необязательно. Мы сейчас нащупываем реакцию рынка, возможно, мы будем проводить операции РЕПО более длительного срока действия. Думаем о месячном РЕПО, может быть, даже о трехмесячном, чтобы предложить рынку тот продукт, который еще пока мало кто предлагает. Если говорить о ликвидности нашего бюджета, то такие длинные деньги в бюджете города есть. Скажем, московский бюджет сейчас размещает депозиты сроком на шесть месяцев. Начнем, однако, с более коротких сроков, вероятно, как раз с недельного, чтобы откатать технологию.

**Санкт-Петербург сейчас получает доходы благодаря тому, что ранее город привлек на рынке более дешевые средства и сейчас размещает их по более высоким ставкам, понятно, что это временная ситуация. А вы ожидаете на первых порах как минимум такого же арбитража?**

У нас сейчас тоже возникает арбитраж. Например, те средства, которые мы привлекли на аукционе (пусть и небольшие средства, но все-таки мы их привлекли) под ставку доходности 6.95% средневзвешено сроком на девять с небольшим лет, наше казначейство размещает на депозиты на полгода по более высоким ставкам.

В этой ситуации, кстати, заключается и ответ на вопрос, почему банки сейчас неохотно идут на покупку бумаг наших новых займов: у них получается просто-напросто негативная позиция, пассивы им обходятся дороже, чем возможный доход по нашим облигациям. Конечно, банк не может сводить концы с концами, если короткие шестимесячные или годовые пассивы ему стоят 8–9% в рублях. И конечно, совершенно не стоит рассчитывать на то, что они в такой ситуации будут покупать наши девятидесятилетние облигации и даже пятилетние облигации с доходностью 6–7%. Это прямой путь банка к достаточно быстрому разорению. Пассивы при этом у наших банков достаточно короткие, и в этом фундаментальная слабость российской банковской системы. Она базируется на краткосрочном кредитовании и, по моей оценке, тоже избалована тремя последними годами очень дешевых денег и очень легкого доступа к мировому рынку капитала. Банки, которые не сумеют приспособиться к новым условиям игры, будут вытеснены с рынка.

**Но и эмитентам придется привыкать к новым условиям привлечения средств. Москва готова занимать дороже? Планируете пересмотреть свое отношение к справедливой ставке доходности по бумагам Москвы в сторону ее повышения?**

Справедливость у каждого своя. Вопрос не в готовности быть «более или менее справедливым», а в реальной потребности Москвы в заемных деньгах: если острой потребности в деньгах не будет, то нет и потребности занимать по высоким ставкам.

**Сергей Борисович Пахомов** — председатель Комитета государственных заимствований города Москвы. Родился в 1952 году в городе Орле. В 1975 году закончил Воронежский государственный университет, кандидат экономических наук. После окончания аспирантуры занимался научно-исследовательской работой со специализацией «История западной экономики, банковской и финансовой системы». Являлся консультантом по банковским и финансовым вопросам. В 1993–1997 гг. возглавлял управления инвестиций и казначейское управление в ряде крупных российских банков. С 1997 г. — первый заместитель председателя, а с 1999 — исполняющий обязанности Председателя Комитета муниципальных займов и развития фондового рынка Правительства Москвы. В январе 2000 г. назначен председателем Комитета муниципальных займов и развития фондового рынка Правительства Москвы (с апреля 2003 г. — Комитет государственных заимствований города Москвы, Москомзайм). Женат, имеет двух сыновей.

**Значит ли это, что озвученные вами планы облигационных заимствований Москвы на текущий год теперь неактуальны (так, в первом квартале Москва собиралась привлечь на рынке облигаций 15 млрд руб., а во втором квартале — до 25 млрд руб.)?**

Планы-то у нас есть, но реализовать их при нашей пока жесткой позиции по уровню доходности вряд ли возможно. Мы находимся в нелегкой ситуации, когда руки фактически связаны. В бюджете города есть большой переходящий остаток — более 130 млрд руб., эти деньги на счете казначейства есть, они размещены на депозитах банков и так далее. Расходы города, как обычно в начале года, идут вялым порядком. Проблема неритмичности освоения бюджетных средств прогрессирует и в Москве, и в целом по Российской Федерации. Все больше и больше денег, как мы на бюрократическом жаргоне говорим, «выносится из бюджета» в течение четвертого квартала, особенно в декабре. Так, расходы московского бюджета в 2007 году были на уровне, близком к 900 млрд руб., 45% этих средств было выплачено в четвертом квартале, а примерно четверть всех годовых расходов бюджета была выплачена в декабре. Принцип единства кассы и требование эффективно использовать бюджетные средства заставляет сначала потратить свободный остаток, а затем уже занимать новые деньги. Если он потратится в конце третьего квартала, то реальных возможностей в полном масштабе реализовать планируемую годовую программу заимствований в течение четвертого квартала у нас просто нет.

**Если не будете размещать облигационные займы, то каким образом будете финансировать дефицит бюджета?**

Дефицит бюджета обычно финансируется за счет переходящего остатка, дополнительных доходов и займов. В этом году у нас в бюджете большой переходящий остаток, нынешний бюджетный кодекс позволяет обращаться с ним достаточно свободно. Если бы действовала старая редакция бюджетного кодекса, то мы бы уже вообще не размышляли на тему заимствований, потому что переходящий остаток должен был обязательно использоваться

как источник покрытия дефицита бюджета, заменяющий займы. Это и произошло в 2007 году. Размер переходящего остатка сегодня составляет 130 млрд руб., что с лихвой перекрывает нашу программу заимствований, которая составляет 122 млрд руб. Теперь же ситуация иная: региональная администрация может решать, использовать ли средства переходящего остатка на покрытие дефицита бюджета или же пустить их на иные цели. Вопрос в том, какая именно часть переходящего остатка будет направлена на финансирование дефицита бюджета, и что она будет финансировать: либо сокращение программы заимствований, либо ту часть дефицита, которая могла быть закрыта другими источниками. Это зависит от политических решений, которые сейчас принимаются на уровне высшего руководства города. В связи с ростом социальных программ и обязательств бюджетов по зарплатам и инвестициям не исключено, что наш дефицит будет еще увеличен, увеличение закроется переходящим остатком, а объем займов останется без изменений. Тогда придется рассчитывать только на дополнительные сверхплановые доходы, которые могут направляться на сокращение займов 2008 года. Проблема в том, что с достаточной достоверностью об уровне сверхплановых доходов по году можно будет судить только в конце второго квартала.

**На внешних рынках не хотите попытаться привлечь средства?**

Мы не можем пытаться, так как нам это запрещено федеральным законодательством.

**Но Минфин под внешними займами понимает лишь валютные займы. Поэтому логично предположить, что любой регион может разместить еврооблигации, номинированные в рублях, не нарушая запрет Минфина. Москве интересно это?**

Москве это интересно теоретически. Наверное, мы будем использовать этот инструмент. Но сейчас еврозаймы в рублях очень дороги, они базируются на кривой непоставочных форвардов, это базовый ориентир для них. Ориентир этот очень волатилен. И кривая эта сейчас очень высокая, а к этой кривой прибавляется еще стоимость кредитного дефолтного свопа, приплюсовывается некая маржа, в итоге ставка получается очень высокой — это трудности ценообразования. Горизонт срочности у потенциальных инвесторов не распространяется в нашем случае более чем на 5 лет, а сейчас наверняка и этого нет. На практике, несмотря на первоначальный фурор, еврозаймы в рублях у российских эмитентов пока не пошли. Есть и ряд юридических проблем.

**При каком уровне цены вам будет интересен этот инструмент?**

Если это будет дешевле, чем привлечение финансирования на внутреннем рынке.

**А если цена привлечения на внутреннем и внешнем рынках будет примерно одинаковой, то какому рынку вы отдадите предпочтение?**

Внешний рынок делится на сегменты по валютам, по группам инвесторов, для которых приемлем или неприемлем рублевый риск. Честно говоря, число инвесторов, для которых рублевый риск и инвестиции в рублях на российском долговом рынке или фондовом рынке представляют серьезный, устойчивый интерес, по моей оценке, пока не слишком велико.

Количество денег, в основном пока все равно «горячих», инвестируемых в российскую экономику, тоже не поражает воображение. Если мы посмотрим на глобальные потоки капитала, то увидим, что инвестиции в так называемые новые экономики измеряются процентами, а собственно на Россию приходятся незначительные доли процента. Может быть, ситуация временами меняется в лучшую сторону, но она быстро меняется и в худшую сторону. Как только начинается некая турбулентность на рынке, тут же происходит массовое бегство инвесторов в качество, все эти деньги моментально выливаются с рынков новой экономики, зарождающихся рынков, к числу которых относится и Россия, тут же уходят на западные рынки, на рынки казначейских облигаций США, на рынки европейских казначейских облигаций. Хороший пример — нынешний кредитный кризис в мире. Казалось бы, кому какое дело, что какие-то американские обыватели перестают платить по своим ипотечным кредитам? Но не тут-то было! Весь финансовый мир хрипло кашляет.

**И сейчас, и в прошлом в структуре спроса на бумаги города Москвы иностранные инвесторы не слишком большую роль играли?**

Не совсем так. Был период, как раз период низких процентных ставок на мировом рынке, когда достаточно большое количество иностранных инвесторов занималось арбитражем между процентными ставками в собственной валюте и процентными ставками в рублях и плюс еще использовало тенденцию роста реального обменного курса рубля. Скажем, три года назад на рублевом рынке облигаций Москвы доля иностранных инвесторов составляла порой даже 40%, а в некоторых коротких выпусках, где как раз арбитраж был наиболее удобен, а риск минимален — 70–80%, в отдельных случаях 90% выпуска было в руках иностранных инвесторов. Как правило, они представлены на российском рынке в качестве номинальных держателей — «дочек» крупных иностранных банков. Часто через них на нашем рынке активно и в больших масштабах работали и «мамы».

**А в последнем аукционе по бумагам Москвы иностранные инвесторы приняли участие?**

Они проявили слабый интерес к этому выпуску, выставляли небольшие заявки, по большей части агрессивные, и мы их отрезали. Но некоторые небольшие умеренные (с предложением доходности ниже 7%) заявки иностранных банков мы удовлетворили.

**Какова в итоге доля иностранцев в этом выпуске?**

5.7% от количества размещенных облигаций. Сейчас доля иностранцев в рублевых долговых бумагах Москвы составляет порядка 15%, и эта доля остается неизменной начиная с июля-августа 2007 года, когда начались все эти турбулентные процессы на рынке.

**Продолжая тему турбулентности: по оценкам некоторых аналитиков, вслед за кризисом на ипотечном рынке придет масштабный кризис на мировом рынке субсуверенных и муниципальных бумаг. Насколько вероятно такое развитие событий?**

Вопрос масштабный, в двух словах не ответишь. Такая ситуация не исключена, дело в том, что рынки капитала настолько глобализовались и настолько сейчас взаимоувязаны между собой через развитие разного рода финансовых инноваций, финансового инжиниринга, производных финансовых инструментов, что выпадение одного камня из этого «сияющего храма» может серьезно угрожать всей этой конструкции, особенно если этот камень выпадет из фундамента. В результате кризиса проявился ряд принципиально слабых мест мировой финансовой системы.

Во-первых, под очень большим вопросом стоит бизнес-модель банковского бизнеса в глобальном масштабе и в России, поскольку российская модель банковского бизнеса является калькой с западной.

Эту модель, как и многое другое в мире финансов, породили, развили, запустили и глобализовали американцы. Система основана на создании риска, вернее, некоего актива с определенной степенью риска, затем происходит переупаковка этого актива — его секьюритизация, к нему привязываются разного рода бантики и ленточки, и затем этот актив продается уже на глобальном рынке другим инвесторам. Освободившийся от риска банк немедленно создает новый рисковый актив, опять его пакует и продает, и так до бесконечности.

Далее на основе этих базовых активов крупнейшими профессиональными игроками рынка создаются разного рода производные финансовые инструменты — деривативы первого, второго, третьего порядков и так далее. В итоге сейчас объем рынка номинальных контрактов на рынке производных финансовых инструментов, по некоторым оценкам, где-то в 4.5 раза превышает объем всего мирового валового национального продукта, то есть этот рынок уже не имеет никакого отношения к базовым экономическим показателям, а три четверти этого рынка — это кредитные производные финансовые инструменты.

Ставится под вопрос вообще вся идеология, вся система секьюритизации активов, потому что последние десять лет все эти секьюритизированные активы (ипотечные ценные бумаги, бумаги, обеспеченные задолженностью по кредитным картам, и т.п.) инвесторы легко проглатывали, рейтинговые агентства почти автоматом им присваивали инвестиционные рейтинги. Сейчас на мировом рынке представлены десятки тысяч таких облигационных выпусков. Естественно, никакие аналитики не могли контролировать качество этих выпусков. Кризис выявил старую истину: если первоначальный заемщик перестает платить по своему кредиту, вылетает краеугольный камень, и неплатежи идут по всей бесконечной секьюритизированной цепочке. «Сияющее здание» начинает рушиться. И оно начало рушиться, как только перестали платить по своим кредитам американские «ниндзя», как в шутку называют теперь американских субстандартных заемщиков (от аббревиатуры NINJA — No INcome, Job, Assets — заемщик, у которого нет дохода, работы и имущества). Этих «ниндзя» в массовом порядке кредитовали на приобретение домов, сейчас в ходе кризиса вскрылись вопиющие факты — отсутствие контроля при их кредитовании. Так, например, только в штате Калифорния действует более 20 тысяч ипотечных брокеров, за работой которых следят всего четыре сотрудника контролирующей организации, и понятно, что они не в состоянии ни «переварить» отчетность этих брокеров, ни качественно отследить их работу. С одной стороны, система американского финансового банковского контроля очень строга, с другой стороны, строгость американских законов «полностью компенсируется их невыполнением», как говорил Салтыков-Щедрин.

Другой фундаментальный вывод: кризис не может ограничиться дефолтом только этого одного класса активов, сейчас встает вопрос, например, о кризисе сектора, который на английском финансовом жаргоне называется monoline insurance. Это специализированные крупные страховые компании, которые страхуют риск по облигациям, обладают, как правило, рейтингом AAA и за небольшую страховую премию выписывают страховой полис на облигационные займы — на секьюритизированные облигационные займы, на займы американских муниципалитетов, штатов — любому, кто готов платить страховую премию. Всем этим займам автоматически присваивается рейтинг страховой компании — AAA. Например, практически все американские муниципальные облигации имеют эту страховку, эту страховку имели и займы, в основе которых лежала субстандартная ипотека.

Сейчас рейтинговые агентства в массовом порядке производят снижение рейтингов по тем выпускам облигаций, в основе которых лежит американская субстандартная ипотека. Вот, например, одним махом в один день одно из ведущих рейтинговых агентств снизило рейтинг по более чем 1800 выпусков таких займов, они все были застрахованы в таких компаниях monoline insurance. Некоторые из этих страховых компаний находятся сейчас на грани банкротства, потому что к ним уже предъявляется целый ряд страховых требований, так как они застраховали дефолтные выпуски и должны платить, и понятно, что некоторые из них не выдержат этого. На уровне американского правительства сейчас уже разрабатывается мегаплан по спасению этих компаний за счет государственных денег, потому что иного выхода нет. Рейтинговые агентства уже готовы понижать рейтинги этим компаниям, и они будут понижены, если сейчас могучим вливанием государственных американских денег эта проблема не будет решена. А эти страховые компании ни много ни мало уже застраховали облигационных займов где-то на сумму свыше $2 трлн. И если произойдет понижение рейтингов этих страховщиков, автоматически произойдет мощное понижение рейтингов всех абсолютно выпусков застрахованных ими выпусков облигаций, в том числе и американских муниципальных облигаций. И начнется процесс, который по-английски называется fire sale, «пожарная распродажа» бумаг, десятки тысяч выпусков на сумму свыше $2 трлн «вывалятся»

**>>> Сейчас доля иностранцев в рублевых долговых бумагах Москвы составляет порядка 15%, и эта доля остается неизменной начиная с июля-августа 2007 года, когда начались все эти турбулентные процессы на рынке. <<<**

на продажу. Например, американские пенсионные фонды (фонды штатов, фонды госслужащих и другие) просто не имеют права держать долговые ценные бумаги ниже определенного рейтинга, как правило, это рейтинг AAA, таким образом, кризис расползется на рынок коллективных инвестиций.

У меня, правда, есть ощущение, что эти спасательные работы будут профинансированы странами — обладателями могучих валютных резервов за счет их инвестирования в американский госдолг, потому что никаких американских налогоплательщиков на это просто не хватит.

**И когда, по вашему мнению, может грянуть этот новый кризис или очередной этап кризиса?**

Точно ответить на этот вопрос никто не сможет, так как ответ на него зависит от целого ряда переменных. Если идет цунами и все будут сидеть на пляже и фотографировать величественную стихию, то все погибнут, а если все начнут убегать или спрячутся за волнорез, то наиболее сообразительные уцелеют.

То же самое происходит и сейчас: американская экономика кашляет, чихает, замедляется, это всем ясно и понятно — и американскому правительству, и ФРС. Они принимают какие-то меры, не сидят сложа руки, снижают процентные ставки, спасают страховые компании, замораживают ставки по ипотечным кредитам. Это делается для того, чтобы с помощью дешевого кредита и дешевого доллара потушить эти проблемы. А дешевый кредит — это пожарная пена, которая опять льется на мировые рынки. Снижение ставок облегчает жизнь и «ниндзя», потому что все их кредиты, как правило, имеют плавающую процентную ставку, которая привязана в итоге к этому базовому ориентиру — ставке ФРС. Кроме того, понижается стоимость кредита для банков, межбанковский рынок должен стать менее дорогим. Облегчается жизнь американским производителям, снижение стоимости кредитных ресурсов должно подтолкнуть потребительский спрос. Дешевеющий доллар помогает американскому экспорту. Эти меры принимаются, но все уже согласились с тем, что уже очевидно: американская экономика не будет расти такими темпами, как она росла ранее.

Сформировалось два лагеря: одни говорят, что в Америке будет вялая рецессия, стагнация, экономика будет расти, но вяло. Другие считают, что американская экономика войдет в смертельный штопор, что Америку ждет глубокий экономический спад, уменьшение ВВП, стремительное сокращение потребительского и промышленного роста, резкий рост безработицы, депрессия.

Если реализуется последний сценарий, то встает вопрос, какие последствия для глобальной экономики это будет иметь в целом. Ясно, что это очень сильно ударит по тем странам, экономический рост которых был основан на экспорте в США — это Дальний Восток, Япония, многие европейские производители, особенно из отрасли автомобилестроения.

Если начнется глобальная волна спада экономической активности, то возникает вопрос с сырьевыми ценами. Очевидно, будет падение спроса на энергию, нефть, металлы и прочее сырье — это будет вторая волна кризиса, от которой с некоторой отсрочкой пострадают страны, экономический рост которых основан на экспорте сырья, энергоносителей, базовых металлов. Конечно, это и Россия. Все разговоры о том, что мы уцелеем, избежим, пересидим кризис, на мой взгляд, просто наивны. Да, у России есть большие валютно-финансовые резервы, но по отношению к тем же китайским или японским резервам это скромная сумма. Как показывает пример Японии 90-х годов, огромные валютные резервы сами по себе не спасают от затяжного экономического и финансового кризиса.

**Вы признаете огромную зависимость российской финансовой системы от западных денег. Значит ли это, что нормальная работа российского рынка ценных бумаг не возобновится до нормализации ситуации на Западе?**

Смотря что считать нормальной работой и нормальной ситуацией. В 2003 году мы размещали свои облигации среди населения сроком на год под 9–10% годовых и считали, что это нормально. Сейчас скрипим зубами, когда за десятилетние облигации с нас застенчиво просят 8–9% доходности, и ждем возвращения «нормальной ситуации». Надо просто привыкать к новому витку жизни и понимать, что «нормальная» упорядоченная жизнь существует только на кладбище.

Проблема с нормализацией финансовой жизни, однако, может быть сложнее. Вот мы все говорим про «западные деньги», но процессы глобализации зашли очень далеко, контроля над потоком капитала сейчас практически нет, капитал свободно уходит и приходит. Российский национальный капитал уже глобализовался, он ведет себя абсолютно так же, как ведет себя глобальный капитал. Он также моментально как приходит на местный рынок, так и уходит с него, тем более капитал оффшоров. Кроме того, на глобальном и российском рынках очень велика роль «фиктивного капитала», как его называл Карл Маркс. И эта роль никуда не исчезнет. Когда крупные спекулятивные фонды обращаются, скажем, на рынок японской иены или американского доллара, занимают там большие кредитные ресурсы, конвертируют их в рубли, на эти рубли покупают московские облигации, далее эти московские облигации закладывают, получают новые кредиты в иенах, и так далее, и так далее — строят многоэтажную пирамиду. Сейчас эта нехитрая операция, которую Маркс бичевал в «Капитале» как пример «паразитизма финансового

**>>> В 2003 году мы размещали свои облигации среди населения сроком на год под 9–10% годовых и считали, что это нормально. Сейчас скрипим зубами, когда за десятилетние облигации с нас застенчиво просят 8–9% доходности, и ждем возвращения «нормальной ситуации». Надо просто привыкать к новому витку жизни и понимать, что «нормальная» упорядоченная жизнь существует только на кладбище. <<<**

капитала» и предсказывал, что это и будет причиной его гибели, называется изящным иностранным термином carry trade и считается высшим пилотажем. Как известно, с помощью такого финансового рычага происходит чудовищное искусственное вздутие стоимости активов. Пузыри на фондовых рынках рождаются, когда есть дешевые кредитные деньги, доступ к международному кредиту, да еще и с большим кредитным плечом. Это приводит к тому, что одни и те же бумаги покупаются, перезакладываются много раз, в итоге стоимость этих активов очень вздута, а доходность по ним уходит далеко вниз. Когда этот самый carry крупнейшие глобальные игроки по разным причинам судорожно начинают разматывать в обратную сторону, а самые прозорливые начинают эти активы в огромный масштабах шортить, все лопается и рушится, и невинные обыватели по всему миру собирают свою битую посуду. Как некий доверчивый и богатый маленький норвежский муниципалитет, вложивший свободные бюджетные деньги в кредитные деривативы, основанные на той самой теперь знаменитой «второсортной» американской ипотеке. Однако это и есть нормальная жизнь глубоко ненормального глобального финансового рынка, боюсь, она всегда будет такой.

**Деньги госкорпораций, которые сейчас так или иначе через госбанки будут вливаться на рынок, могут занять то место, которые занимали средства иностранцев?**

Нет, они не компенсируют ни иностранные деньги, ни ушедший с рынка российский частный капитал, ни, тем более, глобальный carry trade.

**Вы согласны, что есть риск того, что если госкорпорации попытаются влиять на наш рынок, они просто помогут компенсировать часть убытков западных инвесторов, застрявших у нас и не ушедших пока с рынка?**

Да, совершенно верно. Мне кажется, они просто потеряют деньги. Произойдет то же, что в 1998 году, когда под фанфары некий объем денег был получен в рамках кредита Мирового Валютного Фонда — эти деньги (порядка $4–4.5 млрд) пришли на валютный рынок и в течение двух дней исчезли: не потому что их кто-то «прикарманил», а потому что их бросили на валютный рынок. В массовом порядке тогда шла продажа ГКО иностранцами, они любой ценой выходили с этого рынка и, продавая ГКО, моментально конвертировали свои средства в доллары и уводили из страны. Неизбежно пришло 17 августа 1998 года и многолетнее собирание нашей мелко побитой чужими дядями посуды.

Масштабы активности на финансовых рынках, глобальные потоки «горячих денег» намного превосходят возможности так называемых государственных корпораций. Да и вообще, не дело госкорпораций, которые получают деньги из государственного бюджета на вполне определенные цели общенационального экономического развития, на выполнение каких-то конкретных общественно значимых проектов, этими деньгами играть на фондовом рынке, это принципиально неверно. Бюджетные деньги, полученные госкорпорациями — это деньги российских налогоплательщиков, проиграть их преступно. Может произойти так, что они войдут в рынок, понесут потери в ходе очередного витка штопора, окажутся замкнутыми в этих потерях на длительный срок, и им будет нечем решать те задачи, ради которых они были созданы. В такой ситуации они вновь отправятся за бюджетными деньгами.

**Сейчас видны попытки создания системы, когда госкорпорации покупают бумаги государственных эмитентов. Появляется целый сектор на финансовом рынке, подконтрольный государству. Как вы к этому относитесь?**

Моя принципиальная позиция маленького российского налогоплательщика такова: госкорпорации должны заниматься тем, для чего они создавались. И деньги они должны тратить на то, для чего они были предназначены. Для краткосрочного управления своей ликвидностью допустимо приобретение только гособлигаций. Хотя экономический смысл такой операции — приобретение госдолга на государственные же деньги — для меня сомнителен. В рамках казначейского исполнения государственного бюджета, кстати, расходы госкорпораций на осуществление своих целевых программ вполне могут оплачиваться со счета федерального казначейства.

**А не вкладывать их в облигации Газпромбанка, например?**

Имя банка здесь не имеет значения. Да, средства госкорпораций — это принципиально не тот инструмент, с помощью которого нужно спасать фондовый или банковский рынок.

**На рынке обсуждается идея, чтобы Минфин размещал на депозитах банков временно свободные средства. Что вы думаете по этому поводу?**

Это очевидно будет делаться. Это делают и Москва, и другие регионы. Конечно, будет проводиться жесткая селекция банков, которым можно доверить эти средства. Это будет ограниченный круг банков, и они должны будут конкурировать за эти ресурсы.

Эти деньги немного поправят ситуацию, это будет дополнительное предложение ликвидности межбанковскому рынку, но принципиальных проблем с уровнем процентных ставок они не решат. Я не думаю, что в ситуации высокой стоимости кредитных ресурсов даже государственные деньги значительно снизят размер процентных ставок. И потом, остается банковский риск, даже если Министерство финансов ограничит список банков, на депозиты которых оно будет размещать средства, скажем, несколькими ведущими государственным банками, ведь проблема в том, что эти банки служат «оптовыми продавцами» ликвидности на межбанковском рынке. И если Минфин оценивает риски, допустим, Сбербанка, Внешторгбанка, Газпромбанка, как риски минимальные, то потом возникает цепочка распространения этих ресурсов по всей банковской системе, а там уже совсем другие риски, и точно также возникает риск невозврата средств. Следовательно, банки — получатели бюджетных депозитов будут давать эти средства в банковскую систему с большой осторожностью, то есть далеко не всем и не в требуемом объеме.

**На этот год у вас пессимистичный взгляд на рынок субфедеральных и муниципальных облигаций?**

Я не скажу, что у меня катастрофический взгляд, просто пока продолжается период неуверенности и непредсказуемости. Наши банки не нищие, кризис по типу 1998 года ни им, ни всем нам не грозит, деньги у них есть, деньги есть и на глобальном финансовом рынке, но кризис ликвидности вызвал огромный кризис доверия. Происходит переоценка банками, инвесторами вообще всей своей стратегии. Политики, финансисты — все готовятся к жизни в обстановке растущих процентных ставок, угрозы экономического спада, но пока не могут для себя окончательно определить приемлемый уровень риска и его цену. Деньги на российском рынке капитала для регионов и муниципалитетов будут, но платить за них придется дороже.

**Когда же они, наконец, переоценят риски? Сколько можно сидеть, ждать, переоценивать?**

Резкий подъем требований к доходности тех инструментов, которые они приобретают — это инстинктивная реакция инвесторов, банковской структуры на любую непредсказуемость, неуверенность.

То же относится и к инвесторам в бумаги Москвы. Мы активно общаемся с банками, знаем их подход. Если банк купит наши облигации под 7%, а завтра они на вторичном рынке из-за очередной переориентации «глобальных потоков капитала» будут торговаться с доходностью, условно говоря, 8%, то банк тут же запишет себе потери, не исключено, что надолго. Банку придется создавать резервы под эти потери. Людям, которые приобрели эти облигации, предстоят неприятные разговоры с руководством банка, эти потери отразятся на их бонусах и зарплатах, ведь банки, как правило, работают на основе системы центров прибыли, и каждое подразделение банка должно давать доход, прибыль.

**Вы общаетесь с банками. Каких ставок они хотят от Москвы?**

Честно говоря, некоторые банки говорят сейчас, что они вообще никаких ставок не хотят, говорят: «Дайте нам подождать, отдышаться, нас вообще ничего не интересует сейчас, никакая доходность». Некоторые называют такой высокий уровень доходности, что становится понятно — они хотят, чтобы от них пока отвязались. С некоторыми можно вести нормальный диалог. С учетом нынешней глобальной неопределенности я эту ситуацию драматизировать не склонен.

**Нужны ли Москве займы вообще, почему вы начинаете занимать, не потратив тех денег, которые у вас есть?**

Непредсказуемость и неопределенность распространяется не только на банковский сектор, но точно так же и на Москву, потому что все эти возможные негативные процессы совершенно точно отразятся на нашей бюджетной сфере, прежде всего, в связи с падением сбора налогов. Последние десять лет мы все живем в обстановке постоянного роста цен на нефть и периода рекордно низких мировых процентных ставок, в условиях очень благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. Именно на этих двух факторах, вздувающих внутренний потребительский спрос прежде всего основан рост нашей экономики. Он не генерируется инвестиционной активностью. Только в последнее время стали появляться признаки инвестиционного спроса, принимаются решения в сфере федеральной государственной инвестиционной политики. Но такая ситуация «манны небесной» не может длиться вечно. И сейчас она подходит к завершению, очевидно, что цена на нефть уже не будет расти в этом году такими темпами, как в прошлом, и сверхплановых дополнительных сверхдоходов на уровне 2006–2007 годов в бюджете Москвы не будет. А московский бюджет очень агрессивен, он по инерции основан на уникальных результатах 2007 года, и даже если наши доходы будут на уровне запланированных, нам придется занимать, чтобы реализовать все наши проекты. План заимствований известен — 15 млрд руб. на первый квартал, 25 млрд руб. на второй, а далее будет происходить корректировка этого плана в соответствии с фактическими доходами бюджета.

Бюджет Москвы, как и бюджеты других регионов, сильно зависит от сбора двух налогов — налога на прибыль и подоходного налога. Поступления от налога на прибыль очень неустойчивы, да и сбор подоходного налога пострадает, если дела у корпораций пойдут плохо. Поэтому с учетом очень большого объема планируемых займов мы сейчас и стараемся выходить на рынок займов несмотря на то, что обстановка на нем сейчас не благоприятная.

**Вероятно ли, что банковские кредиты как инструмент привлечения средств заменят облигационные займы муниципалитетам и субфедеральным заемщикам?**

Такая тенденция наблюдается, и она особо видна у городов и муниципалитетов. За 2007 год муниципалитеты, по предварительным оценкам, заняли более 90 млрд руб., и лишь 15 млрд руб. из них них — это облигационные займы муниципалитетов и городов. Российские муници-

палитеты кредитуются прежде всего в банках. Регионы, вероятно, тоже будут обращаться к банковскому кредитованию, но оно не может быть в этих условиях хоть сколько-нибудь долгосрочным или дешевым.

Однако я по опыту знаю, что даже в самое хорошее время получить кредит пусть и в самом крупном банке, который прекрасно знает заемщика и доверяет ему, сроком на 10 лет в рублях было невозможно, а продать облигационный заем сроком на 10 лет было возможно, займы улетали как горячие пирожки за счет их ликвидности. Облигации можно перепродать, а куда банк денется из кредита — он, может быть, попытается его кому-то переуступить, но это гораздо более сложная процедура, чем просто продажа пакета облигаций на рынке. В этом плане рынок банковского кредитования не может компенсировать долгосрочный облигационный рынок, тем более для крупных эмитентов.

**Когда в 1997 году Москва начала активно занимать на рынке облигаций, предполагалось, что ее бонды будут активно покупать физлица, Москомзайм пропагандировал инвестиции в облигации Москвы среди частных лиц, но проект был не вполне удачным (к концу 2006 года лишь около 100 физлиц приобрело облигации Москвы). С чем вы связываете отсутствие у частных инвесторов интереса к бондам Москвы и планируете ли продолжать попытки привлечь мелких частных инвесторов в облигации Москвы?**

Мы не ведем активной рекламной компании. Продаем бумаги москвичам по рыночной цене. Наши частные инвесторы, хотя их и не много, вполне нам преданы, купив бумагу, они ее держат и, дождавшись погашения, редко уводят деньги, вместо этого покупают новые бумаги. Они заинтересованы в сохранении своего скромного капитала в гарантированной, пусть и небольшой доходности. Убежден, что падение, происходящее на фондовом рынке сейчас, станет хорошей школой для многих российских частных инвесторов. И кризис — это хорошая школа для них. Как ни печально, приходит в голову, по-моему, сталинский афоризм: «Массы должны учиться на своем горьком опыте».

**Расскажите, пожалуйста, о том, когда и руководствуясь какими соображениями вы приняли решение работать на финансовом рынке? Какие вехи в вашем «трудовом пути» стали ключевыми в развитии вашей карьеры?**

Во многом случайно и в связи с переломами в жизни страны. И пришел я не на финансовый рынок, а на работу в коммерческий банк в начале 1990-х годов в поисках хорошего заработка. Я не мечтал в комсомольской юности быть банковским клерком. И поскольку у меня, наряду с потребностью в деньгах, были некоторые теоретические знания, связанные с банковской системой, я пришелся ко двору одному из российских банков, началась моя банковская карьера, она довольно успешно шла, я сразу как-то стал руководителем инвестиционного отдела в банке, затем возглавлял инвестиционное управление, управление казначейских операций, получил профессиональную переподготовку в Финансовой академии, метил в вице-президенты. Переквалифицироваться из банкира в муниципального клерка не планировал.

С Москомзаймом я также оказался связан во многом случайно — банк, в котором я работал и где возглавлял казначейство, был уполномоченным банком Правительства Москвы. В то время как раз разрабатывалась концепция долговой политики Москвы, создания системы городских облигационных займов. Я в прошлом научный работник, владею пером, и получилось так, что при моем непосредственном участии были написаны 2 тома из 14 томов этой концепции. Потом я неожиданно получил предложение на время перейти поработать в Москомзайм, потому что Москва захотела сразу разместить трехлетний еврозаем на $500 млн, а я оказался единственным человеком в причастной к «теории вопроса» команде, кто сносно знал английский язык, имел уже неплохой опыт общения с международными банками и что-то слышал от них про еврооблигации. Предложение я принял не раздумывая, поскольку работа такого масштаба на международном рынке капитала на дороге не валяется. Если по-честному, то учиться пришлось на ходу. В конце мая 1997 года заем был успешно размещен, мне достались «фанфары, почести, цветы» и указание срочно готовить новый еврозаем. Тогда пошла волна российских эмитентов на западный рынок. Как только новый еврозаем Москвы был готов к размещению, случился азиатский кризис 1997 года, мы отложили размещение и в январе 1998 года решили обратиться к нишевым рынкам — разместили займы в немецкой марке и итальянской лире. Потом грянул кризис 1998 года, и мне было категорически сказано, что уходить теперь нельзя и нехорошо, ведь благодаря моим усилиям долг Москвы на три четверти состоял из внешнего долга, в то время как рубль обесценивался, и надо было решать все эти проблемы. Я стал их решать, потом в феврале 1999 года меня сделали начальником всего этого хозяйства, в то время эта должность считалась расстрельной (в переносном смысле, конечно), но я до сих пор жив и здесь и работаю. Те тяжелые годы вспоминаю часто и с ностальгией. Они были одними из самых захватывающих и плодотворных в моей жизни, приобрел очень обширный опыт. В середине февраля будет 11 лет, как я тружусь в Москомзайме.

**Есть ли у вас интересы помимо работы?**

Спортом стараюсь заниматься, люблю постоянно учиться, узнавать что-то новое, книги читаю, правда, исключительно про управление долгом, по экономике и финансам. Много внимания уделяю тому, что происходит на глобальных рынках долга и в мировой экономике. И должность обязывает, и мне это очень интересно. До 24 лет я активно занимался борьбой самбо и дзюдо. С тех пор старался себя всегда в форме держать — бегал, прыгал, в теннис играл, качался. Сейчас подведомственная Москомзайму организация оказывает помощь развитию детского спорта как раз в сфере единоборств, что мне близко, мы не только московских, но и провинциальных спортсменов поддерживаем, среди них есть уже несколько молодых чемпионов России по джиу-джитсу, призеров Кубка Европы по этому виду единоборств. Я хожу в спортивный клуб, которому мы помогаем, чтобы быть в курсе его дел, да и себя в форме поддерживать всегда полезно. Опять же активное битье мешка руками и ногами — занятие вполне безобидное для окружающих, но стресс снимает хорошо.

*Беседовали Анна Чепракова и Иван Макаров*