Москва 1998–2007: диалектика трансформации эмитента и рынка его госдолга

Сергей ПАХОМОВ,
первый заместитель,
председатель Москомзайма
в 1997–2011 годы, д. э. н.

Дефолт 1998 года повлек за собой крах рынка ГКО и рынка региональных и муниципальных облигаций, четырехкратную девальвацию рубля, исчезновение ряда ведущих российских коммерческих банков вместе с деньгами Москвы на бюджетных счетах и общую дестабилизацию экономического климата в стране. Четырехкратный рост долговой нагрузки на московский бюджет в рублях, резкое падение цены на нефть (до $9 за баррель российской нефти) и сбора налогов поставили под сомнение способность города Москвы обслуживать и погашать внешний долг, небольшие по объему размещения московских облигаций в рублях прекратились. Но, как известно, «из каждого свинства можно извлечь кусочек ветчины».

Первоочередной задачей комитета стала выработка бюджетной политики города Москвы в части планирования объемов государственного долга и его структуры

ТРАНСФОРМАЦИЯ МОСКВЫ КАК ЭМИТЕНТА ГОСДОЛГА

Крах 1998 года вызвал необходимость трансформации системы управления долгом города и долговой политики в целом, что явилось предварительным условием для последующей трансформации рынка облигаций Москвы. Этот процесс начался в 1999 году и завершился к концу 2006 года.

В период, предшествовавший кризису 1998 года, основными инструментами внутреннего государственного долга Москвы выступали краткосрочные облигации, в том числе сберзайма, кредиты банков и бюджетные ссуды. Внутренний долг был незначительным по объему. В структуре госдолга доминировали три еврозайма, а также синдицированные и прямые банковские кредиты в иностранных валютах, находившихся под риском девальвации рубля. В ходе трансформации города как эмитента предстояло решить следующие проблемы:

- поиск источников рефинансирования и погашения госдолга;
- снижение уровня долговой нагрузки на бюджет (в первую очередь за счет увеличения срочности долга и снижения стоимости его обслуживания);
- трансформация валютной структуры долга (ставилась задача значительно расширить долю внутренних рыночных облигационных заимствований);

• снижение валютного риска в процессе погашения и рефинансирования внешнего долга.

Системное решение поставленных задач требовало обеспечить концентрацию заемных функций в рамках единой системы управления, которая была создана в посткризисный период в ходе интенсивного изучения мирового опыта в области управления государственным долгом. В этот период заемная деятельность была отделена от инвестиционной. Финансирование за счет займов городской инвестиционной программы стало осуществляться из бюджета города, куда поступали заемные средства. Бюджет стал единственным источником средств для обслуживания и погашения госдолга и до 2002 года носил фактически мобилизационный характер. Функции управления заемной системой города Москвы были переданы специализированному органу городской администрации — Комитету государственных заимствований. Была прекращена хаотичная практика получения банковских кредитов департаментами Правительства Москвы, процветавшая вплоть до осени 1998 года. Летом 1999 года было создано специализированное профессиональное агентство по управлению государственным долгом города — Финансовое агентство города Москвы, подчиненное комитету. В функции Мосфинагентства вошли решение операционных задач управления долгом, а также техническое и профессиональное обеспечение деятельности комитета.

В 2000 году Мосфинагентство приобрело брокерскую компанию «Гарант-М», которая стала выполнять функции агента города Москвы по биржевому размещению облигационных займов, а также проводить все рыночные операции с московским госдолгом, обеспечивая постоянное присутствие эмитента на рынке. Система управления долгом сложилась окончательно.

Первоочередной задачей комитета стала выработка бюджетной политики города Москвы в части планирования объемов государственного долга и его структуры. Одним из результатов данной работы стала формулировка ряда целевых критериев, определявших предельные уровни долговой нагрузки на бюджет и носивших более жесткий характер, чем ограничения, предусмотренные Бюджетным кодексом РФ и бюджетным законом города Москвы. Указанные наработки впоследствии нашли отражение в «Концепции управления государственным долгом города Москвы и использования заемных средств в городском бюджете». Указанный документ как руководство к действию после длительного согласования с профильными департаментами был утвержден Постановлением Правительства Москвы 6 мая 2003 года и стал нормативным документом. В частности, указанная концепция четко определяла механизм защиты части расходов бюджета, необходимых для обеспечения бесперебойного функционирования городской инфраструктуры и выполнения социальных программ, от рисков, связанных с погашением долга.

Помимо этого, в 2004 году Постановлением Правительства Москвы № 425-ПП от 22 июня 2004 года было введено дополнительное ограничение на максимальный объем долга города — его отношение к доходам бюджета не должно было превышать 33 %. Также Комитет государственных заимствований города Москвы осуществлял непрерывный мониторинг соблюдения этих критериев и обеспечивал максимальное публичное раскрытие информации, связанной с финансовым и экономическим положением Москвы и выпуском московского госдолга. С течением времени это положительно изменило отношение участников рынка к Москве как к эмитенту.

ПРОЦЕСС ТРАНСФОРМАЦИИ РЫНКА ГОСДОЛГА МОСКВЫ

В посткризисный период, в условиях невозможности внешних заимствований и смещения акцента в пользу привлечения средств на внутреннем рынке, развитие внутреннего рынка облигаций Москвы стало ключевой задачей городской системы управления долгом. В 1999–2000 годах несмотря на то, что рублевые облигации Москвы были допущены к торгам на нескольких российских биржах, основной оборот по ним был внебиржевым. При этом подавляющий объем привлекаемых комитетом средств проходил через размещение облигаций по прямым договорам купли-продажи с банками и инвестиционными компаниями по высоким процентным ставкам. Объемы такого размещения были относительно небольшими и использовались для реструктуризации долга, накопленного департаментами Правительства Москвы перед банками. В связи с запретительными процентными ставками при биржевых размещениях облигаций было принято решение о финансировании инвестиционной программы города и фактическом рефинансировании долга за счет банковских кредитов

Для скорейшего создания инфраструктуры рынка облигаций Москвы необходимо было участие заинтересованных в этом профессиональных участников рынка ценных бумаг

в рублях и валюте. Основным партнером по этим операциям вплоть до 2002 года был Сбербанк России.

Для скорейшего создания инфраструктуры рынка облигаций Москвы необходимо было участие заинтересованных в этом профессиональных участников рынка ценных бумаг. В 2000 году после успешного погашения еврозайма Москвы в $500 млн начались попытки возрождения биржевого рынка московских облигаций через проведение регулярных аукционов на ММВБ и Санкт-Петербургской бирже. Аукционы проходили трудно, размещались небольшие объемы и по высоким процентным ставкам. В начале 2001 года комитетом был создан институт уполномоченных андеррайтеров и маркет-мейкеров рынка ОГО(В)З Москвы. Членами этого института являлись профессиональные участники рынка ценных бумаг, крупнейшие банки и инвестиционные компании. Принципиальное отличие работы андеррайтеров на рынке облигаций Москвы от деятельности андеррайтеров по выпускам других эмитентов заключалось в регулярном участии в каждом биржевом аукционе, проводимом комитетом. Кроме того, до 2005 года в обязанности андеррайтеров входили функции маркет-мейкеров — дальнейшее поддержание вторичного рынка, выставление двусторонних котировок и совершение сделок. За эти услуги андеррайтеры получали комиссионное вознаграждение, размер которого варьировался в зависимости от объема принятых на себя андеррайтером обязательств. По мере развития рынка размер комиссии снижался. На пике существования «клуба» уполномоченных андеррайтеров и маркет-мейкеров в него входили системообразующие и средние банки, брокерские и инвестиционные компании, шесть из них — дочерние структуры иностранных банков, всего 29 банков и финансовых компаний.

В 2000-м и 2001 годах вместе с оживлением мировой экономики начали развиваться и положительные процессы в экономике и финансах России. Росли цены на нефть и другие товары сырьевого экспорта России, девальвация оживила экономику, выправлялось положение с банковской ликвидностью и снижались процентные ставки. Самое главное — вместе с экономическим ростом росли налоговые доходы в московский бюджет. Важную роль в развитии рынка облигаций играла проводимая комитетом политика по раскрытию информации об эмитенте, его планах и действиях на рынке. Город регулярно, на системной основе, проводил PR и рекламные мероприятия по популяризации ОГО(В)З Москвы среди потенциальных инвесторов, как институциональных, так и частных, а также осуществлял непрерывный контакт со всеми ведущими рейтинговыми агентствами.

ПЕРВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ ТРАНСФОРМАЦИИ ЭМИТЕНТА И РЫНКА

Работоспособность и эффективность созданной системы можно оценить по динамике показателей привлечения средств в экономику города на аукционах и объемов торгов облигациями Москвы на вторичном рынке.

Итак, начало. В 2001 году комитетом в качестве тестирования рынка было проведено 4 биржевых аукциона рублевых облигаций. Выпуски составляли 1 млрд рублей по номиналу с купоном в 20 % и сроком обращения 1 год. Объем привлеченных средств составил скромные 1.8 млрд рублей по номиналу, совокупный спрос на облигации 3.1 млрд рублей по номиналу, самый длинный выпуск, частично размещенный в 2001 году, был полуторалетним с купоном в 15 %. Спрэд московских облигаций к ГКО составлял 2.5–4 %. В начале 2001 года при возобновлении выпуска облигаций Москвы доходность коротких выпусков составляла 22–24 % годовых, к февралю 2002 года она снизилась до 16 %. При исполнении программы заимствований в 2002 и 2003 годах удлинению сроков заимствования размещаемых облигаций придавалось особое значение. По мере стабилизации финансовых рынков в стране в 2002 году стали размещаться облигации сроком обращения в 2 и 3 года, с купонной ставкой в 15 %. В 2003 году было начато размещение облигаций со сроками обращения 4 и 5 лет с купоном в 10 %. В 2003 году последние из размещенных выпусков с номинальными объемами по 5 млрд рублей имели сроки до погашения 5 и 7 лет и купон в 10 % годовых. В результате размещений с подобной срочностью и купоном резко сократилась нагрузка на бюджет Москвы, связанная с распределением объемов погашения долга по годам и стоимостью его обслуживания. В январе 2004 года был размещен выпуск облигации в 5 млрд рублей сроком обращения в 7 лет с купоном в 10 %. В результате практически весь рыночный внутренний долг Москвы, находившийся под управлением комитета, был оформлен в среднесрочные ценные бумаги. Это дало возможность более гибкого и оперативного управления долгом в зависимости от складывающейся конъюнктуры финансовых рынков. Повышение ликвидности выпусков ОГО(В)З Москвы и уменьшение спрэда позволило Правительству Москвы снизить стоимость и увеличить срок и объем привлечения денежных средств.

ПРОЩАНИЕ С БАНКОВСКИМИ КРЕДИТАМИ

Доминирующими в структуре долга города Москвы до 2002 года были валютные облигации и синдицированные кредиты банков. В рамках решения задачи по оптимизации структуры долга в сторону увеличения объема внутренних обязательств по мере погашения валютных еврозаймов и синдицированных кредитов шло их замещение рублевыми заимствованиями. Рефинансирование внешнего долга города Москвы в 2001 году позволило сохранить оставшийся объем иностранного заемного капитала, работавшего в городской экономике. Это привело к существенному снижению долговой нагрузки на бюджет и валютных рисков за счет выпуска двух еврозаймов сроком обращения в 3 года (10.25 % годовых) и 5 лет (10.95 % годовых). С целью совершенствования структуры внутреннего долга в 2001 году за счет средств еврозаймов было произведено досрочное погашение банковских кредитов (всего на сумму 12 млрд 147 млн рублей), их доля в портфеле заимствований сохранялась затем на предельно низком уровне. В результате к началу 2003 года доля кредитов, номинированных в рублях, составила 10.21 %. Динамичное и успешное развитие рынка внутренних облигационных займов в 2002-м и 2003 годах позволило к весне 2004 года заменить практически все рублевые кредиты банков облигационными заимствованиями.

Средневзвешенная срочность долга в части заимствований на рынке внутренних облигаций составила 2.4 года на 01.04.2004 против 0.92 года на начало 2002 года.

ИТОГИ ТРАНСФОРМАЦИИ

Таким образом, за период с 2000 года по I квартал 2004 года были достигнуты следующие результаты в трансформации госдолга Москвы и его рынка:

- увеличилась средневзвешенная срочность долга города в эмиссионной части — до 2.4 года;
- изменилась структура долга: доля ценных бумаг в виде внутренних облигаций на сумму более 46 млрд рублей и еврозаймов на сумму €750 млн в структуре прямого долга города Москвы достигла 89 %. Доля облигаций внутренних городских облигационных займов в объеме общего долга города Москвы (88.4 млрд рублей) составила 55.7 %, а в объеме рублевых обязательств, исключая гарантии и поручительства, составила 96.3 % (63.81 % на 1.01.2003 и 59.96 % — на начало 2002 года). Соотношение между внутренним и внешним долгом (без гарантий и поручительств), составившее на 1.01.2002 26 % и 74 % соответственно, улучшилось и на начало 2003 года составило 45 % и 55 %, к 1.04.2004 — 42.1 % и 57.9 %, а к 1.01.2007 соответственно 28.6 % и 60.5 %.

ПЕРЕХОД КОЛИЧЕСТВА В КАЧЕСТВО. ТРАНСФОРМАЦИЯ УСПЕШНО ПРОДОЛЖАЕТСЯ

В 2004–2005 годах Москва уже привлекала на внутреннем биржевом рынке средства на срок до десяти лет. В 2004 году на аукционах привлечено в бюджет 29.5 млрд рублей, в 2005 году — 17.3 млрд рублей. Спрос на аукционах составил соответственно 69.1 млрд рублей и 61.2 млрд рублей по номинальной стоимости.

Начиная с осени 2004 года комитет ввел новую практику проведения аукционов. В один день последовательно один за другим проводились два аукциона по различным выпускам ОГО(В)З Москвы. Ввод заявок на покупку облигаций на втором аукционе мог осуществляться после публикации результатов и завершения расчетов по первому аукциону. Разработанная процедура позволила удешевить стоимость заимствований, использовав на втором аукционе спрос, не удовлетворенный на первом. Это также позволило вдвое увеличить объем привлечения средств в бюджет города за один аукцион.

Номинальный объем выпусков Москвы в обращении также постоянно возрастал. Так, на конец 2001 года он составлял 5.8 млрд рублей, а на середину сентября 2005 года — 61.5 млрд рублей. Вторичный рынок достиг средних оборотов в 1.5 млрд рублей в день (для сравнения — 35 млн рублей в 2001 году). Даже в периоды спада деловой активности или проблем с банковской ликвидностью облигации Москвы оставались одним из наиболее надежных и ликвидных инструментов по сравнению с другими сегментами долгового рынка.

В августе 2005 года доходности по облигациям внутренних займов Москвы сроком погашения от 2006 года до 2014 года уже находились в диапазоне 5.19–7.77 % годовых. Включение Центральным банком РФ облигаций Москвы в ломбардный список бумаг ЦБ РФ и использование этого инструмента для кредитования банковской системы путем проведения операций РЕПО внесло значительный вклад в ликвидность рынка облигаций Москвы. Так, еженедельный оборот межбанковских операций РЕПО с облигациями Москвы, осуществляемых в рамках только биржевой торговой системы ММВБ, в 2005–2006 годах превышал 2 млрд рублей, достигая в отдельные периоды уровня в 4–5 млрд рублей.

ТРАНСФОРМАЦИЯ РЫНКА И АКТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ДОЛГОМ

Сформированный рынок внутренних облигаций позволил городу осуществлять операции по управлению ликвидностью бюджета, в частности сокращая объем заимствований в периоды, когда на счетах бюджета появляется избыточный объем денежных средств. Так, в 2004 году на рынке было откуплено облигаций на 3.9 млрд рублей, в 2005 году — на 8.6 млрд рублей. В 2006 году Москва впервые провела биржевой аукцион по откупу ценных бумаг. Показателем роли рынка облигаций Москвы в 2005–2006 годах является сопоставление его оборотов с оборотами облигаций Российской Федерации. Например, в июле 2005 года месячный оборот рынка облигаций Москвы составил 39 млрд рублей, облигаций федерального займа РФ — 44 млрд рублей.

Трансформация завершилась, и начиная с 2007 года комитет перешел на схему размещения крупных «эталонных» выпусков в 20–30 млрд рублей различной срочности (3, 5, 10 и 15 лет) с тем, чтобы обеспечить рынок инструментами высокой степени ликвидности и одновременно в среднесрочной перспективе (к концу 2010 года) выйти на плоский профиль долга с годовым объемом погашений на уровне 25 млрд рублей. Эта задача была успешно решена. Последний выпуск из этой серии (RU320 48 MOS) сроком обращения в 15 лет и объемом в 30 млрд рублей был погашен в 2022 году.

Даже в периоды спада деловой активности или проблем с банковской ликвидностью облигации Москвы оставались одним из наиболее надежных и ликвидных инструментов по сравнению с другими сегментами долгового рынка