



С председателем Комитета государственных заимствований города Москвы **СЕРГЕЕМ ПАХОВЫМ** беседует руководитель проекта «Финансы городов и регионов» **СЕРГЕЙ ГЛАЗКОВ**

## ДОЛГ МОСКВЫ: ИТОГИ 2004 Г.

В ИНТЕРВЬЮ ОБСУЖДАЮТСЯ НАИБОЛЕЕ ВАЖНЫЕ СОБЫТИЯ, ПРОИСШЕДШИЕ НА РЫНКЕ МОСКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА 2004 Г., А ТАКЖЕ ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ МОСКОВСКОГО ДОЛГА. НАМЕЧЕНЫ ПЛАНЫ ЗАИМСТВОВАНИЙ МОСКВЫ НА 2005 Г.

**С. Г. Сергей Борисович, каковы основные результаты управления долгом Москвы, с которыми Москомзайм подходит к концу 2004 г.?**

**С. П.** В нашей истории 2004 г. был самым объемным по заимствованиям: оборот составил более 55 млрд руб. Из этих средств 25 млрд руб. были использованы на финансирование городской инвестиционной программы, остальной объем пошел на рефинансирование существующего долга в рублях. Мы успешно рефинансировали также один из наших еврооблигационных займов, объемом в 374 млн евро, который погашался в октябре 2004 г.

В течение этого года значительно вырос объем рынка внутреннего долга Москвы, который существует в форме московских облигационных займов в рублях. Его объем превысил 60 млрд руб.

Программа заимствований уже практически выполнена, и сейчас ведется техническая работа по привлечению остатка средств. Никаких крупных событий на московском долговом рынке до конца го-

да, по всей видимости, не произойдет. Проведение аукционов на московские облигации не планируется.

**С. Г. Что принципиально нового принес этот год?**

**С. П.** В начале года был размещен облигационный заем в рублях со сроком обращения 7 лет, причем по очень благоприятным для города процентным ставкам. Это явилось большим знаковым событием для всего рынка региональных займов в России.

В начале октября нам удалось развить данный успех и разместить облигации в рублях со сроком обращения 10 лет. Мы оцениваем это как принципиально новый, качественный шаг в нашем развитии. Пока это самый «длинный» заем Москвы.

Все облигации пользовались повышенным спросом со стороны участников рынка, и мы можем с гордостью сказать, что наш внутренний рынок по показателям дюрации превзошел внешний рынок. У нас нет на внешнем рынке 10-летних облигаций, самый «длинный» московский

еврозаем — 7-летний заем, размещенный в октябре текущего года.

Еще одно принципиально новое явление связано с тем, что увеличивается объем аукционного размещения наших займов. Во-первых, увеличивается объем самого выпуска. Теперь мы размещаем займы объемом в 10 млрд руб. Номинальный объем 10-летнего выпуска — 10 млрд руб., хотя на первом этапе размещена только половина этого займа. Естественно, в будущем значительная доля из оставшихся 5 млрд руб. тоже найдет свой путь на рынок займов Москвы.

Во-вторых, мы впервые в своей истории стали применять практику так называемых сдвоенных аукционов. Хотя это был своего рода эксперимент с определенной долей риска: мы практически удваивали объемы своих размещений, предлагаемых рынку, в один и тот же день. Но, к счастью, развитие рынка, рост ликвидности на этом рынке, рост спроса на облигации в рублях позволили эксперименту стать вполне успеш-

ным. Проведено 2 сдвоенных аукциона: в начале сентября и начале октября нынешнего года. Практически и спрос, и результат превзошли все самые оптимистичные ожидания. Поэтому практика сдвоенных аукционов в будущем будет продолжаться. Но это не означает, что отныне мы будем проводить только сдвоенные аукционы, решение будет приниматься после тщательного анализа текущей конъюнктуры на рынке внутренних займов.

**С. Г. В чем состоят положительные стороны сдвоенных аукционов для города и для инвесторов?**

**С. П.** Во-первых, для Москвы положительным является то, что увеличивается объем средств, привлекаемых в течение одного торгового дня.

Во-вторых, расширяется спектр участников рынка и может генерироваться дополнительный спрос, потому что мы на таких сдвоенных аукционах размещаем и «короткие» облигации, и облигации с длительным сроком обращения. Это позволяет привлекать на аукционы разные категории инвесторов: кто-то предпочитает в данный момент «длинные» займы, кто-то — «короткие».

В-третьих, существует возможность приобретения на первичном рынке крупного пакета наших облигаций в ликвидном займе, который позволяет инвесторам в краткосрочной перспективе получать приличный заработок. Как правило, после таких аукционов происходит рост рынка и рост спроса на наши облигации. Первичным владельцам облигаций это позволяет в достаточно короткий промежуток времени реализовать на рынке облигации и получить вполне приличную прибыль.

В-четвертых, возрастает вероятность того, что на аукционе одну из бумаг инвестор все-таки приобретет. Спрос на наши облигации всегда превышает предложение, и если инвесторы не угадали спрос на первом аукционе, они имеют техническую возможность перенести свои средства на второй аукцион, более агрессивно выставить заявки и все-таки приобрести облигации. Таким образом, инвестор все-таки может реализовать свои планы в отношении тех средств, которые перечислил на ММВБ для приобретения наших облигаций.

**С. Г. Почему в течение года аукционы проходили неравномерно: 2 — в начале года зимой, 1 — летом и 2 сдвоенных — осенью?**

**С. П.** Это связано с двумя факторами. Первый — очень хорошее положение в Москве в середине года с бюджетными доходами. При наличии временно сво-

бодных средств в городском бюджете, которые собраны, но еще не использованы, экономический аспект привлечения займов теряет смысл. У вас есть деньги на счете, которые вы не используете, и в настоящий момент привлекать еще займы и платить по ним проценты экономически неэффективно.

Второй фактор — в конце мая и в летние месяцы на рынке наблюдалась достаточно большая нестабильность, стоимость заимствований на внутреннем облигационном рынке значительно выросла. Эти два фактора привели к тому, что мы воздержались от аукционов. Но вот в сентябре и октябре возникла положительная конъюнктура, а в бюджете была потребность в средствах — мы эти средства успешно привлекли.

Я не исключаю того, что в дальнейшем мы выработаем примерный график размещения наших облигационных займов на 2005 г., но в соответствии с фактическим исполнением бюджета он будет корректироваться.

**С. Г. Как Вы оцениваете включение московских облигаций в ломбардный список Центрального банка РФ?**

**С. П.** Еще одним хорошим и принципиально новым событием для Москвы явилось включение московских облигаций в ломбардный список ЦБР. Уже прошли первые операции РЕПО, которые с 18 октября совершает ЦБР с российскими банками под залог московских облигаций. Для нас это очень важно, так как дает дополнительную ликвидность рынку наших облигаций, что стабилизирует рынок. Теперь российские банки имеют возможность не продавать наши облигации на рынке, когда у них возникает потребность в дополнительной ликвидности, а провести операции РЕПО с ЦБР, получить кредит у него под залог наших облигаций. Как представляется, это поможет избежать массированных продаж наших облигаций на вторичном рынке, которые дестабилизируют рынок. Такие продажи имели место в июле этого года в период напряженности на межбанковском рынке в стране в связи с кризисом доверия вкладчиков по отношению к ряду российских банков.

**С. Г. В настоящий момент Москомзайм оформляет кредитную линию в Сбербанке России. Что она дает Москомзайму, который успешно занимает деньги на облигационном рынке?**

**С. П.** Дает ряд преимуществ. Мы используем возможности рынка банковских кредитов. Во-первых, это отдельный рынок по отношению к облигационным займам. Во-вторых, это помогает нам ограничивать выпуск облигационных займов в рублях и

держат уровень цен на московские облигации на агрессивном уровне. Если бы мы все наши средства привлекали на облигационном рынке, пришлось бы платить более высокие проценты просто потому, что предложение облигаций было бы больше. Чем больше наших облигаций на рынке, тем ниже цены на них и выше доходность. Это закон спроса и предложения.

Кроме того, каждый новый выпуск облигаций требует определенной премии к рынку. Наши облигации уже составляют около 60% всего рынка региональных облигационных займов. Если есть возможность привлечения займов в банках под нормальные проценты, мы должны такую возможность использовать.

После завершения технической работы к моменту опубликования этого интервью эта кредитная линия будет уже использована.

**С. Г. Какая доля в объеме долга Москвы может быть обеспечена кредитной линией? Какое соотношение Вы считаете оптимальным?**

**С. П.** Было время (период дестабилизации 1998–2000 гг.), когда подавляющую часть нашего долгового портфеля составляли еврозаймы и кредиты российских банков. С возрождением в России внутреннего рынка публичного долга, рынка облигационных займов открылись новые возможности. Пришла новая категория инвесторов. Конечно, мы будем черпать средства преимущественно с рынка облигационных займов.

Банковские кредиты будут играть подчиненную роль. Из всего нашего долгового портфеля, выраженного в рублях, в настоящий момент 60 млрд руб. — облигационные займы и примерно 4,5 млрд рублей — кредиты.

Это соотношение может меняться в ту или иную сторону в зависимости от конъюнктуры рынка. Если будет дестабилизация рынка облигационных займов, вероятно, у нас возникнет потребность в привлечении большего количества банковских кредитов. Если рынок облигационных займов будет развиваться с такой мощной положительной динамикой, как он развивался до сих пор, то менять пропорцию не имеет смысла. Пока облигационный рынок для нас имеет целый ряд преимуществ. Рост этого рынка и спроса со стороны инвесторов говорит о том, что надо продолжать эмиссию новых облигационных займов.

**С. Г. В этом году Москомзайм поменял свою политику в отношении сберзайма: открыл собственный фондовый магазин прямо в своем офисе на Якиманской набережной, 2, взял на себя функции продажи. Как идут дела?**

**С. П.** Мы создали возможность для московских частных инвесторов приобретать облигации Москвы у эмитента. Процедурные и денежные издержки при приобретении облигаций сведены к минимуму. Частный инвестор нигде не найдет подобного места, где он бы мог приобрести с такой выгодой наши облигационные займы. Здесь он их приобретает практически по биржевой цене, без комиссии, без издержек. Система уже отработана, прошли первые пилотные продажи.

В целом мы встречаем доброжелательное отношение со стороны частных инвесторов. Им может не нравиться доходность, предлагаемая по нашим займам, но это связано с очень благоприятной для нас рыночной конъюнктурой. Мы не можем предлагать займы с доходностью, отличающейся от доходности, сложившейся на биржевом рынке, иначе у нас возникает два различных рынка с возможностью арбитража между ними. Опыт размещения облигаций в 2003 г. показал: как только возникает возможность арбитража между рынком займов, предлагаемых частным инвесторам, и нашим биржевым рынком, то немедленно появляются профессиональные спекулянты, которые оттесняют частных инвесторов, приобретают наши облигации в очень больших объемах и реализуют их на бирже с выгодой для себя.

Надеемся, что данная услуга будет развиваться. Мы не ждем фантастических результатов, потому что предстоит очень большая работа по разъяснению московским частным инвесторам всех преимуществ нашего инструмента по отношению к банковским депозитам, другим способам инвестирования денег. Такая работа ведется и пусть не сразу, но даст результаты. За количественными показателями мы не гонимся.

**С. Г. Может ли банк через фондовый магазин купить все облигации сберзайма?**

**С. П.** Нет, не может, потому что у нас нет какого-то специального займа, размещаемого исключительно через наш магазин только частным инвесторам. Частные инвесторы приобретают обычные, нормальные московские облигации, которые обращаются на бирже. Просто мы оставляем определенное количество облигаций из каждого выпуска, для того чтобы реализовывать их частным инвесторам. Они имеют возможность выбрать между кратко-, средне- и долгосрочными облигациями, а банки скупают такие облигации через размещение на бирже.

Так называемых сберзаймов больше не будет, потому что это в некотором роде

профанация. Московские сберзаймы технически ничем не отличались от наших облигаций, обращающихся на бирже. Единственное отличие этих выпусков облигаций от всех остальных — их небольшой объем — 1 млрд руб. Обычно мы размещаем 5 млрд руб. и больше. Кроме того, мы сделали данные облигации краткосрочными: 1 год и 1,5 года.

У нас есть 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 и 10-летние займы. Частный инвестор может выбрать из всего спектра инструментов, а не ограничиваться только неким сберегательным займом. Само понятие «сберегательный заем» с развитием рынка практически ушло в прошлое. Нетехнологично и дорого печатать облигации на бумаге. А облигация в электронной форме для частного инвестора точно такая же, как и все наши остальные облигации. Поэтому выделять какой-то специальный сберзаем для населения технически невозможно.

Можно выпустить заем, распространение которого через биржу будет исключено. Однако вряд ли такие займы привлекут частного инвестора, поскольку будут лишены ликвидности.

**С. Г. При размещении новой облигации можно ли ее купить в фондовом магазине, например, в день проведения аукциона?**

**С. П.** Реально она может быть куплена на следующий день после проведения аукциона, потому что вторичные торги начинаются через несколько часов после проведения аукциона, в их ходе определяется динамика цены на следующий день и цена реализации облигации частному инвестору. Теоретически инвестор может приобрести облигации на вторичных торгах в тот же день к вечеру при условии личного присутствия в нашем офисе.

Однако частный инвестор может принять участие в аукционе, перечислить средства и поставить свою заявку. Для этого есть все технические возможности. В частности, наша компания «Гарант-М», занимающаяся продажей облигаций частным инвесторам, вполне может помочь ему выставить свою заявку на аукционе. Если он угадает с этой заявкой, то получит эти облигации в результате аукционного размещения в тот же день.

**С. Г. Вы управляли качеством облигаций Москвы в 2004 г. по таким параметрам, как спрэд, дюрация, ликвидность? Вы стремитесь к какому-то уровню этих параметров?**

**С. П.** У нас нет возможности самим устанавливать значения параметров. Спрэд и остальные параметры определяют рынок. Наша роль рыночного актера за-

канчивается с размещением наших облигаций. В дальнейшем рынок сам устанавливает доходность на наши облигации путем игры спроса и предложения. Рынок и определяет спрэд между кривой облигационных займов РФ и московской. Например, в данный момент существует повышенный спрос со стороны рынка на московские облигации с длительным сроком обращения. Поэтому на «длинном» конце нашей кривой доходности спрэд сузился до минимума: сейчас он составляет 10–20 б. п. (ранее — 200–250 б. п.).

На начальном, «коротком плече» нашей кривой спрэд больше: наши «короткие» займы менее ликвидны, они практически не торгуются. Они также пользуются меньшим спросом среди институциональных инвесторов, так как спекулятивный потенциал этих краткосрочных займов невелик. Краткосрочные займы находятся в портфелях институциональных инвесторов, как правило, они ждут погашения. Поэтому существует некоторое искажение нашей кривой доходности по отношению к классической кривой, которую предписывают экономические законы. «Короткая» облигация должна иметь меньшую доходность, «длинная» — более высокую доходность.

У нас сложилась ситуация, когда большая часть наших облигаций имеет доходность от 7 до 8%. Такая ситуация не характерна для стабильного и хорошо развитого рынка облигационных займов. По законам рынка 10- и 7-летние облигации должны различаться как минимум в 1% по доходности. Сегодня эта разница составляет 10 б. п., что неестественно для классического рынка. Повышенным спросом в настоящее время пользуются именно облигации с длительным сроком обращения, поскольку рынок видит в данном случае значительный спекулятивный потенциал. В результате повышенного спроса ценовое давление испытывают на себе именно 10- и 7-летние облигации Москвы.

Конечно, хотелось бы, чтобы спрэд кривой доходности московских облигаций на начальном, «коротком» конце кривой уменьшился, но от нас здесь ничего не зависит. В последнее время он частично уменьшился: если посмотреть на график, кривая стала более классической, более крутой. Колебания на начальном участке нашей кривой, значительно сгладились.

Мы не можем повысить объем «коротких» займов на рынке через новые размещения. Существуют объективные ограничения, вызванные имеющимся профилем долга. Ближайшие годы уже

достаточно загружены облигационными займами. Необходимо тщательно продумывать возможность дополнительных выпусков займов с погашением в 2006 и 2007 гг., иначе появится опасность создания чрезмерной долговой нагрузки на бюджеты этих лет.

Целью нашей деятельности является не формирование кривой доходностей, а привлечение как можно более дешевых средств с рынка капитала для динамичного развития московской экономики, причем так, чтобы свести к минимуму долговые риски для нашего города.

**С. Г. Если вы хотите получать более дешевые займы, следовательно, заинтересованы в уменьшении спреда по всей кривой?**

**С. П.** Какой смысл бороться за «короткий» заем? Изначально для управляющего долгом «короткий» заем более рискован, чем «длинный». Сегодня «длинные» займы пользуются большим спросом — значит, надо на рынок выпускать «длинные» займы. «Короткие» займы пользуются спросом, когда рынок нестабилен и у инвесторов нет желания инвестировать в «длинные» долговые инструменты. Когда рынок растет и на нем наблюдается рост ликвидности, увеличение количества новых инвесторов, интерес со стороны иностранных инвесторов к работе на нашем внутреннем рынке, тогда возрастает спрос на облигации с длительным сроком обращения. Для управляющего долгом это хорошо, потому что заем, который погашается через 10 лет, — проблема, о которой в можно не думать в ближайшие 8 лет.

Московские «короткие» займы, как я уже говорил, меньше по объему, чем займы с длительным сроком обращения, которые мы выпускали последние 2 года. Заем меньшего объема менее ликвиден. Заем, который менее ликвиден, уже по определению имеет некое отклонение от рыночной цены, от рыночной кривой. Это закон, потому что справедливую рыночную цену устанавливают только регулярные крупные обороты на рынке. А если идут спорадические сделки (1–2 сделки в день) по какому-то из наших облигационных займов, то такой показатель нельзя назвать справедливым, отражающим реальную рыночную цену.

**С. Г. Каковы планы заимствований у Москвы в 2005 г.?**

**С. П.** Сейчас обсуждается проект бюджетного закона на 2005 г., поэтому наши планы на будущее еще не окончательные.

В данный момент объем наших операций в 2005 г. планируется на уровне

43 млрд руб. Операции на внешнем рынке исключены, поэтому все выпуски будут осуществляться на внутреннем рынке облигационных займов и банковских кредитов. Планируется использовать 18 млрд руб. на рефинансирование облигационных займов в рублях, погашаемых в следующем году. Около 25 млрд руб. пойдет на финансирование московских инвестиционных программ.

В целом я не исключаю, что эти цифры могут быть увеличены. Все зависит от результатов конкретного обсуждения проекта в Городской думе, уточнения показателей планируемого бюджета и т. д. Окончательная ясность с планами на 2005 г. наступит, очевидно, в самом конце нынешнего года.

В конце года долг Москвы составит 107 млрд руб. — около 28,5% от планируемых доходов городского бюджета за этот год. Окончательная цифра соотношения будет ясна в первых числах января, когда станет известно, сколько дохода фактически было собрано в городской бюджет.

В проекте бюджетного закона на 2005 г. планируемые цифры бюджетных доходов и заимствований показывают, что долг возрастает до 127 млрд руб. В этом случае соотношение долга к доходам бюджета за 2005 г. составит 32–33%. Я не исключаю, что прогноз бюджетных доходов будет изменен в сторону повышения и соотношение будет другим. Пока мы можем говорить только о предварительных наметках и планах.

**С. Г. Данные планы соответствуют концепции безопасного долга Москвы?**

**С. П.** Вполне соответствуют. Профиль долга таков, что мы нигде не выходим за безопасные ограничители, изложенные в концепции управления долгом. Показатель отношения долга к годовым бюджетным доходам в 33% считается очень консервативным. Кроме того, ни в один из предстоящих годов нам не предстоит погашение долга в объеме, превышающем 7–8% наших годовых бюджетных доходов. Обслуживание долга и того меньше — 2–3%.

**С. Г. Как получилось, что по доходности еврозайма Москва «переиграла» федералов? Можно ли сказать, что даже Газпром в данном случае следует за Москвой?**

**С. П.** Мы не «переигрывали» федералов, так как наше государство уже 6 лет вообще не размещало еврооблигаций. Все предыдущие размещения были более дорогие. Но в 1997–1998 гг. конъюнктура рынка еврозаймов была совсем иная. Поэтому очень условно можно говорить

о нашей победе. Мы побили рекорд при отсутствии других соревнующихся.

Мы, конечно, превосходим российские корпорации и банки по цене размещения нашего последнего еврозайма. В отсутствие нашего Российского государства на рынке, внешний рынок рассматривает Москву фактически как суверена. Следующий, кто претендует на наибольшую близость к государству в глазах иностранных инвесторов, — это Москва.

Газпром — эмитент другой категории, у него и рейтинг другой. Даже если Газпром — компания, контролируемая государством, у него совершенно другие источники доходов, другие риски, связанные с меняющейся конъюнктурой мировых цен на газ. Формально московский заем имеет меньшую доходность, чем внешний заем любой корпорации в РФ при сопоставимых сроках обращения.

Были более дешевые займы у банков, но с более коротким сроком погашения. Например, Сбербанк разместил свои облигации сроком на 3 года с доходностью около 6%. Но это был 3-летний заем, а по сопоставимым срокам обращения, мы, конечно, превосходим все банковские и корпоративные займы.

**С. Г. Сегодня доходность по московским облигациям ниже, чем уровень инфляции. Можно ли рассчитывать на еще большее снижение доходности по московским облигациям?**

**С. П.** Да, у нас сложилась уникальная ситуация: текущие показатели инфляции выше, чем доходность нашей кривой. Есть определенные основания полагать, что со временем инфляция уйдет на уровень 7–6–5–4% и т. д. Тогда обладатели наших облигаций, приобретающие их сегодня на «длинном» конце кривой доходности, получат вполне реальный доход, значительно превышающий уровень инфляции.

Я не вижу потенциала резкого роста или снижения доходности московских облигаций в нынешней ситуации, потому что макроэкономическая ситуация остается очень благоприятной и идет огромный приток экспортной выручки в страну. Рост резервов ЦБР побил все рекорды по темпам, объемам и т. д. Резервы ЦБР трансформируются в рублевую денежную массу.

Ввод новых рублей в экономический оборот создает дополнительное давление на рынок всех активов в нашей стране. Наши облигационные займы тоже подвергаются ценовому давлению из-за повышенного спроса. Но на текущий момент, мне кажется, это определенный предел снижения доходности. Тем более что инфляция в России по итогам года превысит, очевидно, 11%. ■