



Курс — на рынок облигаций!



С председателем Комитета государственных заимствований города Москвы Сергеем Пахомовым беседует руководитель проекта «Финансы городов и регионов» Сергей Глазков

С. Г.

Сергей Борисович, на 27 марта 2003 г. намечено проведение конференции «Регионы и города России. Возможности и перспективы заимствования». Ваш комитет является ее организатором. Какова цель предстоящей конференции, в чем ее отличие от прежних?

С. П.

Цель предстоящей конференции — подвести определенный итог новому этапу развития рынка региональных и муниципальных облигаций. Прошедший 2002 г. и начало 2003 г. показали, что этот рынок переживает бурный рост. Появились новые эмитенты, и заметен рост предложения региональных облигаций на внутреннем рынке нашей страны, растет интерес со стороны банков и участников фондового рынка к этим долговым инструментам.

Происходят изменения в федеральном законодательстве, связанные с межбюджетными отношениями, с налоговой базой регионов. Налоговая реформа приводит к тому, что регионы получают про-

порционально меньше доходов в свой бюджет, чем они получали ранее, при том что инвестиционные потребности регионов непрерывно растут. Конечно же, роль и значение заемных средств в восполнении региональных бюджетов возрастает. Рост заимствований ставит перед регионами проблему управления долгом, обеспечения финансовой и экономической безопасности регионов. Необходимо не допустить повторения кризисной ситуации 1998 г. Эти и другие вопросы мы хотели бы обсудить на предстоящей конференции и надеемся, что они будут интересны для всех участников.

В чем отличие конференции от прежних?

Скорее всего, конференция затронет новый круг вопросов, которые порождены новым этапом развития рынка капитала в России.

Наступает качественно новый этап развития финансовой системы в России, развития банковской системы. Нормализуется ситуация на финансовых рынках, растет объем рынков капитала в рублях, и все это переходит в новое

качество. Одновременно с этим некоторые регионы России, урегулировав свои долговые проблемы, порожденные кризисом 1998 г., сейчас находятся в гораздо более благоприятной ситуации и рассматриваются как перспективные заемщики на рынке капитала в России.

Надеемся увидеть большее количество участников, чем на предыдущих конференциях, а также укрупнение масштаба обсуждаемых проблем.

С. Г.

Как Вы оцениваете перспективы рынка региональных и муниципальных заимствований в 2003 г.?

С. П.

Я вполне оптимистично смотрю на текущую ситуацию на рынке региональных и муниципальных займов и на перспективы этого рынка. Думаю, что этот рынок будет бурно развиваться в нашей стране и будет сопоставим по объему с рынком корпоративного долга. Пока наблюдается более активное развитие рынка корпоративных облигаций по сравнению с рын-

ком региональных и муниципальных облигаций, но это связано всего лишь с тем, что корпорации быстро и гибко отреагировали на изменяющуюся ситуацию и вышли на рынок.

Среди российских регионов и муниципалитетов растет число вполне надежных заемщиков. Но надо учитывать то, что в региональных администрациях и в муниципалитетах процесс принятия решений по этим вопросам занимает больше времени и сложнее протекает, чем внутри многих наших корпораций. Однако процесс идет, и, возможно, в этом году мы увидим целый ряд новых облигационных выпусков, увидим новых эмитентов на рынке из числа российских регионов и муниципалитетов.

Я думаю, что будет продолжена успешная деятельность тех регионов, которые сохранили и возобновили свое присутствие на рынке облигационных займов в 2002 г. Это Санкт-Петербург, Ханты-Мансийский автономный округ, Башкортостан, Московская и Ленинградская области и ряд других регионов, в том числе, конеч-

но, Москва. Рынок, безусловно, возрастет по объему. Мы, например, доведем объем нашего рынка облигаций к концу этого года как минимум до 20 млрд руб.

С. Г.

Смогут ли выйти на рынок субфедеральных и муниципальных займов небольшие регионы, и тем более муниципалитеты? Не станет ли Москва благодаря масштабам своего рынка заимствований естественным кредитором других регионов?

С. П.

Москва не сможет стать кредитором других регионов, потому что такие отношения исключены действующим бюджетным законодательством, они возможны между вышестоящими бюджетами и нижестоящими. Федеральный бюджет может кредитовать местные бюджеты, местные бюджеты кредитовать равнозначные местные бюджеты не могут.

С другой стороны, я не думаю, что Москва вместе с Санкт-Петербургом заберет себе все деньги, которые есть на рынке. Хотя объемы наших заимствований масштабны, но в то же время они не беспредельны. Предложение капитала на внутреннем рынке растет гораздо более высокими темпами, чем темпы наших заимствований.

Несмотря на то что мы и раньше были крупными заемщиками, рынок корпоративных займов достиг огромных масштабов. А это те же средства, которые могли бы пойти в займы регионов. Поэтому вопрос заключается не в

том, какой регион — большой или маленький, а в том, какова экономическая ситуация в регионе. Небольшой регион будет выпускать небольшие займы. Есть ведь огромные корпорации, например Газпром, которые берут займы по 4—5 млрд руб., но есть и небольшие, с объемом заимствования в несколько десятков миллионов рублей.

Регионы и муниципалитеты могут выпускать **небольшие займы**, которые, я уверен, **найдут свою нишу на рынке**. Всегда будет капитал, который заинтересован в приобретении этих долговых инструментов, потому что инвестор будет стремиться диверсифицировать свои вложения между различными эмитентами, между столичным рынком и региональным. Облигации какого-то российского региона могут показаться ему более привлекательными, чем облигации Москвы из-за более высокой доходности.

С. Г.

Каков Ваш прогноз в отношении доходности московских облигаций в текущем 2003 г.? Планируете ли Вы ее дальнейшее снижение?

С. П.

Я не нахожусь в положении человека, который может планировать доходность своих облигаций на год вперед, потому что эта доходность зависит от ситуации на рынке. Естественно, возможно какое-то неожиданное изменение на нашем финансовом рынке, например скачки курса рубля и доллара или же, допустим, изменение ситуации на международ-

ной арене, которое приведет к резкому падению цен на нефть или вызовет дестабилизацию на финансовых рынках. Конечно, это повлияет на доходность наших будущих выпусков в сторону ее увеличения, и здесь никакое планирование не поможет.

В этом году мы разместили два облигационных займа, и это размещение происходило на фоне отсутствия на рынке других эмитентов — практически не было ни регионов, ни корпораций. Главным образом присутствовали на рынке только федеральное правительство и города Москва и Санкт-Петербург.

Эта ситуация, конечно, не совсем нормальная. Возникает некий перекосяк. **Сейчас спрос на ценные бумаги очень высок**. Рублей очень много, и все они ищут себе применение. Вот этим и объясняется резкое снижение доходности по облигациям Москвы. В последнее время она снизилась на 2—2,5% годовых — это очень высокий темп снижения доходности.

Конечно, мы рассчитываем на то, что доходность по нашим облигациям и в дальнейшем будет снижаться, но снижение доходности зависит от целого ряда макроэкономических факторов, которые мы никак не контролируем и на которые повлиять никак не сможем.

С. Г.

В чем заключается суть «Концепции управления государственным долгом города Москвы»?

С. П.

Это пока рабочий документ, находящийся в стадии

проработки и обсуждения в Правительстве Москвы. В законченной форме он еще не существует, можно говорить лишь об идеях, положенных в его основу. Базовые идеи достаточно просты, они отработаны мировой практикой.

Основополагающая идея сводится к тому, что **при планировании долга мы не должны создавать в какой-то отдельный год слишком большие объемы погашения долга**.

Вторая идея состоит в том, что **бюджет должен планироваться таким образом, чтобы в нем всегда была инвестиционная составляющая**, чтобы текущие доходы превышали планируемые текущие расходы. А превышение текущих доходов над текущими расходами стало бы **резервом безопасности** региональных администраций, который в случае кризиса на фондовом рынке и прекращения заимствования регионами помог бы стабилизировать финансовую ситуацию и полностью расплатиться с долгами.

Регион не должен целиком и полностью ставить себя в зависимость от рефинансирования долга на рынке. Опыт 1998 г. показывает, что ситуация в стране может измениться очень быстро и российским регионам и корпорациям могут просто перестать давать деньги. А необходимость расплаты по старым долгам остается. Значит, нужен резервный источник, за счет которого могли бы происходить выплаты этого долга. Таким источником как раз является заранее планируемая инве-

стиционная составляющая городского или регионального бюджета.

Таким образом, в случае кризисной ситуации, не сокращая жизненно важных текущих расходов, регион или муниципалитет может планомерно погашать свои долги, но, конечно же, за счет того, что сокращается инвестиционная программа.

Кстати, мы опробовали этот метод и в 1998 г., и в последующие годы. Погашали свои внешние долги и не брали новых займов. Рынок внешних займов был для нас закрыт. Погашение долгов делалось именно за счет превышения наших текущих доходов над текущими расходами.

Наконец, мы пытаемся ввести в Концепцию понятие финансовых резервов. **Финансовый, или стабилизационный, резерв** себя очень хорошо оправдал на федеральном уровне, и федеральное правительство продолжает успешно развивать эту идею.

Рассматривается возможность создания постоянного стабилизационного резерва, идут постоянные споры вокруг этого вопроса. Но факт остается фактом: **именно финансовый резерв помог нашей стране цивилизованно и вовремя расплатиться с очень крупными долгами, не прибегая к новым заимствованиям.**

Мы считаем, что и российским регионам стоит иметь такой финансовый резерв. Конечно, он будет другим по масштабу, у него могут быть иные источники формирования, иной порядок использования, но его надо иметь.

Ну и, наконец, в данной Концепции содержится ряд

предложений, направленных на совершенствование управления долгом в рамках казначейской системы и связанных с учетом долга, с порядком операций на рынке нашего долга.

В Концепции управления госдолгом в сжатом виде сформулирован опыт нашего управления долгом города Москвы за последние 5—6 лет. Возможно, что наши идеи заинтересуют и другие регионы РФ.

С. Г.

Вы считаете, что эта Концепция достаточно универсальна для России?

С. П.

Да, мы считаем, что в целом наша Концепция универсальна для России. Основные положения Концепции основаны на международной практике.

Методы анализа, которые мы закладываем в Концепцию, широко используются международными рейтинговыми агентствами. Они обязательно выделяют так называемый **«операционный баланс»**, что является в нашей бюджетной практике превышением текущих доходов над текущими расходами. Агентства очень внимательно следят за отношением величины этого операционного баланса в текущем году к величине долгов, которые погашаются в этот же год. Если объем этого долга не выходит за размер операционного баланса, то они считают ситуацию нормальной и управляемой.

С. Г.

Предусматривает ли Концепция конкретную управляющую структуру?

С. П.

В отношении Москвы. Конечно же, в нашей Концепции мы обозначаем участников управления долгом в городе Москве. Управление долгом — дело коллективное. У нас в этом процессе участвуют департамент финансов и департамент экономической политики, Комитет государственных заимствований города Москвы. Участвует и Финансовое агентство города Москвы, которое является нашим операционным подразделением.

Кстати, **«Комитет государственных заимствований города Москвы»** — это наше новое название, поскольку мы занимаемся выпуском государственных займов субъекта Федерации.

С. Г.

Каковы итоги деятельности вашего комитета по управлению долгом города Москвы в 2002 г.?

С. П.

Прошедший 2002 г. был годом стабилизации на нашем рынке. Это был этапный год в развитии московского облигационного рынка заимствований. Осенью 2002 г. **мы перешли к качественно новому этапу своей деятельности** — от размещения относительно небольших и краткосрочных займов к **размещению крупных и долгосрочных выпусков облигаций.**

С осени 2002 г. город не выпускает займов в размерах менее 3 млрд руб. и на срок короче 2 лет. Все выпускаемые займы сейчас имеют срок обращения от 2 до 4 лет.

В перспективе — дальнейшее увеличение сроков заимствований.

Кроме того, продолжился рост рынка наших рублевых облигаций и продолжился, как мы считаем, здоровый процесс снижения относительной доли внешних займов в совокупном объеме нашего долга. Это снижает валютный риск московского долга.

Наконец, **снизились** доходность по нашим облигациям и **в целом стоимость финансовых ресурсов, которые привлекаются для города.** Это очень серьезный положительный фактор, который позволяет московской экономике развиваться более динамично. Пожалуй, это и является основным итогом нашей деятельности в 2002 г.

С. Г.

Как показывают итоги 2002 г., в структуре московского долга облигационные займы по своему объему преобладают над кредитами, а в российских регионах ситуация обратная. Как бы Вы прокомментировали такое отличие?

С. П.

По-моему, это связано с тем, что работа по выпуску облигаций и на облигационном рынке в целом более сложная, чем работа по привлечению банковских кредитов. Она требует большей квалификации, больших затрат времени, большей дисциплинированности исполнения бюджета, требует жесткого соответствия местного бюджетного законодательства федеральному бюджетному кодексу. Ког-

да это не достигается, то возникают определенные препятствия, связанные с выпуском облигаций, выходом на рынок публичного долга.

В целом ряде случаев региональным администрациям удобнее и проще вести свою деятельность в сфере заимствований путем двусторонних договоренностей с банками, и прежде всего с региональными банками, так как они выступают как бы естественным кредитором местных администраций. Но это ограничивает районную администрацию только лишь узким местным рынком и, естественно, отражается на стоимости привлекаемых ресурсов.

Мы считаем, что **именно выход на всероссийский облигационный рынок позволяет снизить стоимость привлекаемых ресурсов**. Это очень емкий рынок, на нем присутствуют много участников и большое предложение денег, которое снижает стоимость заимствования. Инвесторы конкурируют за ваши облигации, борются между собой на аукционе.

В области кредитов все иначе. Скажем, с местным отделением Сбербанка практически не может конкурировать ни один региональный банк. Практически один-два крупных региональных банка имеют монополию на ведение дел с местной администрацией. Отсюда и проистекают, на мой взгляд, определенные неудобства, определяющие структуру долга регионального заемщика.

Именно поэтому в своей деятельности мы всегда держим курс на пре-

имущественную работу на рынке облигаций, а не на рынке банковских кредитов, хотя в принципе мы не отвергаем банковские кредиты.

С. Г.

В журнале «Рынок ценных бумаг» уже в течение трех лет регулярно публикуется проект «Финансы городов и регионов». Как Вы, главный редактор этого проекта, оцениваете итоги трех лет его существования?

С. П.

В проекте «Финансы городов и регионов» в течение трех лет был затронут очень широкий круг вопросов и обсуждены важнейшие проблемы теории и практики субфедеральных и муниципальных заимствований. Необходимо и дальше работать над тем, чтобы повышать аналитический уровень материала, а также масштабность тех вопросов, которые ставятся и обсуждаются в рамках этого журнала в журнале.

Моя общая оценка, конечно, положительная, и **публикацию проекта в журнале необходимо продолжать**. Главное — не только не снижать планку, а стараться ее повысить. Путем привлечения новых авторов, более глубокого анализа проблем, которые стоят перед регионами и перед финансовыми рынками, путем обсуждения как положительных, так и негативных тенденций, актуальных для нашей практической работы.

Три года — это еще не срок для празднования, но срок для осмысления и поиска выхода на новый уровень!

С. Г.

Как Вы оцениваете намерение журнала «Рынок ценных бумаг» проводить ежегодный конкурс по выявлению лидеров среди эмитентов и организаторов выпуска на рынке субфедеральных и муниципальных займов?

С. П.

Я считаю, что **инициатива журнала «Рынок ценных бумаг» проводить опрос профессиональных участников рынка для выявления лучших заемщиков и наиболее интересных сделок на рынке долга — очень своевременное мероприятие**.

Российский рынок созрел уже для этого, и нам как профессиональному сообществу, конечно же, необходимо иметь и оценочные критерии деятельности, и такую номинацию. Оглянитесь и посмотрите — везде имеются фестивали и номинации: «оскары», «золотые орлы», ТЭФИ, различные «медведи», золотые, серебряные и прочие.

Точно так же на развитом западном фондовом рынке уже давно имеются номинации, которые фактически определяют мнение профессионалов рынка о происходящих на нем событиях. Развитие нашего рынка подошло к уровню, когда такая номинация стала необходима.

Считаю, что **номинация журнала «Рынок ценных бумаг» станет значимой на нашем рынке** — это будет мнение профессионального сообщества, причем мнение не предвзятое, а абсолютно независимое. Это поможет нашему рынку установить нормаль-

ные стандарты деятельности, и участники рынка неизбежно будут стремиться к этим стандартам.

И, возможно, придет время, когда приз «Рынка ценных бумаг» **станет необходимой составляющей имиджа** надежного регионального и муниципального заемщика. ■